



# ב.ס.ר אירופה בע"מ

מעקב שנתי | יולי 2012

1

## מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית  
[inbals@midroog.co.il](mailto:inbals@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

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

## ב.ס.ר אירופה בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: B2	דירוג סדרות (Issue)
--------------------	-----------	---------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג מ-Ba2 לדירוג B2 תוך הותרת אופק הדירוג 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:

יתרת שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 31.3.12 (אלפי ₪) *	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד ההנפקה המקורי	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012	34,536	מדד	5.50%	נובמבר-05	1170141	אג"ח ח'
2012-2015	84,453	מדד	7.10%	נובמבר-07	1170166	אג"ח ט'
<b>118,989</b>						<b>סה"כ</b>

\* סדרות האג"ח מוצגות בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 58 מיליון ₪ אשר לא נמחקו מהמחזור. לאחר פרסום דוחות החברה לרבעון הראשון 2012 ביצעה החברה רכישות עצמיות נוספות של אג"ח, בהיקפים של כ- 10 מיליון ₪ ע.ג.

**הורדת הדירוג** משקפת את המשך החולשה בשווקי הפעילות העיקריים של החברה במזרח אירופה. יתרה מכך, בשל, בין היתר, האקלים הפיננסי הקשה ביוון בשנה האחרונה, חלה הרעה במצב הכלכלי בקפריסין, ודירוגה ירד מ-Ba1 ל-Ba3, תוך הכנסת דירוג המדינה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות. ההרעה במצב הכלכלי אף העלתה את שיעורי ההיוון ובהתאם לכך, שווי הנכס המניב העיקרי של החברה – קניון בלימסול קפריסין – הופחת בהיקף של כ- 130 מיליון ₪, בשתי פעימות (חלק החברה בהפחתות אלה הוא כ- 68 מיליון ₪), באופן אשר מונע את האפשרות לחלץ מזומנים באמצעות מימון מחדש בנכס וזאת לעומת צפי החברה במועד המעקב האחרון שבוצע (יולי 2011)<sup>1</sup>; התקרבות מועדי הפירעונות של סדרות האג"ח ללא יצירת מקורות תזרימיים משמעותיים; שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה כתוצאה מירידות ערך אלו בנוסף להפסד בגין הפעילות השוטפת; הדירוג אף משקף את האתגרים הניצבים מול החברה להשלמת מספר מהלכים משמעותיים, לצורך הגדלת הנזילות בטווח הקצר-בינוני, לאור חלויות האג"ח השוטפות; לחברה אין

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



פיזור מקורות תזרימיים וקיימת תלות בשני נכסים מרכזיים; לחברה צבר קרקעות במספר מדינות במזרח אירופה, אשר כלכלותיהן טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי שפקד אותן. נכון למועד דוח דירוג זה, רק פרויקט אחד נמצא בשלבי תכנון ופיתוח ויכולת ההישענות על יצירת מקורות תזרימיים מקרקעות אלה הינה נמוכה ביותר; תזרים החברה הפרמננטי בשנים האחרונות היה שלילי ולמרות ה-FFO החיובי ברבעון הראשון, פעילות החברה בטווח הקצר בינוני, אינה צפויה להוביל לתזרים שוטף חיובי משמעותי. יתרה מכך, מנקודת מבט סולו, החברה אינה צפויה לקבל דיבידנדים מפעילות השוטפת של נכסיה ולפיכך התזרים השוטף סולו צפוי להמשיך ולהיות שלילי. בהתאם לכך, מקורותיה התזרימיים העיקריים של החברה מבוססים על מימוש נכסים וקרקעות ו/או תמיכה של בעלי המניות; לחברה קיימת רגישות לאקלים הפיננסי השורר בשווקים בהם היא פועלת אשר משפיע על יכולתה לממש נכסים וקרקעות, וכן על קבלת תזרימים משמעותיים מהגדלת ההלוואות כנגד נכסים. בשל גורם זה, בין היתר, לאחרונה החברה לא הצליחה להשלים מימון מחדש לנכס המניב המרכזי שלה בקפריסין; מנגד, בהתחשב במזומן שהתקבל לאחר תאריך המאזן, לחברה יתרות נזילות של כ-37 מיליון ₪ (ללא מזומן בחברות פרויקטים). כמו כן, לחברה אפשרות למימוש אופציה מול בעלי השליטה של החברה, במסגרתה יקנו האחרונים זכויות באחזקות החברה בקניון בלימסול, לפי שווי הוגן, בהיקף של עד 3 מיליון אירו (כ-15 מיליון ₪), אשר כפופה לאישור אסיפת בעלי המניות של החברה, ואפשרות למתן הלוואה על ידם בסך השווה לפירעון אגרות חוב שבהחזקתם, בהיקף של עד 1.2 מיליון אירו (כ-6 מיליון ₪). בהתחשב באמור, לחברה חלק ניכר מהמקורות לפירעון האג"ח הקרוב בנובמבר 2012.

