

# ב.ס.ר אירופה בע"מ

מעקב | יולי 2011

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

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

## ב.ס.ר אירופה בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג מ-Baa3 באופק דירוג שלילי לדירוג Ba2 תוך הותרת אופק שלילי, לסדרות אג"ח ח' ו-ט שבמחזור של חברת ב.ס.ר אירופה בע"מ (להלן: "ב.ס.ר" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 31.3.11 (אלפי ₪) *	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 31.3.11 (אלפי ₪) *	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2012	67,391	מדד	5.50%	59,766	נוב-05	1170141	אג"ח ח'
2010-2015	103,467	מדד	7.10%	94,148	נוב-07	1170166	אג"ח ט'
	170,858			153,914			סה"כ

\* סדרות האג"ח מוצגות בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ-73 מיליון ₪ אשר לא נמחקו מהמחזור

הורדת הדירוג משקפת את התקרבות מועדי הפירעונות של סדרות האג"ח ללא יצירת מקורות תזרימיים משמעותיים, לעומת התחזית במועד המעקב האחרון שבוצע (ספטמבר 2010); החברה ביטלה את תהליך בחינת גיוס אג"ח (לא מדורג) בסכום של כ-144 מיליון ₪ ע.ג בשל המצב הקיים בשוק וכעת על החברה להשלים מספר מהלכים משמעותיים, לצורך הגדלת הנזילות בטווח הקצר-בינוני, לאור חלויות האג"ח השוטפות שהיא צריכה לפרוע; לחברה אין פיזור מקורות תזרימיים וקיימת תלות בשני נכסים מרכזיים; לחברה צבר קרקעות במספר מדינות במזרח אירופה, אשר כלכלותיהן טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי שפקד אותן ונכון למועד דוח דירוג זה, רק פרויקט אחד נמצא בשלבי תכנון ופיתוח; תזרים החברה הפרמננטי בשנים האחרונות היה שלילי ופעילות החברה, בטווח הקצר בינוני, אינה צפויה להוביל לתזרים חיובי משמעותי. בהתאם לכך, מקורותיה התזרימיים העיקריים של חברה מבוססים על קבלת מימון נוסף על נכסים ומכירת נכסים וקרקעות; לחברה קיימת רגישות לאקלים הפיננסי השורר בשווקים בהם היא פועלת ובהתאם- ליכולת מימוש נכסים וקרקעות וכן קבלת תזרימים משמעותיים מהגדלת ההלוואות כנגד נכסים; מנגד, מרבית שווי החברה נובע מנכסים מניבים אשר הינם בעלי פרמטרים תפעוליים טובים, באופן המגדיל את הסבירות לממשם במידת הצורך; לחברה יתרות נזילות של כ-51 מיליון ₪ (ללא מזומן בחברות פרויקטים). כמו כן, לחברה צפויים מקורות נוספים בסך של כ-6 מיליון ₪ עד לנובמבר 2011.

המשך קביעת האופק השלילי משקפת את האתגרים הקרובים העומדים בפני החברה ליצירת נזילות מספקת לצורך עמידה בשימושים הצפויים, לרבות, בין היתר, פירעון קרן וריבית אג"ח, הוצאות מטה שוטפות, תשלום מס בגין הסדר עם מס הכנסה ותשלום לקבלן אשר בנה את הקניון בלימסול.

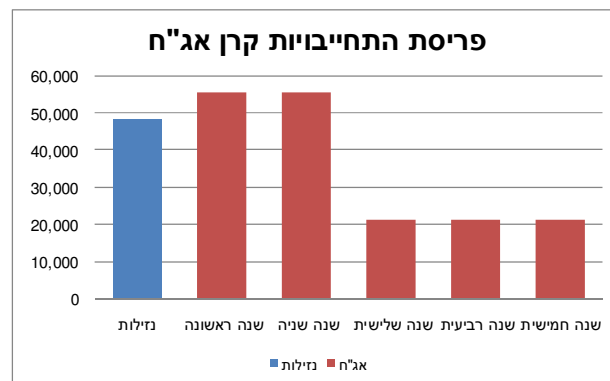
**רמת נזילות אשר אינה טובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; צורך במימוש נכסים ו/או איתור מקורות חלופיים**

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה יתרת נזילות של כ-51 מיליון ₪ (ללא מזומן בחברות פרויקטים). בהתאם ללוח הסילוקין, החברה צפויה לפרוע קרן אג"ח בסך של כ-55 מיליון ₪ לשנה במהלך השנתיים הקרובות וכ-21 מיליון ₪ בכל שנה בשלוש השנים לאחר מכן. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות בחלק מהנכסים המניבים אשר נפרעות מתוך התזרים השוטף מהנכסים. כמו כן, לחברה שימושים נוספים בשנתיים הקרובות כגון יתרת תשלום של כ-26 מיליון ₪ בגין פשרה עם מס הכנסה, לתשלום ב-21 תשלומים חודשיים, תשלום לקבלן הבנייה בקניון בלימסול, תשלומי ריבית בגין האג"ח וכן הוצאות תפעול של כ-6 מיליון ₪ לשנה.

