

Nanette Real Estate Group N.V.

פעולת דירוג | אוקטובר 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



Nanette Real Estate Group N.V.

דירוג סדרות ב', ג'	דירוג: Baa1	אופק הדירוג: יציב
--------------------	-------------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח ב' ו- ג' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת Nanette Real Estate Group N.V. (להלן: "נאנט" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 60 מיליון ₪ ע.ג. תשלום קרן האג"ח יחל משנת 2012 ופרש על פני 5-6 תשלומים שנתיים. תמורת הנפקת הסדרה החדשה תשמש לצורך פעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 31.10.2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

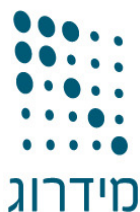
להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג האג"ח 30.6.10 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת האג"ח בספרים 30.6.10 (אלפי ₪)	שנות פירעון האג"ח
אג"ח ב'	1111202	06/2007	173,984	4.85%	מדד	193,437	2012-2015
אג"ח ג'	1111210	06/2008	91,825	8%	מדד	96,305	2011-2014

* אג"ח ב' ו- ג' מוצגים בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 40 מיליון ₪ וכ- 38 מיליון ₪, בהתאמה, אשר נמחקו מהמחזור

הדירוג נסמך, בין היתר, על מאפייני פעילות הליבה של החברה בפולין (אשר הפגינה יציבות פיננסית ביחס למדינות מזרח אירופה בשנים האחרונות), באמצעות חברת ROBYG (שיעור החזקה אפקטיבי ערב ההנפקה של כ- 50%) אשר הינה בעלת היקף פעילות משמעותי ומציגה שיעורי מכירות גבוהים, העומדים על קצב של כ- 600 יח"ד בשנה, הנתמכים בשיעורי רווחיות גולמית טובה, הן לפרויקטים בביצוע והן לפרויקטים שהסתיימו; צפי לגבי המשך התפתחות פעילות החברה בפולין מצביע על יצור רווחים גולמיים משמעותיים בשנים הבאות (בייחוד החל משנת 2012); החברה השלימה את הנפקת חברת ROBYG בבורסה בפולין, אשר צפויה לחזק את גמישותה הפיננסית של נאנט ורמת נזילותה של חברת ROBYG; יחסי איתנות טובים ביחס לרמת דירוגה של החברה; צבר קרקעות לא משועבדות, התורם לגמישותה הפיננסית הסבירה ביחס ללוח הסילוקין; עלייה בטווח הארוך של היקף פעילות בשל צבר עתידי ניכר של עתודת קרקעות; יציבות לאורך שנים בפעילות החברה בהונגריה;

מנגד, דירוג החברה מגלם את האטת הפיתוח של הפרויקטים בזמן המשבר הפיננסי בשנים 2008-2009, אשר הובילה לאי יצירת תזרים פרמננטי (FFO) משמעותי לצורך שירות החוב בשנים אלו; לאור הוצאת הנהלה וכלליות והוצאות מימון גבוהות יחסית. לחברה קיימת חשיפה מסוימת למצבה של חברת האם (32.5%) אולימפיה החזקות נדל"ן, יחד עם זאת, להערכת מידרוג, שיעור ההחזקות של אולימפיה, כמו גם החזקות בחברה על ידי חברות נוספות, כגון משולם לוינשטיין, מהווה גורם ממתן לרמת חשיפה זו; לחברה קיימת חשיפה לשוק הנדל"ן ברומניה, קרואטיה ואוקראינה, אולם היקף השקעתה במדינות אלו הינו נמוך יחסית לסך השקעותיה, ומסתכם לכ- 30 מיליון אירו.



שינוי האופק משלילי ליציב משקף את ההתקדמות של החברה בפיתוח הפרויקטים וכניסתם הצפויה של שלבים משמעותיים נוספים לפיתוח בשנה הקרובה, רמת נזילותה של החברה וצפי תזרים המזומנים מפעילותה השוטפת; החברה ביצעה בהצלחה מיחזור של מספר הלוואות בנקאיות, שמועד פירעון המקורי היה עד לסוף שנת 2010; שיפור במצב שוק המגורים בפולין ומיצובה של החברה כאחת מהחברות המובילות בשוק זה.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