**המשך קביעת האופק השלילי** משקף 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, זאת בנוסף להתדרדרות באיתנותה וגמישותה הפיננסיות, שיקשו עליה בקבלת מימון מחדש. במקביל, טרם נראתה התאוששות במצב השווקים הכלכליים בהם פועלת החברה.

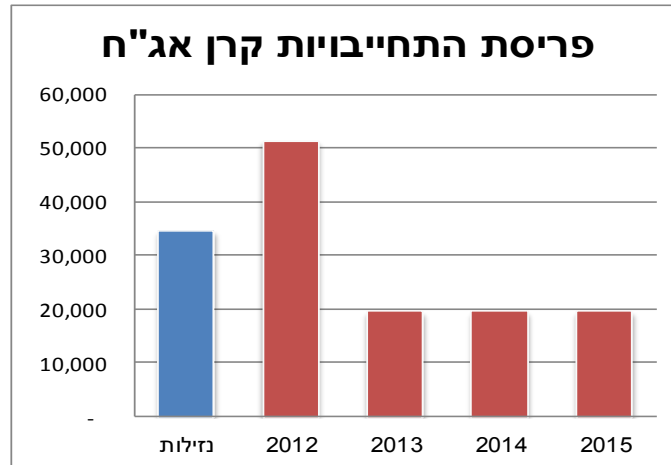
**רמת נזילות אשר אינה טובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; צורך במימוש נכסים ו/או איתור מקורות חלופיים**

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה יתרת נזילות של כ-37 מיליון ₪ (ללא מזומן בחברות פרויקטים). בהתאם ללוח הסילוקין, החברה צפויה לפרוע קרן אג"ח בסך של כ-51 מיליון ₪ בנובמבר 2012 וכ-20 מיליון ₪ בכל שנה בשלוש השנים שלאחר מכן. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות בחלק מהנכסים המניבים אשר נפרעות מתוך התזרים השוטף מהנכסים, וכן שימושים נוספים בשנה הקרובה כגון יתרת תשלום של כ-21 מיליון ₪ בגין פשרה עם מס הכנסה, תשלומי ריבית בגין האג"ח בגובה כ-7 מיליון ש"ח והוצאות תפעול של כ-5 מיליון ₪ לשנה.

מלבד יתרת הנזילות, מקורות החברה בטווח הקצר-בינוני כוללים בעיקר תזרימים ממימוש נכסים וכוונתה של החברה לפריסה מחודשת של הסדר התשלום לרשויות המס. בחודש יולי 2012 קיבלה החברה את יתרת התמורה בגין מכירת החזקותיה בפורטפוליו מריוט, בוורשה, פולין, בסך של כ-32 מיליון ₪. בנוסף לחברה אפשרות למימוש אופציה מול בעלי השליטה של החברה, כאמור.

לאור האמור, להערכת מידרוג על החברה לייצר מקורות בהיקף של כ-30 מיליוני ₪ עד לנובמבר 2012 (בהנחה שהחברה תצליח בתוכניות לפריסת התשלומים למ"ה) וכ-40 מיליוני ₪ נוספים עד לנובמבר 2013 (כ-10 מיליון בשנת 2012, בהתחשב באופציה ומחילת חוב הבעלים), אשר להערכת החברה ינבעו בעיקר ממימוש נכסים. בשל הסתמכות החברה על מקורות חיצוניים לתזרים הפרמננטי והרגישות הגבוהה למצב הרלוונטי, בקשר למימוש באזורים בהם ממוקמים הנכסים, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה אינה טובה ביחס ללוח הסילוקין.

יצוין כי לחברה גמישות פיננסית נמוכה, הן בשל העדר נכסים לא משועבדים (מלבד מספר קרקעות אשר ממוקמות באזורים במזרח אירופה אשר טרם התאוששו מהמשבר הפיננסי) והן בשל ההרעה ב-LTV של הנכס בלימסול (כיום כ-57%), בנוסף למצב המערכת הבנקאית במדינה אשר מקשה גם כן על האפשרות לבצע מימון מחדש. יש לציין, כי הנכס בלימסול מייצג ערך שיווי לפני מס, בהתאם להערכות שמאי עדכנית, של כ-110 מיליון ₪ לפי חלק חברה.



