

# CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

דו"ח מעקב שנתי יולי 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט  
[nadavg@midroog.co.il](mailto:nadavg@midroog.co.il)

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

אופק דירוג: שלילי	Ba2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	-----	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח א' של חברת Central European Estates N.V. (להלן: "החברה" ו/או "CEE"), מדירוג Baa3 לדירוג Ba2 והותרת האופק השלילי. כמו כן, מודיעה מידרוג על הוצאת החברה מרשימת מקבץ.

### סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

יורת שנת פירעון האג"ח	יורת אג"ח בספרים ליום 31.3.10 (אלפי ₪)*	הצמדה	שיעור ריבית שנתי	עג נומינלי ליום 31.3.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2014	113,165	מדד	7.8%	142,000	8-07 81,000 ע.ג.	1107093	סדרה א'
					2-08 61,000 ע.ג.		

\* מוצג בניכוי אג"ח המוחזקות ע"י חברות בקבוצה, בהיקף של כ- 28.6 מיליון ₪ ע.ג בשווי, נכון ליום 24.5.10, של כ- 22.8 מיליון ₪.

**הורדת הדירוג** נובעת, בין היתר, מכך שהחברה מייצרת תזרים FFO שלילי עקב רמת מינוף גבוהה מחד ויצירת תזרים נמוך מפעילות, מאידך; החברה רושמת הפסדים מתמשכים, אשר הביאו לגירעון בהון העצמי המיוחס לבעלי השליטה והביאו לשחיקה ביחסי האיתנות; הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה ברמת הסולו נמוכות ומשקפות את האתגרים של החברה ליצירת מקורות מימון תזרימיים, בין היתר ממקורות חיצוניים, על מנת לעמוד בלוח הסילוקין החל עליה; פעילות החברה, שעיקרה בהונגריה, נפגעה מהמשבר הכלכלי באירופה ומהחלשות שער האירו ביחס לשקל אשר הביאה לגידול בהוצאות המימון של החברה.

כמו כן, נלקחה בחשבון אסטרטגיית החברה, אותה מציינת מידרוג לחיוב, הכוללת מימוש נכסים וייציקת הפעילויות השונות לתוך חברות בורסאיות נרכשות (אינוונטק חברה להשקעות בע"מ ושמיר השקעות סווינג בע"מ<sup>1</sup>) באופן שמשפר את נגישות החברה לשוק ההון ומאפשר ביצוע מהלכים של גיוס הון וחוב ממשקיעים.

**הותרת אופק דירוג שלילי** נובעת מכך שעל אף הפעולות שהחברה ביצעה לצורך הגדלת נזילותה, עדיין עומדים בפניה אתגרים משמעותיים ליצירת מקורות מימון ומימוש האסטרטגיה הנ"ל. כמו כן, קיים חשש לגבי מצב הכלכלה ההונגרית והשפעתה על פעילות החברה במדינה. יש לציין, כי אי הצלחת החברה לייצר מקורות תזרימיים במהלך הרבעונים הקרובים עלולה להוביל להורדת דירוג נוספת.

<sup>1</sup> ביום 23 במאי 2010, הודיעה החברה כי התקשרה בעסקה, לפיה תקצה שמיר ממניותיה לבעלי החברה בתמורה להקצאת מניות החברה לשמיר. בהנחה כי העסקה תושלם (כולל מימוש אופציה ותשלום דמי ייעוץ למוכרי מניות שמיר), יחזיקו בעלי השליטה בכ- 77% ממניות שמיר ושמיר תחזיק בכ- 95% ממניות החברה. השלמת העסקה מותנית באישור אסיפת בעלי המניות של שמיר.