פעילות החברה בפולין, באמצעות חברת הבת (המוחזקת ערב ההנפקה בשיעור אפקטיבי של כ-50%) ROBYG, הינה בעלת היקף פעילות ורווחיות משמעותיים אשר צפויים לגדול בטווח הבינוני-ארוך, באופן שיתרמו מהותית לשירות חובה הפיננסי של החברה; החברה סיימה במהלך שבוע שעבר את הנפקת ההון של ROBYG בבורסה בוורשה, דבר אשר יתרום לגמישות הפיננסית של החברה

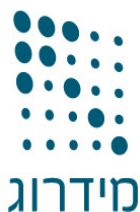
עיקר פעילות החברה בפולין מתבצע תחת חברת ROBYG S.A (להלן: "ROBYG"), אשר מוחזקת בשליטה משותפת על ידי החברה וקרן LEBRP (שהינה קרן פרייווט אוקוויטי בינלאומית) בשיעור אפקטיבי של כ-50% כל אחת (ערב ההנפקה). ביום 01.10.2010 הנפיקה ROBYG אג"ח בסך של 60 מיליון זלוטי, בריבית שנתית של 8.9% אשר הובטח בשעבוד נכסי מקרקעין של אחת מחברות הבנות של ROBYG. כאמור חלק מתמורת הגיוס שימשו למיחזור חוב בנקאי והיתרה תשמש לפיתוח ומימון פרויקטים ב-ROBYG. כמו כן, בהתאם להודעת החברה מיום 26 באוקטובר 2010, החברה השלימה את הנפקת מניות ROBYG בבורסה בוורשה. בעקבות ההנפקה, בסיס ההון ב-ROBYG צפוי להתחזק (וגם בנאנט, המאחדת את ROBYG ערב ההנפקה בשיעור של כ-50%) ויספק ל-ROBYG נזילות מספקת להמשך פיתוח הפרויקטים בתכנון ובמקביל- תאפשר לחברה למשוך את התזרים מהפרויקטים בביצוע והפרויקטים שהסתיימו (ראה להלן). ההנפקה לציבור אף תספק לנאנט החזקה לא משועבדת בחברה נסחרת (בשווי של כ-55 מיליון אירו) אשר יכולה להיות מקור גמישות פיננסית נוסף לנאנט. על אף היתרונות הגלומים בהנפקת חברת ROBYG, קיימים חסרונות, המתבטאים בממשל תאגידי, המאפיין חברות ציבוריות בכל הקשור בגמישות בעלי המניות בחלוקת דיבידנדים וכן בחשש מהעלאת רמת המינוף של חברת ROBYG באמצעות הנפקות אג"ח נוספות.

3

להלן מידע על הפרויקטים בביצוע באמצעות חברת הבת ROBYG בפולין, באלפי אירו:

שם הפרויקט	מיקום	חלק החברה בפרויקט	שלב	מס' יח"ד בפרויקט	מס' יח"ד שנמכרו		שיעור מכירות ליום	שיעור השקעה בנטרול קרקע
					30.08.10	30.06.10	30.08.10	30.06.10
פולין								
Wilanow_ II	וורשה	42.5%	שלב 2 *	152	117	111	77%	70%
				161	83	57	52%	13%
Wilanow_ I	וורשה	50.0%	8, 10	218	25	-	11%	15%
Zoliborz I-VII	וורשה	37.5%	שלב 2	226	30	20	13%	26%
Gdansk I-VIII	גדנסק	50.0%	שלב 1	21	7	7	33%	47%
Szadolki	גדנסק	50.0%	שלב 1	103	42	32	41%	58%
סה"כ פולין	-	-	-	881	304	227	35%	33%

* האכלוס צפוי להסתיים ברבעון 4 2010 ** השלב נכנס לביצוע בשבועות האחרונים *** חלק החברה כ- 389 יח"ד