מלבד יתרת הנזילות, מקורות החברה בטווח הקצר-בינוני כוללים בעיקר תזרים ממימוש קרקע בקראקוב פולין ובמידת הצורך- גם את נכסיה המניבים (אחזקה של 21.8% במלון מריוט ורשה ואחזקה של 52.6% בקניון בלימסול) ו/או הגדלת הלוואה כנגד הקניון בלימסול וזאת מכיוון שהתזרים השוטף השיורי שהחברה מפיקה מנכסיה (קרי, חלקה בדיבידנד לאחר מס, קרן וריבית), אינו משמעותי ביחס ללוח הסילוקין.

לאור האמור ובשל הסתמכות החברה על מקורות חיצוניים לתזרים הפרמננטי והרגישות הגבוהה למצב הרלוונטי, בקשר למימוש/קבלת מימון באזורים בהם ממוקמים הנכסים, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה אינה טובה ביחס ללוח הסילוקין. יתרה מכך, על מנת לעמוד בהתחייבויות החברה בשלוש השנים הקרובות, ללא גיוס חוב/הנפקת הון, להערכת מידרוג על החברה יהיה להשלים מספר פעולות לצורך ניצול מרבית הערך הגלום בנכסיה.

יצוין כי למרות שלחברה אין נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי (מלבד מספר קרקעות אשר ממוקמות באזורים במזרח אירופה אשר טרם התאששו מהמשבר הפיננסי), ה- LTV הנמוך יחסית של הנכסים בלימסול ושל מלון מריוט (LTV משוקלל של כ-49% לשני הנכסים) מקנים גמישות פיננסית מסוימת וכן מייצגים ערך שיורי, לפני מס, בהתאם להערכות שווי הוגן, חלק חברה, של כ-257 מיליון ₪ (ראה טבלה).



**התיק המניב כולל שני נכסים בלבד אשר הינם משמעותיים מאוד ביחס לפעילות החברה; הנכסים הינם איכותיים במידה בשל מיקומם ומיצובם**

שם הנכס	מיקום	סה"כ שטח להשכרה	שנת רכישה / סיום בנייה	שיעור אחזקת החברה בנכס	חלק חברה שווי הונגן לפי הערכת שווי אחרונה	חלק חברה NOI מייצג חלק חברה באלפי ₪	שיעורי תפוסה כיום	חלק חברה יתרת הלוואה כיום	LTV	שווי עודף של הנכסים לאחר ההלוואות
Marriott Complex	ורשה, פולין לימסול	65,165	2006	21.8%	182,188	12,420	משרדים - 94% מלון 66.18%	96,226	53%	85,962
* My Mall	קפריסין	30,000	2009	52.7%	320,023	15,148	88%	149,688	47%	170,335
<b>סה"כ</b>		<b>95,165</b>	<b>-</b>		<b>502,211</b>	<b>27,568</b>	<b>-</b>	<b>245,914</b>	<b>49%</b>	<b>256,297</b>

\* להערכת החברה, לאחר השקרת שטחים נוספים ושיפורים תפעוליים אחרים, ה-NOI מהנכס צפוי לגדול לכ-27 מיליון ₪ (חלק חברה) בשנת 2012

כפי שניתן לראות מהטבלה לעיל, נכון למועד דוח דירוג זה ובהתאם להסכמי שכירות תחומים, מצבת הנכסים המניבים של החברה צפויה לייצר NOI שנתי של כ- 28 מיליון ₪ (חלק החברה). אולם בשל הצורך לשרת הלוואות כנגד הנכסים ומכיוון שהנכסים מצויים בבעלות משותפת של החברה וצדדים שלישיים, התזרים השוטף מהנכסים הנ"ל אינו תורם באופן משמעותי לשירות החוב בחברה. כאמור, בכונת החברה למצות את הערך הגלום בנכסים הנ"ל, בין אם באמצעות מימושים ו/או מימון מחדש בשנים הקרובות. אולם, יתכן כי בתרחיש, לפיו על החברה למכור את הנכסים במימוש מהיר, השווי העודף יקטן.