## נתונים עיקריים לגבי פעילות החברה<sup>2</sup>

### פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב

להלן נתונים עיקריים לגבי נכסי נדל"ן מניב שבהחזקת החברה, באלפי אירו:

מועד פירעון אחרון	אופן פירעון ההלוואה	רביית	LTV	יתרת הלוואה ליום 31.12.09	תשואת NOI 2009	NOI 2009	שווי (הונג) ליום 31.12.09	תפוסה ממוצעת לשנת 2008	תפוסה ממוצעת לשנת 2009	חלק התאגיד	מועד רכשית/ הקמת הנכס	שטח הנכס, מ"ר	מיקום הנכס	שם הנכס
1/24	הלוואת בלון ב-30% היתר בתשלום רבעוני	3 חודשי יוריבור + 2.00%	69%	7,515	7.5%	610	8,170	100%	100%	70%	01/06	2,764	בודפשט, הונגריה	Andrassy Street Building
					2.3%	64	2,780	78%	69%	70%	01/06	2,152	בודפשט, הונגריה	Viola Office Building
2/28	הלוואת בלון ב-35% היתר בתשלום רבעוני	3 חודשי יוריבור + 1.60%	101%	8,557	8.0%	562	7,010	100%	100%	90%	01/06	3,150	בודפשט, הונגריה	Alkotmany Street Building (Y.O)
					שלילי	-12	1,485	0%	0%	90%	01/06	664	בודפשט, הונגריה	Toldy
12/23	החזר שוטף	1 חודשי יוריבור + 1.35%	84%	9,641	7.8%	900	11,530	89%	92%	75%	07/07	6,726	ברטיסלבה, סלובקיה	SKL 3
12/11	בלון ב-31.12.2011	3 חודשי יוריבור + 1.90%	99%	5,172	שלילי	-82	5,238	0%	0%	100%	03/08	5,889	בודפשט, הונגריה	Zuglo
			85%	30,885	5.6%	2,042	36,213	63%	64%			21,345		סה"כ

### תיק מניב קטן יחסית בעל שיעור מינוף גבוה אשר אינו מותיר תזרים שירי משמעותי לאחר שירות החוב בנינו (ריבית יקר)

נכסי החברה מניבים תזרים NOI נמוך יחסית, שהסתכם בשנת 2009 בכ- 2 מיליון אירו. במצב זה תזרים ה- NOI מספיק על מנת לכסות את תשלומי הריבית ופירעונות הקרן השוטפים על ההלוואות שכנגד הנכסים הנ"ל, המסתכמים בהיקף שנתי של כ- 1.7 מיליון אירו.

השוכר היחיד בנכס Andrassy הודיע לחברה במהלך שנת 2009 כי אין בכוונתו לממש אופצייה להמשך שכירת הנכס מעבר לתקופות השכירות הבסיסיות שנתיים, עבור מרבית השטחים המושכרים, בסוף שנת 2009 וביחס ליתר השטחים - באפריל 2010. לפיכך, פועלת החברה להתקשרות עם שוכרים אחרים, ונכון למועד הדוח עומדת התפוסה בנכס על כ- 30%. בהתאם לכך, יתכן כי ייווצר גרעון תזרימי מסויים לאחר שירות החוב בגין תיק הנכסים.

ירידת שווי נכסי הנדל"ן בשנתיים האחרונות הביאו לכך ששיעור ה- LTV בנכסים גבוה, ואף עומד בשניים מהנכסים על כ- 100%. למעט ההלוואה שכנגד הנכס Zuglo, הצפויה להיפרע בסוף 2011, מועדי הפירעון הסופיים של מרבית ההלוואות צפויים בעוד מספר שנים רב.

<sup>2</sup> הנתונים מתייחסים לנכסים במלואם

### פעילות החברה בתחום המלונאות

העברת פעילות המלונאות תחת חברה ציבורית סייעה לשפר את הנגישות לשוק ההון ולמקורות מימון בחודש אוקטובר 2009, רכשה החברה כ- 66% מהון המניות של חברת אינונטק חברה להשקעות בע"מ (להלן "אינונטק"), שהינה חברה ציבורית, שמנייתיה נסחרות בבורסה בת"א. במסגרת עסקת הרכישה, ריכזה החברה את פעילותה בתחום המלונאות תחת אינונטק. עיקר פעילות זו כולל, נכון למועד הדוח, בעלות במלון מרידיאן בבדפשט ו- 2 פרויקטים בביצוע - האחד מבנה לשימור שבכוונת החברה להשביח ולהפוך למלון דירות יוקרתי (Nador Palace) והשני - קרקע שעליה החלה החברה בפעילות להקמת מלון ספא (Marcali). הרכישה של אינונטק איפשרה לחברה לשפר את נגישותה לשוק ההון ולמקורות מימון (כפי שיפורט בהמשך). סמוך למועד הדוח, שווי אינונטק עומד על כ- 70 מיליון ₪.