נכון למועד דוח דירוג זה, ROBYG נמצאת בהליכי ביצוע שונים ב- 6 שלבים ב-5 פרויקטים שונים (מדובר בשלבים ספציפיים מתוך פרויקטים רחבים יותר), אשר מרביתם אמורים להסתיים במהלך השנים 2010-2011. והינם בעלי שיעור רווחיות גולמית שצפויים להמשיך לבלוט לטובה, בין היתר, בשל עלויות הקרקע הנמוכות אותן רכשה החברה, הנתות סביב ה- 10%-15% מסך העלות הצפויה לפרויקט במוצא. עלויות הקרקע הנמוכות יחסית מאפשרות לחברה להציג לאורך זמן רווחיות גולמית טובה אשר צפויה להיותר ברמות דומות גם בעתיד. בהתבסס על קצב המכירות (אשר עומד כיום על כ- 600 יח"ד בשנה לכלל חברת ROBYG) ומחירי המכירה הממוצעים ביח"ד שנמכרו, ל-ROBYG צפוי היקף תזרים מזומנים משמעותי בגין פרויקטים אלה. מקור נוסף לתזרים מחברת ROBYG נובע ממכירת מלאי הדירות הגמורות (אשר עומד על 117 דירות ליום 30.06.10 - 9 מתוכן נמכרו עד לסוף אוגוסט 2010). רמת הנזילות הצפויה של חברת ROBYG אמורה לשרת את נאנט באמצעות דיבידנדים והחזר הלוואות בעלים (לחברה יתרת הלוואות בעלים כולל ריביות לחברות הבת בקבוצת ROBYG העומד נכון ליום 30.06.10, על כ- 31 מיליון אירו) ולתרום לשירות חובה הפיננסי באופן מהותי.

צפי לגידול בהיקף הפעילות ב-ROBYG בשנים הקרובות בשל כניסתם של הפרויקטים בתכנון לביצוע ובהתאם למלאי הקרקעות למגורים הניכר של החברה

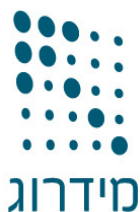
בנוסף לפרויקטים שבביצוע, לחברה מלאי קרקעות משמעותי לבניית כ- 5,400 יח"ד בפולין (4,900 יח"ד באמצעות ROBYG). מתוכן, ROBYG צופה להתחיל בבנייה ושיווק של כ- 1,000 יח"ד בשנה הקרובה (נתונים אלו כוללים את חלק השותפים). צבר הקרקעות של החברה צפוי לאפשר את המשך הגידול בהיקף הפעילות ולשמש כמקור העיקרי לשירות החוב בשנים הבאות.

4

רווחיות וקצב מכירות סבירים לפעילות החברה בהונגריה; צפי להמשך פיתוח מתון במדינה

בנוסף לפעילות בפולין, לחברה פעילות בהונגריה אשר צפויה לתרום לשירות חובה הפיננסי, הן בשל פרויקטים בביצוע של כ- 145 יח"ד (חלק חברה) הצפויים לעמוד על שיעור רווח גולמי של כ-18% - הרווח הגולמי הממוצע של הקבוצה בהונגריה והן בשל מלאי דירות גמורות של 32 דירות נכון ליום 30.9.2010 בפרויקטים שהסתיימו לא כולל שטחי מסחר, מקומות חנייה ומחסנים. החברה מתכוונת להמשיך את פיתוח פעילותה בהונגריה בצורה מתונה, הן בהתייחס לצבר הקרקעות העתידיות לבניית למעלה מ-1600 יח"ד (חלק החברה כ- 1,300 יח"ד) והן ל-2 פרויקטים משמעותיים, הכוללים כ-225,000 מ"ר המסווגים כנדל"ן להשקעה (חלק חברה), בהתאם להתפתחות הביקושים והמצב הכלכלי במדינה.

בנוסף לאחזקות החברה במקרקעין בפולין והונגריה, בבעלות החברה צבר קרקעות לבניית כ- 2,300 יח"ד ברומניה וקואטיה וכן אחזקה של 30% בחברת פרויקט אוקראינית, המחזיקה בקרקע של 118,000 מ"ר המסווגת כנדל"ן להשקעה. על פי ספרי החברה, ההשקעה של החברה בפעילויות אלו עומדת על כ- 30 מיליון אירו. להערכת מידרוג, בהתחשב בהתאוששות האיטית של כלכלות אלו מהמשבר הפיננסי משנת 2008, החברה לא צפויה להפיק תזרים משמעותי לשירות חובה הפיננסי מנכסים אלו בטווח הקצר-בינוני.