כמו כן, בבעלות החברה מספר קרקעות ברומניה, בולגריה, פולין, גרוזיה וסלובקיה אשר עליהן ניתן לפתח מספר נכסים בתחום המגורים, המסחר והמשרדים. מתוכם, החברה החלה בפיתוח של הפרויקט בסופיה ותבחן פיתוח או מימוש בקראקוב. להלן נתונים לגבי הפרויקטים הנ"ל:

- אחזקה של כ- 42.5% בפרויקט, הכולל בניית שטחי משרדים, מסחר ויח"ד (בשטח כולל של כ-70 אלף מ"ר), בסופיה בולגריה. מתוכו החברה מצויה בשלבי סיום של בניית אחד משני הבניינים של השלב הראשון (בניין משרדים של כ-13 אלף מ"ר) אשר אינו מושכר מראש. החברה בוחנת את מימוש הפרויקט או חלקו.
- אחזקה של כ- 50% בפרויקט לבניית כ- 250 יח"ד בקראקוב פולין. החברה בוחנת את מימוש הפרויקט.

**ב.ס.ר אירופה בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.03.11 (אלפי ₪) :**

אלפי ₪	31.12.2008	31.12.2009	**31.12.2010	31.03.2011
סך הכנסות	45,931	20,444	12,594	11,729
רווח (הפסד) גולמי	-3,433	4,965	6,691	7,418
רווח גולמי %	שולי לי	24%	53%	63%
EBITDA	-24,140	-10,096	-8,972	3,844
הוצאות מימון, נטו	32,543	12,165	20,106	5,599
רווח (הפסד) נקי *	-39,369	-48,569	23,046	-9,193
חוב פיננסי	320,207	281,325	524,170	535,496
יתרות נזילות	185,847	111,272	69,593	65,031
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>134,360</b>	<b>170,053</b>	<b>454,577</b>	<b>470,465</b>
Cap	564,330	492,559	815,281	839,157
Cap נטו	378,483	381,287	745,688	774,126
הון עצמי זכויות מיעוט **	215,297	179,885	240,815	251,552
סך מאזן	582,979	502,368	897,641	929,050
FFO (תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)	-37,375	-15,000	-34,827	-3,681
הון לסך מאזן	37%	36%	27%	27%
חוב ל-CAP	53%	53%	64%	64%
חוב נטו/קאפ נטו	35%	45%	61%	61%

\* הרווח הנקי בשנת 2010 נובע בעיקרו מרווח מאיחוד לראשונה של קניון לימסול בעקבות עלייה לכ-53% אחזקה בנכס \*\* העלייה בהיקף המאזן, הון, CAP וכדומה בשנת 2010 נובעת בעיקר מאיחוד לראשונה (כאמור) של קניון לימסול לאחר עלייה לכ-53% אחזקה \*\*\* בנטרול זכויות מיעוט הון העצמי ליום 31.03.2011 הינו כ-180 מ"ח.

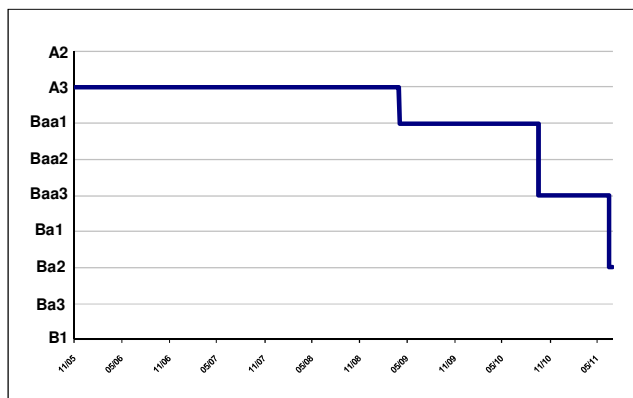
**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- שיפור משמעותי בנזילות החברה וקיטון משמעותי בחוב הפיננסי כתוצאה מכירת נכסים/מימון מחדש של נכסים משמעותיים
- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים, באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה**

- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים וכתוצאה - יוביל לפגיעה בגמישותה הפיננסית של החברה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה, בגמישותה הפיננסית ובגמישותה למקורות מימון
- ירידה משמעותית באיתנות הפיננסית של החברה



**פרופיל החברה**

ב.ס.ר. אירופה עוסקת משנת 1999, באמצעות חברות בנות או קשורות, בפעילות השכרה, ניהול והשכחה של פרויקטים שונים בתחום הנדל"ן וכן בייזום, פיתוח ובניה של נכסי מקרקעין, בהם פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים ובתחום הנדל"ן המסחרי. פעילות החברה נעשית, נכון למועד דוח זה, בעיקר במדינות מזרח אירופה.

בעלי מניותיה העיקריים של החברה הינם בסר הנדסה, המחזיקה בכ- 54.82%.

**מחקרים מתודולוגיים**

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

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

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

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

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



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") 2011.

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. דירוגיה של 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.