להלן נתונים עיקריים לגבי הפעילות המלונאית של החברה, באלפי אירו:

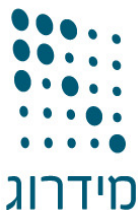
שם הנכס	מיקום הנכס	שטח הנכס, מ"ר	מועד רכשית/הקמת הנכס	חלק התאגיד	תפוסה ממוצעת לשנת 2009	תפוסה ממוצעת לשנת 2008	שווי (הונג) בספרים ליום 31.12.09	הכנסות 2009	הכנסות 2008	EBITDA 2009	EBITDA 2008	יתרת הלוואה ליום 31.12.09	LTV	ריבית	הלוואה	אופן פירעון	מועד פירעון אחרון
Le Meridian Hotel	בודפשט, הונגריה	16,836	08/2005	63%	67%	76%	56,000	8,050	10,735	1,777	3,028	49,062	88%	3 חודשי יוריבור + 1.45%	40% בלון, היתר בפירעון רבעוני	9/23	
Nador Palace	בודפשט, הונגריה	9,000		66%	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	14,000	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	5,620	40%	3 חודשי יוריבור + 3.55%	בלון	2/11	
Marcali	מרצלי, הונגריה	45 דונם		59%	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	1,300	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	נכס בפיתוח	-	-	-	-	-	-
סה"כ							71,300					54,682					

### הרעה בפעילות מלון מרידיאן, באופן שהתזרים מפעילות אינו מספיק על מנת לשרת את החוב שכנגד הנכס; החברה נדרשת להזרמה של כ- 4 מיליון אירו (הון ובטוחות) להמשך פיתוח פרויקטים

מלון מרידיאן רושם הרעה מתמשכת בפעילותו. בשנת 2009 נפגעה פעילות המלון מהמשבר הכלכלי ומהחורף הקשה שפקד את אירופה, אשר פגעו בתיירות. כנגד המלון יש לחברה הלוואה בנקאית בהיקף של כ- 49 מיליון אירו. במצב הנוכחי, אין באפשרות החברה לממן את הוצאות הריבית ופירעונות הקרן השוטפים בגין ההלוואה הנ"ל, הנאמדים בסכום שנתי של כ- 2.4 מיליון אירו, מתוך הפעילות השוטפת של המלון. נכון למועד הדוח נמצאת החברה במגע עם הבנק לדחיית תשלומי הקרן למשך שנתיים וכן הינה במו"מ למכירת חברת הנכס המלונאי (הכוללת גם את ההלוואה בגין הנכס) אשר צפויה להותיר תזרים שיווי של כ- 10 מיליון אירו.

עבודות ההקמה של פרויקט Nador Palace צפויות להתחיל במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2010. החברה מעריכה כי במסגרת עבודות אלו היא תידרש להזרים הון עצמי בהיקף של כ- 3 מיליון אירו (זאת, בנוסף להון עצמי בהיקף 2 מיליון אירו שהוזרם ע"י החברה עד כה).

החברה חתמה על הסכם למכירת מחצית החזקותיה בפרויקט Marcali בתמורה להזרמת הון בהיקף של כ- 2.6 מיליון אירו. יתרת המימון צפויה להגיע ממענק ממשלתי (שחלקו כבר התקבל) ומליווי בנקאי. התחייבות החברה במסגרת הפרויקט כוללת העמדת בטוחות בהיקף כספי של כ- 1 מיליון אירו. נכון למועד הדוח החלה החברה בביצוע הפרויקט והוא צפוי להסתיים להערכתה בחודש פברואר 2011.