צרכים תזרימיים של אחת מבעלות השליטה בחברה - אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ (32.4%), עלולים ליצור לחץ מסוים על החברה. מנגד, מיתון הלחץ האמור בהתחשב בהשפעתן של בעלות השליטה הנוספות בחברה

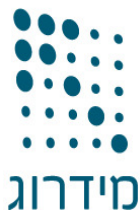
חברת אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ (להלן: "אולימפיה"), המחזיקה כ־ 32.4% ממניות החברה, עומדת בפני מספר אתגרים משמעותיים, המתבטאים בצורך בהפקת תזרים מזומנים כנגד לוח הסילוקין אותו היא נדרשת לשרת. על אף הלחץ התזרימי על החברה שנובע מקשייה של אולימפיה, לחץ זה הינו מוגבל, בין היתר, בשל היותה של אולימפיה רק אחת מבעלות השליטה בחברה, בנוסף לחברת משולם לוינסטין (21%) (וכן שני בעלי מניות עיקרים אחרים המחזיקים ביחד בשיעור של כ- 32% נוספים). יצוין, כי מניות חברת נאנט, המוחזקות על ידי אולימפיה, משועבדות במלואן לטובת בנק לאומי והידרדרות נוספת במצבה של אולימפיה עלול להשפיע על האסטרטגיה ומבנה הבעלות העתידי של החברה.

התפתחות התוצאות הכספיות

Nanette Real Estate Group N.V - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.10 (אלפי אירו) :

נתונים פיננסיים אלפי אירו	פרופורמה גיוס	30.06.2010	** 31.12.2009	30.6.2009	31.12.2008
הכנסות ממכירת דירות		22,073	21,530	2,091	26,529
עלות הדירות שנמכרו		15,769	19,757	1,764	20,921
רווח גולמי		6,304	1,773	327	5,608
% רווח גולמי		28.6%	8.2%	15.6%	21.1%
EBITDA בנטרול שערך נדל"ן		2,389	-5,821	-2,197	-703
הוצאות מימון, נטו		8,173	-733	1,123	2,413
רווח (הפסד) לשנה		-6,559	-10,473	-5,410	5,622
חוב פיננסי		128,823	142,818	88,926	108,135
חוב פיננסי מתואם	123,179	102,302	106,794	67,148	95,338
נדילות	10,340	13,740	13,906	8,960	22,056
חוב פיננסי מתואם נטו ***	112,839	88,562	92,888	58,188	73,282
CAP	212,580	195,103	215,174	162,406	188,134
NET CAP	202,240	181,363	201,268	153,446	166,078
הון עצמי זכויות מיעוט	59,353	62,753	69,173	72,942	79,903
סך מאזן	232,653	215,176	240,075	183,595	206,402
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	232,653	207,998	228,911	173,404	196,918
חוב פיננסי מתואם / CAP	58%	52%	50%	41%	51%
חוב פיננסי מתואם נטו / NET CAP	56%	49%	46%	38%	44%
הון עצמי / מאזן	26%	29%	29%	40%	39%
הון עצמי / סך מאזן בניכוי מקדמות	26%	30%	30%	42%	41%
FFO		326	-6,994	-4,451	-1,809
CFO		6,680	-	-2,112	-33,785
חוב פיננסי נטו / FFO		136	שלילי	שלילי	שלילי
חוב פיננסי נטו / EBITDA בנטרול שערך		19	שלילי	שלילי	שלילי
בנטרול שערך / הוצאות מימון, נטו EBITDA		0.3	7.9	שלילי	שלילי

* עמודת הפרופורמה חושבה על בסיס גיוס אג"ח של כ־ 60 מיליון ₪. לצורך חישוב יתרת הנדילות בעמודת הפרופורמה, לא נלקחו בחשבון עודפי נדילות מההנפקה עצמה, וכן רווחים שהחברה צופה. כמו כן, עמודת הפרופורמה לוקחת בחשבון את הנפקת האג"ח של כ־ 60 מיליון זלוטי בחברת ROBYG (ראה לעיל) וחלוקת דיבידנד, שהוכרזה לאחר תאריך המאזן, בגובה של כ־ 3.4 מיליון אירו, ללא גיוס ההון הצפוי ב-ROBYG ** ניתן לייחס חלק ניכר מהגידול בחוב הפיננסי, ה-CAP, סך



המאזן וסעיפים נוספים החל מיום 31.12.2009, לכך שהחברה מציגה את תוצאות ROBYG לפי איחוד יחסי (50%), לאחר חתימה על הסכם לשליטה משותפת. *** ההפרש בין חוב פיננסי לחוב פיננסי מתואם נובע מהלוואות שותפים, שהינן בעלות מאפייני הון עצמי

יחסי איתנות טובים ביחס לדירוג החברה; שחיקה ביחסי האיתנות בשנים האחרונות בשל רווחיות נמוכה וחלוקת דיבידנד