**המשך קיטון בהיקף ופיזור מצבת הנכסים בשל מימוש נכסים; לאור תוכניות מימושים צפי להמשך המגמה**

נכון למועד דוח דירוג זה ובהתאם להסכמי שכירות חתומים, מצבת הנכסים המניבים של החברה ייצרה ברבעון הראשון של 2012 וסא של כ- 8 מיליון ש"ח. 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 סולו בחברה. כאמור, בכוונת החברה למצות את הערך הגלום בנכסים הנ"ל, בין אם באמצעות מימושים ו/או מימון מחדש בשנים הקרובות. עם זאת, יתכן כי בתרחיש לפיו על החברה למכור את הנכסים במימוש מהיר (בהתאם למחירי המימוש של הנכסים שנמכרו בשנים האחרונות), השווי העודף יקטן ביחס לשווי הרשום בספרים.

כמו כן, בבעלות החברה מספר קרקעות ברומניה, פולין, גרוזיה וסלובקיה אשר עליהן ניתן לפתח מספר נכסים בתחום המגורים, המסחר והמשרדים. מתוכם, מימשה החברה כ- 11% מהזכויות בנכס בסופיה, בולגריה, תמורת כ- 15 מיליון ש"ח בשנת 2011, ובכוונתה לפעול למימוש היתרה בשנה הקרובה.

**ב.ס.ר אירופה – נתונים פיננסיים עיקריים דחו מאוחד אלפי ₪**

אלפי ₪	31.12.2009	*31.12.2010	31.03.2011	31.12.2011	31.03.2012
סך הכנסות	20,444	12,594	11,729	47,724	11,950
רווח (הפסד) גולמי	4,965	6,691	4,734	18,266	6,320
רווח גולמי %	24%	53%	40%	38%	53%
EBITDA	-10,096	-8,972	3,844	19,152	7,185
הפסד בגין שערור/מחיקת מלאי	11,432	-38,620	-3,383	-109,432	-52,692
רווח (הפסד) נקי *	-48,569	23,046	-9,193	-157,350	-46,701
חוב פיננסי	281,325	524,170	535,496	478,011	481,031
יתרות נזילות	111,272	69,593	65,031	19,911	14,142
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>170,053</b>	<b>454,577</b>	<b>470,465</b>	<b>458,100</b>	<b>466,889</b>
Cap	492,559	815,281	839,157	635,269	577,620
נטו Cap	381,287	745,688	774,126	615,358	563,478
הון עצמי וזכויות מיעוט **	179,885	240,815	251,552	88,380	42,704
סך מאזן	502,368	897,641	929,050	729,338	671,406
FFO (תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)	-15,000	-34,827	-3,681	-32,624	426
הון לסך מאזן	36%	27%	27%	12%	6%
חוב ל-CAP	53%	64%	64%	75%	83%
חוב נטו / קאפ נטו	45%	61%	61%	74%	83%
חוב פיננסי / FFO	שילילי	שילילי	שילילי	שילילי	282
חוב פיננסי / EBITDA	שילילי	שילילי	35	25	17

\*הרווח הנקי, העלייה בהיקף המאזן, הון, CAP וכדומה בשנת 2010 נבעו בעיקר מאיחוד לראשונה של קניון לימסול בעקבות עלייה לכ-53%

אחזקה בנכס

**אופק הדירוג**

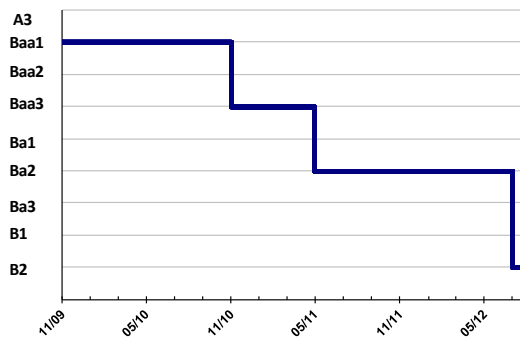
**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- שיפור משמעותי בנזילות החברה וקיטון משמעותי בחוב הפיננסי כתוצאה ממכירת 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

### היסטוריית דירוג



### פרופיל החברה

ב.ס.ר. אירופה עוסקת משנת 1999, באמצעות חברות בנות או קשורות, בפעילות השכרה, ניהול והשבחה 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)

תאריך דוח קודם: יולי 2011

תאריך דוח: 19 ביולי 2012



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 בצידוד, 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**

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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: *CRBSR100712000M*

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

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכושה 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 במישורין רק לסיכוני 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 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 (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.