## **גיוס חוב על ידי אינוונטק מסיר מהחברה את העומס התזרימי בגין הפעילות המלונאית; התניות במסגרת גיוס החוב יקשו על החברה להעזר באינוונטק כמקור תזרימי לפעילות**

על מנת לממן את פעילותה השוטפת והמשך פיתוח נכסים, כפי שתואר לעיל, הנפיקה אינוונטק בחודש פברואר 2010 אג"ח בהיקף של כ- 45.5 מיליון ₪ ע.ג. הצפויות להיפרע בתשלומים שווים בין השנים 2013-2016. במסגרת הגיוס הוטל לטובת מחזיקי האג"ח שיעבוד יחיד וראשון בדרגה על כלל המניות של חברת CEE מלונות, שהינה חברה בת של אינוונטק המחזיקה באמצעותה בכלל הפעילות המלונאית. כמו כן, הוטלו על אינוונטק מגבלות נוספות ובהן מגבלות על האפשרות לחלק דיבידנד. במסגרת מגבלות אלו התחייבה אינוונטק כי כל עוד יתרת ע.ג של האג"ח שבמחזור עולה על 75% מסך הע.ג של האג"ח שהונפק, לא יחולק דיבידנד באופן שלאחר החלוקה יפחת הונה העצמי מסכום של 103 מיליון ₪.

נכון ליום 31.3.2010 עומד ההון העצמי של חברת אינוונטק על כ- 87 מיליון ₪. לאור מצבו התפעולי של מלון מרידיאן, המהווה נכון להיום את מקור הרווח האפשרי העיקרי של אינוונטק, ניתן להניח כי החברה לא תוכל להסתמך על תזרים דיבידנדים מאינוונטק בשנים הקרובות (אלא אם תצא לפועל עסקת המכירה של המלון בתנאים שצוינו). עם זאת, מידרוג מעריכה כי גיוס החוב יאפשר לאינוונטק בטווח הקצר-בינוני לעמוד בדרישות התזרימיות הצפויות לה בתחום המלונאות.

### **פעילות החברה בתחום הייזום למגורים**

#### **לחברה יתרת מלאי דירות בהיקף משמעותי; תזרים החברה הצפוי מסתמך על קצב מכירות משמעותי בפרויקט**

פעילות החברה בתחום ייזום בנייה למגורים כוללת כיום בעיקר את פרויקט Terasz Park בבודפשט, לבניית 849 יח"ד בשישה בניינים בני 6 עד 7 קומות.

נכון למועד הדוח, הושלמה הקמת שלב א' בפרויקט, הכולל 183 יח"ד, מהן מכרה החברה 127 יח"ד. החברה צופה להכיר משלב א' של הפרויקט בהכנסות בסך כ- 11.4 מיליון אירו וברווח גולמי בסך כ- 2.9 מיליון אירו. עד ליום 31.12.2009 הכירה החברה בהכנסות בסך 4.7 מיליון אירו וברווח גולמי בסך 1 מיליון אירו. החברה מעריכה כי במהלך השנה הקרובה תושלם מסירת הדירות שנמכרו וכן ימכרו הדירות שבמלאי. להערכת מידרוג, בהסתמך על קצב מכירת הדירות שנרשם עד כה בפרויקט, יתכן כי החברה תתקשה לעמוד ביעד זה.

כמו כן, הגיעה החברה להסכמה עקרונית עם תאגיד בנקאי בנוגע למימון שלב ב' בפרויקט, הכולל אף הוא הקמת 199 יח"ד. הקמת הפרויקט צפויה להתחיל במהלך המחצית השנייה של שנת 2010.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### נתוני רווח והפסד עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.3.2009	31.3.2010	
13,204	15,428	15,092	3,580	3,010	השכרה ניהול ואחזקה של נדל"ן להשקעה
34,204	42,597	37,877	3,546	6,450	מגזר הייזום למגורים
70,454	58,397	43,952	8,326	8,037	פעילות מלונאית
1,434	361	485	134	76	אחרות
<b>119,296</b>	<b>116,783</b>	<b>97,406</b>	<b>15,586</b>	<b>17,573</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
11,993	13,875	12,789			רווח גולמי מנדל"ן להשקעה ואחרות
4,859	7,809	1,277			רווח גולמי ממכירת דירות ושטחים
30,662	27,864	15,113	1,896	2,268	רווח גולמי מפעילות מלונאית
<b>47,514</b>	<b>49,548</b>	<b>29,179</b>	<b>5,791</b>	<b>4,834</b>	<b>סה"כ רווח גולמי</b>
82%	88%	82%			שיעור רווח גולמי מפעילות נדל"ן להשקעה ואחרות
14%	18%	3%			שיעור רווח גולמי ממכירת דירות ושטחים
44%	48%	34%	23%	28%	שיעור רווח גולמי מפעילות מלונאית
2,074	-13,817	-18,766	-	-	עלייה (ירידת) ערך נדל"ן להשקעה
-33,511	-45,823	-28,832	-7,969	-5,390	הוצאות הנהלה וכלליות
-	3,014	21,405	-	-	רווח, נטו, בגין רכישת שליטה בחברה
<b>-2,580</b>	<b>-23,562</b>	<b>-10,551</b>	<b>-2,789</b>	<b>-2,099</b>	<b>רווח (הפסד) תפעולי</b>
-36,768	-36,768	-22,609	1,846	-17,886	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
<b>-24,764</b>	<b>-68,899</b>	<b>-31,156</b>	<b>-1,198</b>	<b>-20,362</b>	<b>הפסד לתקופה</b>