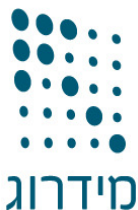
בשנים האחרונות, במהלך המשבר הפיננסי בשנים 2007-2008, יחסי האיתנות של החברה נשחקו כתוצאה מגידול בחובה הפיננסי ומהפסדים מצטברים של כ- 17 מיליון אירו, משנת 2009 עד ליום 30.06.2010. הפסדי החברה משקפים את חשיפתה לשווקים אשר סבלו מהמשבר הפיננסי העולמי ואת הקפאת פיתוח הפרויקטים על ידי החברה, תוך קיטון בהיקף מסירת דירות בתקופה זו. כמו כן, הרווחיות הנמוכה בשנים אלו נבעה, בין היתר, מהוצאות הנהלה וכלליות ומימון גבוהות ביחס לרווח הגולמי. בנוסף, החברה חילקה דיבידנד ערב העמקת המשבר ולאחרונה (חודש אוגוסט 2010) חילקה דיבידנד של 3.4 מיליון אירו. להערכת מידרוג, החברה צפויה להמשיך ולחלק דיבידנדים בהיקף דומה לחלוקה האחרונה. למרות השחיקה האמורה, יחסי האיתנות של החברה הינם טובים ביחס לרמת דירוגה. במידה ותחזית החברה לגבי הרווחיות בעתיד לא תתממש, כך שיחסי האיתנות ישחקו באופן משמעותי, תבחן מידרוג את השלכת האמור על דירוגה של החברה.

בשל אי השלמת חלק ניכר מהפרויקטים בביצוע בשנים האחרונות, החברה הפיקה FFO שלילי בשנים 2008-2009; לא משמעותי במחצית הראשונה של שנת 2010, אשר אינו תורם באופן מהותי לשירות החוב; צפי לשיפור בתזרים הפרמננטי של החברה בטווח הבינוני-ארוך

לחברה FFO שלילי מצטבר מאז תחילת שנת 2008 ועד ליום 30.06.2010 בגובה של כ- 8.5 מיליון אירו. ה- FFO השלילי נובע מהקיפאון ששרר בשווקים המרכזיים של החברה (פולין והונגריה) ובהתאם - הקטנת היקף הפעילות של החברה, אשר הובילה לכך שפרויקטים מרכזיים של החברה בתחום הייזום בהונגריה ובפולין טרם הסתיימו וההכנסות בגינם עדיין לא הוכרו. יצוין כי לחברה תזרים מזומנים חיובי, בהיקף של כ- 6.7 מיליון אירו, מפעילות שוטפת (CFO) במחצית הראשונה של שנת 2010, הנובע, בין היתר, מירידת מלאי הדירות והקרקעות בכ- 11 מיליון אירו. כפי שצוין, במהלך שנת 2010 קיימת התעוררות משמעותית בשוק בפולין ותזרים זה משקף את הגידול בפעילות החברה אשר טרם בא לידי ביטוי בדוח רווח והפסד 2010 בצורה מלאה. אף על פי כן, אי יכולתה של החברה לייצר FFO (כמו גם EBITDA) משמעותי נובעת בחלקה מרמת הוצאות תפעוליות גבוהה ביחס להיקף ההכרה בהכנסות מפעילותה. בהתאם לגידול בהיקף פעילות החברה, קצב המכירות הנוכחי והרווחיות הגולמית של הפרויקטים, בטווח הבינוני-ארוך החברה צפויה לעבור לתזרים פרמננטי חיובי משמעותי אשר יתרום לשירות החוב.

נזילות וגמישות פיננסית בינונית ביחס ללוח הסילוקין של החברה הכוללת קרקעות לא משועבדות

נכון ליום 30.06.2010, לקבוצה יתרת נזילות של כ- 14 מיליון אירו (בנטרול מזומנים מוגבלים), ברמת הסולו למעלה מ- 10 מיליון אירו. בין ה- 30.06.2010 למועד דוח דירוג זה, הקבוצה הגיעה להסכמות עם הבנקים המלווים, למיחזור כל החובות הבנקאיים שמועד פירעונם היה בשנת 2010. כמו כן, החברה מעריכה כי גם בשנים הבאות היא תמחזר את עיקר החוב העומד בגין קרקעות, מסגרות אשראי שוטפות וכן שהלוואות בגין ליווי בניה בפרויקטים יפרעו, בהתאם לקצב קבלת מקדמות מרוכשים. לפיכך, לוח הסילוקין בפועל (ללא הלוואות שותפים) צפוי לכלול בעיקר את פירעון קרן האג"ח ויעמוד על כ- 5.1 מיליון אירו בשנת 2010 וכ- 15.4 מיליון אירו בשנת 2011.



