



CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

פעולת דירוג ו' ינואר 2009

1

מחבר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

אופק: שלילי	Baa3	דירוג ISSUE
-------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח א' של החברה מדירוג Baa1 ל- Baa3 והצבת אופק שלילי.

להלן פירוט הסדרה המונפקת:

סדרה	היקף אג"ח ליום 30.09.2008 (אלפי ₪)	מועדי פרעון קרן	ריבית נקובה
א'	132,083 ¹	30.08.11-30.08.14	7.8%

הטעמים העיקריים להורדת הדירוג הינם, כלהלן:

- נכון ליום 30.09.2008 יחסי מינוף ואיתנות החברה הוחמרו במידה ניכרת כך שיחס החוב הפיננסי ל- CAP (כולל הלוואות בעלים נדחות²) עומד על כ- 86.7%. יחס זה חורג מתנאי דירוג סדרת האג"ח, לפיהם על החברה לשמור על יחס חוב ל- CAP מתחת ל- 80%. במהלך תשעת החודשים של שנת 2008 קיימת גריעה משמעותית בסך ההון העצמי כולל זכויות המיעוט, כך שנכון ליום 31.12.2007 עמד על סך של כ- 90 מיליון ₪ ונכון ליום 30.09.2008 עומד על כ- 26 מיליון ₪ (כ- 126 מיליון ₪ ו- 62 מיליון ₪, בהתאמה, בהתחשב בהלוואות בעלים נדחות כהון עצמי). עיקר הגריעה נובע מהפסדים שנוצרו לחברה ברבעון השלישי של שנת 2008. יצויין, כי גריעה נוספת עלולה להביא את החברה להון עצמי שלילי.
- פעילות החברה חשופה למשבר הכלכלי העולמי, בעיקר פעילותה בהונגריה, אשר נפגעה באופן משמעותי מהמשבר הכלכלי העולמי. ההרעה בתנאי השוק מתבטאת בפעילותה של החברה בכל הקשור לפגיעה ביכולת החברה בקבלת מימון לפרויקטים עתידיים, שינויים צפויים בתנאי ההלוואות של החברה, הכוללים עליית ריביות והיקף מימון, וכן להרעה ביכולת החברה לממש נכסים. המשבר אף משפיע על התקדמות החברה במימוש פרויקטים חדשים ושינוי בתחזיות החברה בהתאם בשל עיכוב בתחילת פרויקטים.

¹ היקף של כ- 142 מיליון ₪ כולל הוצאות הנפקה.

² הלוואות בעלים אשר הינן נחותות לאג"ח בפירוק, נושאות ריבית אשר תשולם רק לאחר פירעון מלא של האג"ח. הריבית שנצברה על הלוואות הבעלים נחותה לאג"ח בפירוק.



- דוחות החברה מצביעים על הפסדים מפעילותה הנובעים בעיקר מנטל הוצאות המימון, הכוללים גם מרכיב של הוצאות מימון שנוצרו לחברה כתוצאה מהיחלשות השקל אל מול היורו ומירידת שווי ערך נכסים. כך גם, החברה מצביעה על גריעה תזרימית מפעילותה השוטפת. החברה צופה, כי לאור עליית שע"ח במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2008, יקטנו הוצאות המימון.

- במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2008 קיימת ירידה של כ- 10% בהכנסות של מלון LE-MERIDIEN בבודפשט, הונגריה. ירידה נוספת בפעילות המלון עלולה לגרום להפסד תזרימי מפעילותו, זאת לאחר שירותי ריבית ההלוואה החלה על המלון והחזר חלק יחסי מקרן ההלוואה. יציין, כי בימים אלה החברה פועלת מול הבנק המממן לקבלת אישור להקפאת תשלומי הקרן בגין ההלוואה.

אופק הדירוג השלילי נקבע, בין היתר, לאור ההחרפה של המשבר הפיננסי באזורי פעילותה של החברה אשר גרם להקטנת הנזילות הקיימת בשוקי פעילות החברה ובהתאם - לצפי של יכולת החברה לעמוד בתחזיותיה התזרימיות לרבות יכולת החברה לממש את נכסיה אשר, בין היתר, על מימושם מסתמכת החברה לצורך התמודדות עם התחייבויותיה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בחברה לרבות ביצוע מיחזור ההלוואות הקיימות של החברה ומימוש נכסיה.