### ירידה בהכנסות וברווח הגולמי בעיקר כתוצאה משחיקה בפעילות המלונאית

עיקר הירידה שחלה בהכנסות בשנת 2009 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד נגרמה מהרעה בפעילות המלונאית (מלון מרידיאן). שכללה ירידה של כ- 25% בהיקף ההכנסות בתחום. בשנת 2009 חלה שחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית במגזר המלונאות ובמגזר הייזום למגורים. הירידה בשיעור הרווחיות במגזר המלונאות משקפת את הירידה בשיעורי התפוסה ובתעריפי מלון מרידיאן. הירידה בשיעור הרווחיות במגזר הייזום למגורים נובעת משיעורן ההשקעה בחברת Terasz Park - כתוצאה מרכישת החזקות השותף, באופן שהרווח המוצג בשנה זו מהווה את הרווח היזמי בלבד וללא רווח מעליית ערך הקרקע.

### ירידה בהוצאות הנהלה וכלליות ורווח מרכישת שליטה בחברה הביאו לקטון בהפסד התפעולי בשנת 2009

במהלך שנת 2009 ביצעה החברה מספר צעדי התייעלות, ביחס למצבת כוח האדם והוצאות השכר בחברה, וביחס להתקשרות מול ספקים ונתני שירות. צעדי התייעלות אלו, יחד עם ירידה בדמי הניהול לרשת Le Meridian שהינם פונקציה ישירה של היקף הריווחיות של המלון, הביאו לקטון בהוצאות הנהלה וכלליות. כאמור, במהלך שנת 2009 רכשה החברה את יתרת ההחזקות (49%) בחברת Terasz Park. שיעורן ההשקעה בפריקט ומוניטין שלילי שנוצר כתוצאה מהרכישה הנוספת הביאו לרישום רווח בסך כ- 21.4 מיליון ₪.

ירידה בשיעור ריבית ה- EURIBOR הביאה לקיטון בהוצאות המימון בשנת 2009; החלשות האירו ורכישות עצמיות של

אג"ח שנעשו בראשית 2009 הביאו להוצאות מימון גבוהות ב- Q1-2010 ביחס לתקופה המקבילה

מכיוון שהלוואות החברה כנגד נכסיה הינן בריבית משתנה הצמודה לריבית ה- EURIBOR בתוספת מרווח (כפי שמפורט בטבלאות הנכסים לעיל), הירידה בשיעור ה- EURIBOR הביאה לקיטון משמעותי בהוצאות המימון נטו של החברה בשנת 2009 ביחס לשנה קודמת.

ב- Q1-2009 הושפעו הוצאות המימון של החברה לטובה בשל רווחים חד פעמיים מרכישה עצמית של אג"ח. כמו כן, אי גידור ההכנסות (אירו) ביחס למקורות המימוניים (חלקם ב- ש"ח) הביא לכך ששחיקה של למעלה מ- 8% בשיעור האירו ביחס ל- ש"ח במהלך Q1-2010, הביאה לגידול בהוצאות המימון של החברה.

**נתוני פיננסים עיקריים (אלפי ש"ח)**

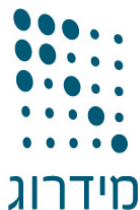
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.3.2009	31.3.2010	
52,863	33,390	21,994	20,493	58,218	יתרות נזילות
71,555	121,125	113,651	107,122	154,840	חוב אג"ח
619,729	662,517	723,198	680,216	722,492	חוב פיננסי*
566,866	629,127	701,204	659,723	664,274	חוב פיננסי נטו
785,876	760,997	795,431	778,410	772,116	CAP
733,013	727,607	773,437	757,917	713,898	CAP נטו
72,844	4,805	-8,201	2,689	-16,053	הון עצמי
126,102	63,138	38,971	60,969	19,023	הון עצמי זכויות מיעוט והלוואות בעלים נדחות
854,400	815,713	864,254	827,368	834,966	סך מאזן
78.9%	87.1%	90.9%	87.4%	93.6%	חוב פיננסי ל- CAP
77.3%	86.5%	90.7%	87.0%	93.0%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
14.8%	7.7%	4.5%	7.4%	2.3%	הון עצמי זכויות מיעוט והלוואות בעלים נדחות לסך מאזן
-17,840	-25,787	-18,644	-14,167	1,208	מזומנים נטו מפעילות (מפעילות)
-24,651	-43,541	-25,469	-10,282	-4,967	FFO לתקופה
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	חוב ל- FFO
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	חוב נטו ל- FFO

\* בנטרול הלוואות בעלים נדחות ומענק ממשלתי לטובת פרויקט Maracli

**גרעון בהון העצמי כתוצאה מהפסדי החברה, בנטרול המרת הלוואות בעלים להון**

נכון ליום 31.3.2010 לחברה גירעון בהון העצמי המיוחס לבעלי השליטה. הקיטון בהון העצמי במהלך שנת 2009 והרבעון הראשון של שנת 2010 - שהסתכם במצטבר בכ- 21 מיליון ש"ח, נמוך באופן משמעותי מההפסד הנקי שרשמה החברה באותה התקופה - שהסתכם בלמעלה מ- 51 מיליון ש"ח, בזכות המרות שביצעו בעלי שליטה של הלוואות לפרמיה על מניות.

יצוין כי לטענת החברה, במידה שיוחלט על מימוש נכסים, יעשה הדבר באמצעות מכירת המניות של חברות הנכסים השונות ולא באמצעות מכירת הנכסים עצמם וזאת מכיוון שעל פי הדין ההולנדי, בניגוד למכירת נכס, על מכירת מניות קיים פטור השתתפות מתשלום מס החל על החברה. במצב זה יש לנטרל את סעיף המסים הנדחים העומד על כ- 31



מיליון ₪. כמו כן, במידה ותושלם בניית מלון Maracli יקטן החוב לשותפים העומד, נכון ליום 31.3.2010, על כ- 2.6 מיליון אירו.

נכון ליום 31.3.2010, ההון העצמי בתוספת זכויות המיעוט, בסך כ- 29 מיליון ₪ (בשל חלקם באינוונטק) ובתוספת הלוואות בעלים נדחות בסך כ- 6 מיליון ₪ - חיובי ועומד על כ- 19 מיליון ₪. עם זאת, גם בסעיף זה חלה שחיקה מתמשכת ביחס לתקופות קודמות.

#### **גידול בחוב הפיננסי במקביל לשחיקה בהון העצמי הביאו להרעה ביחסי האיתנות**

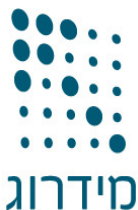
במהלך 2009 חל גידול בהיקף החוב הפיננסי (בניטרול הלוואות בעלים נדחות) בהיקף של כ- 61 מיליון ₪. הגידול בחוב נבע, בין היתר, מרכישת מלוא ההחזקה בפרויקט המגורים ולקוחת אשראי נוסף במסגרת ליווי הבנייה, מגידול בחוב לשותפים בפרויקטים ומהלוואות נוספות (שאינן נדחות), שהועמדו לטובת החברה ע"י הבעלים. -ב- 2010-Q1 נרשמה יציבות בהיקף החוב הפיננסי - גידול בחוב בשל גיוס האג"ח שביצעה אינוונטק קוזז בשחיקה שחלה בחוב במונחי ₪ עם החלשות האירו. הגידול בחוב, במקביל לשחיקה המתמשכת בהון העצמי הביאו להרעה ביחסי האיתנות של החברה - הון עצמי למאזן וחוב ל-CAP.