IFRS		IFRS	נתונים פיננסיים עיקריים
31.12.2007	Q3 2008		נתוני מאזן (אלפי ₪)
203,800	211,222		נדל"ן להשקעה
413,194	369,581		רכוש קבוע - (בעיקר מלון מרידיאן)
107,113	83,902		אשראי ז"ק ממוסדות כספיים ואחרים
43,896	39,240		הלוואות מבעלי שליטה
433,165	392,108		הלוואות לז"א מבנקים
71,555	132,083		אג"ח
FY 2007	FQ1-3 2007	FQ1-3 2008	רווח והפסד (אלפי ₪)
47,514	31,941	40,450	רווח גולמי
-2,580	2,930	-15,784	רווח (הפסד) תפעולי
36,768	20,253	37,593	הוצאות מימון, נטו
2,074	1,046	-13,018	הכנסה מעליית (ירידת) ערך נדל"ן
-24,764	-12,006	-53,228	רווח (הפסד) לתקופה
-49,579	-17,530	-87,086	לתקופה FFO
-18,004	-31,802	-30,909	מזמנים מפעילות שוטפת

31.12.2007	Q3 2008	יחסי איתנות (אלפי ₪)
52,863	54,343	מזומן ושוי מזומן
854,400	778,117	סך מאזן
785,876	732,433	*CAP
619,729	635,271	חוב פיננסי
566,866	580,928	חוב פיננסי נטו
90,102	26,590	הון עצמי זכויות מיעוט
126,102	62,590	הון עצמי ז. מיעוט והלוואות בעלים נדחות
78.9%	86.7%	חוב פיננסי ל- *CAP
77.3%	85.7%	חוב פיננסי נטו ל- *CAP
14.8%	8.0%	הון עצמי ז. מיעוט והלוואות בעלים נדחות ל- *CAP

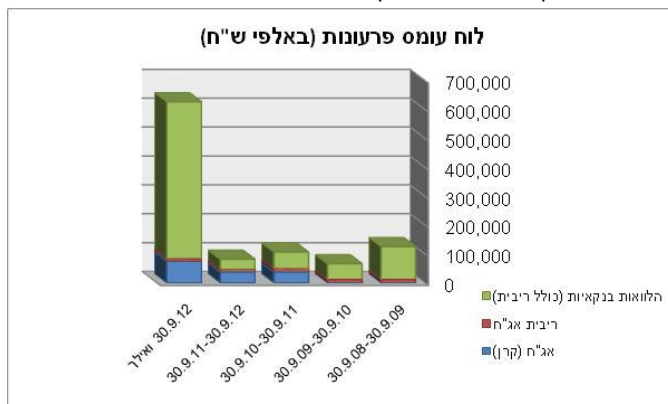
* כולל הלוואות בעלים נדחות בהיקף של כ- 36 מיליון ש"ח

תחזית תזרים עומס פירעונות

נכון לתום הרבעון השלישי, לחברה עומס פירעונות עד ספטמבר 2009 המורכב בעיקרו מהחזר הלוואות באירו, בעיקר, ממוסדות בנקאיים, שניטלו במסגרת חברות מאוחדות, בהיקף של כ- 83 מיליון ₪ (יצוין, כי כ-2 מיליון אירו נפרעו במהלך חודש אוקטובר כנגד יתרת פיקדונות מדיריים, המופיעים במאזן החברה בסעיף השקעות והלוואות לזמן קצר) וכן מתשלום ריבית בנקאית בהיקף של כ- 31 מיליון ₪ (החברה מניחה, כי סכום הריביות לתשלום יקטן לאור ירידת שיעור ריבית הירור).

4

נכון ל- 30.09.2008 לחברה יתרות מזומן, במאוחד, בסך של כ- 54 מיליון ₪. החברה צופה, כי בתחילת שנת 2009



תושלם קבלת התמורה ממכירת נכס ALKOTMANY, שאמור להניב לחברה תזרים וכן תתקבל יתרת תמורה בגין מסירת דירות, כך שתזרים שינבע לחברה יהיה כ- 2.5 מיליון אירו (ממכירת הנכס ומסירת הדירות). מנגד, לחברה צפויות הוצאות והשקעות של כ- 1.7 מיליון אירו. תחזית תזרים המזומנים של החברה לשנים 2009-2010, במצטבר, מצביעה

על גרעון תזרימי של כ- 2 מיליון אירו, הכולל השקעה בפרויקטים חדשים בסך כ- 2.2 מיליון אירו. תחזית התזרים של החברה מניחה שההלוואות למוסדות הבנקאיים, שפורטו לעיל, יוארכו ו/או ישולבו במסגרת מימון הפרויקטים, היקף

המימון החוזר עליו מסתמכת החברה הינו כ- 12.4 מיליון אירו, אשר, כפי שמסרה החברה, לחלקו כבר ניתנו אישורים עקרוניים. עיקר תזרים הכנסות החברה מבוסס על מכירת נכסים, הכוללים את הנכס ANDRASSY, שאמור להניב תזרים חיובי של כ- 4.5 מיליון אירו וכן על השלמת פרויקטים.

מידרוג מעריכה, כי על מנת לעמוד בתחזיות החברה, עומדים בפניה אתגרים המתבטאים במימוש נכסיה וקבלת הלוואות בהיקף ותנאים ראויים, כל זאת לאור ההרעה שחלה בשוקי פעילות החברה. יתר על כן, היה והבנק לא יאריך את מועד פירעון והיקף האשראי שניתן לה, כפי שהיא מניחה, עלולה החברה להיאלץ לעשות שימוש ביתרות המזומנים (או בחלקן) העומדות לרשותה ובכך יהיה לגרוע מנזילותה.