#### **החברה מייצרת באופן מתמשך תזרים FFO שלילי עקב מינוף גבוה ותזרים נמוך מפעילות**

החברה רשמה בשנים האחרונות תזרים FFO שלילי, כתוצאה משיעור המינוף הגבוה של החברה מחד, ותזרים נמוך מפעילות מאידך (NOI נמוך מהנכסים המניבים, תזרים תפעולי נמוך מהמלון ותזרים נמוך ממכירת דירות), באופן שאינו מספק על מנת לכסות על תשלומי הריבית והוצאות השיווק והנה"כ של החברה. מצב זה מביא לכך שהיתרות הנזילות של החברה הולכות ומצטמצמות, על אף הזרמות הון שבוצעו ע"י בעלי השליטה בחברה במהלך השנים האחרונות, בהיקף של כ- 25 מיליון ₪<sup>3</sup>. נכון ליום 31.3.2010 עומדות יתרות הנזילות של החברה המאוחדת על כ- 58.2 מיליון ₪ עקב גיוס האג"ח שביצעה אינוונטק. בנטרול מזומנים המצויים באינוונטק, בידי החברה מזומנים בסך כ- 10 מיליון ₪ בלבד.

<sup>3</sup> הסכום חושב לפי יתרה נוכחית של הלוואות בעלים, בתוספת הלוואות בעלים שהומרו להון ובקיצו יתרה נוכחית של הלוואות שניתנו לבעלים



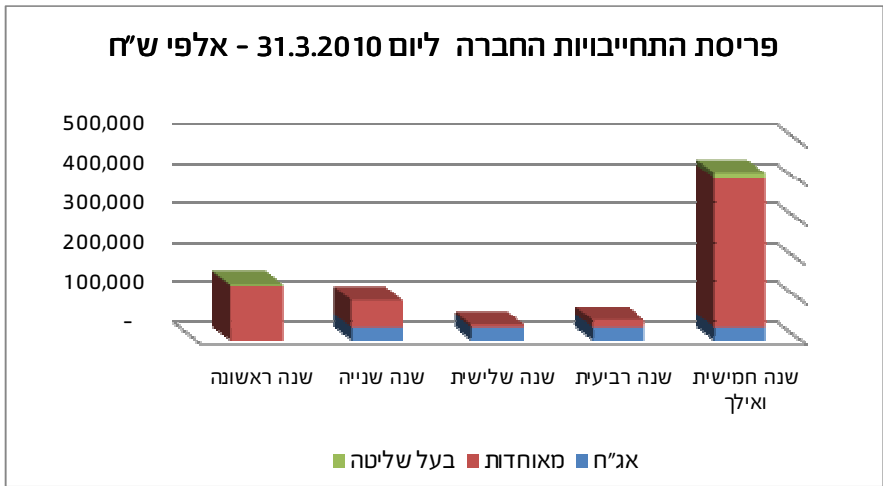


**יכולת החברה לעמוד בפירעונות החובות בטווח הבינוני-קצר תלויה במימוש נכסים, גיוס הון והמשך התמיכה מבעלי השליטה**

נכון ליום 31.3.2010 לחברה חובות בסך של כ- 722 מיליון ₪, מתוכם כ- 135 מיליון ₪ מוצגים בדוחות הכספיים לפרעון בשנה הקרובה. הסכום לפרעון בשנה הקרובה כולל, בין היתר, הלוואות ליווי בפרויקטים לבנייה בסך כ- 44 מיליון ₪ (לפי שע"ח 5 ₪ לאירו) שיפרעו מתוך תקבולי דיירים, הלוואות כנגד נכסים מלונאיים בסך כ- 36 מיליון ₪ שחלקן ימוחזרו וחלקן יפרעו ממקורותיה העצמיים של אינוונטק והלוואות נוספות בסך כ- 38 מיליון ₪ שימוחזרו בהתאם להסכמות שאליהן הגיעה החברה עם הבנקים המממנים. לפיכך, מידרוג מעריכה כי במהלך השנה הקרובה (החל מחדש אפריל 2010) תידרש החברה לפרוע הלוואות בהיקף של כ- 10-17 מיליון ₪, בהתאם להצלחתה למחזר הלוואה נוספת.