יצוין, כי החברה פועלת לחיזוק איתנותה הפיננסית ונזילותה וזאת על ידי מימוש נכסים אשר מצד אחד מקטינים את היקף חוב החברה ומנגד משפרים את נזילותה. כך גם החברה צופה כי יחסי איתנותה ישתפרו כתוצאה מעליית שווי המקרקעין של פרויקט נאדור כתוצאה מקבלת היתר בניה ותוספת זכויות לקרקע. החברה הרחיבה את מסגרת פעילותה בסרביה בשיתוף עם חברת BIG, אשר להערכתה תהווה מקור תזרימי משמעותי בשנים הקרובות.

בנוסף, החלה החברה לאחרונה, לרכוש בחזרה, באמצעות חברת בת בבעלותה המלאה, חלק מאג"ח אשר הונפקו על ידה.

אופק הדירוג

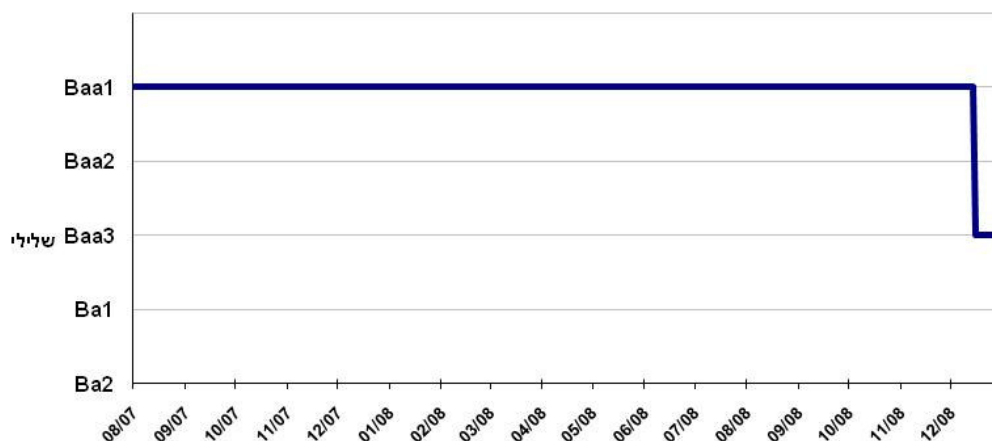
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- עיבוי וחיזוק תיק הנכסים המניבים תוך יצירת תזרים פרמננטי יציב אשר מכסה את עלויות התפעול השוטפות של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזית תזרים החברה תוך קיטון בנזילות החברה וגמישותה הפיננסית.
- ירידה נוספת באיתנות הפיננסית של החברה
- החרפה במשבר הכלכלי במדינות בהן פועלת החברה, המשליכה לרעה על פעילות החברה, לרבות שינויים כלכליים אשר יש בהם כדי לפגוע בענף המלונאות
- עלויות מס משמעותיות ועלויות משמעותיות אחרות אשר יוטלו על החברה בגין העברת פעילות מלון מרידיאן לחברה, ככל שיחולו

גרף היסטוריית דירוג



אודות המנפיק

CEE הינה חברה פרטית אשר הוקמה והתאגדה בהולנד ביום 11 בינואר 2001. החברה פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות באיתור, בייזום ובפיתוח של הזדמנויות עסקיות בתחום הנדל"ן (מסחר, מגורים ומלונאות) בהונגריה ובשווקים מתפתחים נוספים במרכז ומזרח אירופה. בשנים 2005-2006 הוחלפה הבעלות בחברה ומר יולי עופר רכש את השליטה בה. מניות החברה מוחזקות על ידי מר יולי עופר ורעייתו, באמצעות חברות פרטיות בשליטתם ועל ידי מר נמרוד רינות באמצעות חברות פרטיות בשליטתו.

בחודש פברואר 2008 החברה התקשרה באמצעות חברת בת CEE Hotel Holdings B.V אשר הינה בבעלות ושליטה מלאה של החברה, בהסכם לרכישת מלוא מניותיהם של מר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברת Adria Palace KFT, בסה"כ 95% ממניות חברת אדריאה (90% בבעלות מר יולי עופר ו-5% בבעלות מר נמרוד רינות) אשר הינה בעלת מלון יוקרתי ובעל מוניטין, הפועל תחת מותג מרידיאן בבודפשט הונגריה ואשר הוערך בשווי של כ-64 מיליון אירו. בתמורה למכירת המניות הוקצו מניות למר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברה, כך ששיעור ההחזקות בחברה עומד על 76.1% למר יולי עופר ורעייתו ולמר נמרוד רינות 23.9% ממניות החברה, לעומת 75.1% ו-24.9%, בהתאמה, טרום ההקצאה.

מושגי יסוד

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהווננו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהווננו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדוד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) - דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+/רידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר: CRCEE051208000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.