נכון ליום 31.3.2010 בידי החברה (ללא אינוונטק) יתרות נזילות בסך כ- 10 מיליון ₪. לחברה פיקדונות משועבדים מרוכשי דירות בסך כ- 29 מיליון ₪, אך מרבית הסכום צפוי לשמש לפרעון הלוואות הלווי הבנקאיות. החברה מחזיקה באמצעות חברה בת בכ- 28.6 מיליון ע.ג. מאג'ח א' בשווי, נכון ליום 24.5.2010, של כ- 23 מיליון ₪. לחברה אין מסגרות אשראי משמעותיות וכל נכסיה משועבדים כנגד הלוואות בשיעור LTV ממוצע של כ- 85% (וב- 2 נכסים בשיעור LTV של כ- 100%). תזרים ה- FFO שתייצר החברה בשנה הקרובה - בנטרול הפעילות המלונאית באינוונטק (שכן כפי שפורט בתאור הפעילות המלונאית, מידרוג מעריכה כי אינוונטק לא תוכל להעביר בטווח הקצר-בינוני דיבידנדים לחברה), יהיה תלוי במידת הצלחת החברה למכור את יתרת הדירות בפרויקט Terasz Park שלב א'. להערכת מידרוג, תזרים ה- FFO בשנה הקרובה יהיה בטווח שבין תזרים מאוזן ובין תזרים שלילי בגובה 10 מיליון ₪.

לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה כי על מנת שהחברה תוכל לעמוד בפירעונות החוב הצפויים לה בטווח הקצר-בינוני (הכוללים גם פירעון אג'ח בהיקף של כ- 31 מיליון ₪ באוגוסט 2011), יהיה עליה להשלים בהצלחה מספר מהלכים (בהם כבר החלה) הכוללים, בין היתר, מימוש נכסים וגיוס הון ממשקיעים. כמו כן, יתכן שתידרש המשך תמיכת בעלי השליטה באמצעות הזרמת הלוואות בעלים לחברה.



## אופק הדירוג

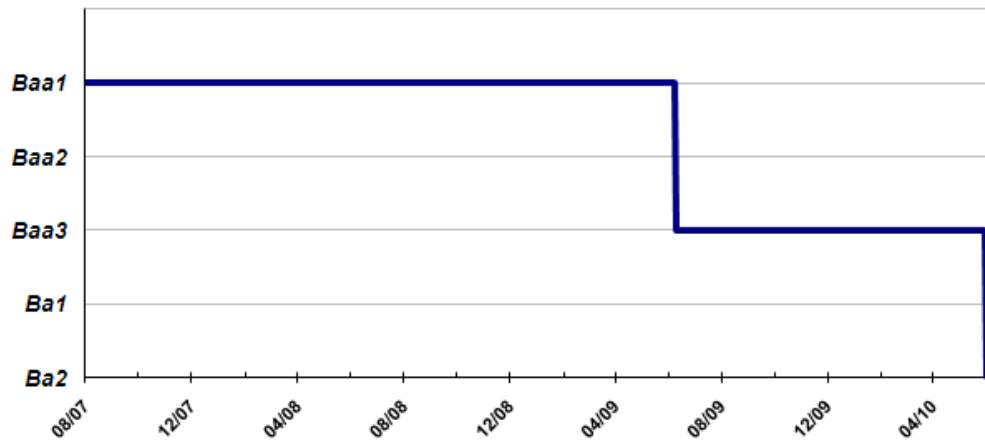
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית ובנזילות, בין היתר על רקע מימוש האסטרטגיה למכירת נכסים וגיוס הון
- שיפור בתזרים פרמננטי באופן שיכסה את עלויות התפעול השוטפות של החברה

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה ליצירת מקורות תזרימיים לשם שירות לוח הסילוקין
- 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

## היסטוריית דירוג



## אודות החברה

CEE הינה חברה ציבורית על פי דיני הולנד, 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. נכון למועד הדוח מחזיקים מר יולי עופר ורעייתו, באמצעות חברות פרטיות בשליטתם בכ- 73.1% ממניות החברה ומר נמרוד רינות מחזיק, באמצעות חברות פרטיות בשליטתו, בכ- 26.9% ממניות החברה.

## דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

**מושגי יסוד**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאלה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](http://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 צריכה 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. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 (Moody's) (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.