מידרוג

החברה מתכוונת לשרת את ההתחייבויות האמורות, בין היתר, מיתרת הנזילות של החברה ומפעילותה השוטפת אשר כאמור, צפויה לייצר רווח גולמי משמעותי בשנים הבאות, כמו כן לקבוצה אפשרות לנסות ולגייס אג"ח נוסף בחברת הבת ROBYG. הגמישות הפיננסית של החברה הינה בינונית ומתבטאת בערכם בספרים של הנכסים הלא משועבדים, בסך של כ- 54 מיליון אירו ליום 30.06.2010 (39 מיליון אירו בנטרול קרקעות באוקראינה ורומניה). יש לציין, כי חלק מהקרקעות הנ"ל צפויות לשמש לבנייה עתידית של פרויקטים ולפיכך - יתכן שישועבדו במסגרת הלוואות ליווי. כמו כן, היכולת לנצל את הקרקעות הנ"ל לצורך הפקת נזילות תלוי באקלים הפיננסי ובהעדר מחנק אשראי במדינות בהן ממוקמות הקרקעות. יצוין כי הנפקת מניות ROBYG כאמור צפויה להביא לשיפור בגמישות הפיננסית של החברה.

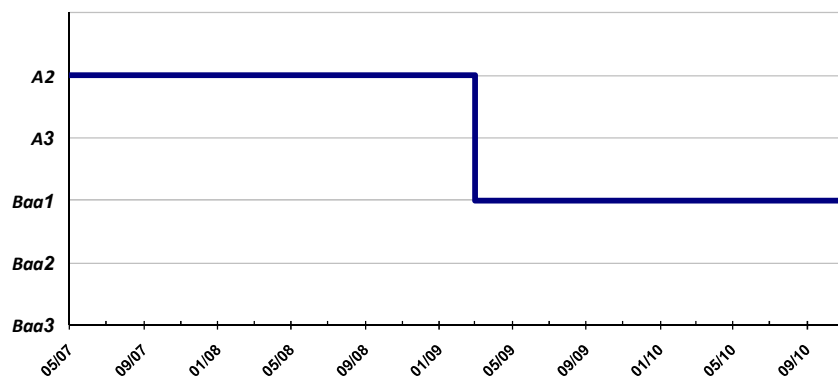
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בתזרים הפרמננטי (FFO) שיופק על ידי החברה באופן יציב לאורך זמן
- שיפור המצב הכלכלי במדינות פעילות החברות אשר יתאם את השיפור בפעילות החברה
- שיפור משמעותי במצבה של חברת האם - אולימפיה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות הרווחים והתזרימים אותם הציגה החברה לצורך שירות חובותיה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה, כך שיתרת המזומנים בקופה תפחת מתחת ל- 8 מיליון אירו,
- היחלשות מתמשכת בקצבי המכירות של פרויקטים מרכזיים, שיש בה להעיד על מגמות פרמננטיות בביקושי השווקים
- ירידה משמעותית באיתנות הפיננסית של החברה



פרופיל החברה

נאנט הינה חברה רשומה בהולנד שהתאגדה בשנת 2000, ועוסקת באיתור, ייזום, ופיתוח של מקרקעין למגורים במזרח אירופה. מאז הקמתה ועד לתום שנת 2006 פעלה נאנט בוורשה ובבודפשט. במהלך שנת 2007 החלה לפעול גם ברומניה ובקראטיה וכן הרחיבה את פעילותה בפולין לערים נוספות. במהלך שנת 2008 נאנט אף נכנסה לפרויקט בקייב שבאוקראינה.

בעלת העניין המובילה בנאנט הינה אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ ("אולימפיה החזקות" כ-32.4%), הנשלטת על ידי אולימפיה בנייה השקעות ופיתוח (1994) בע"מ ("אולימפיה בנייה") - חברה פרטית, בשליטת מר אוסקר כצנלסון, מר אלכס גור ומר יוסי בר, והחל מאוגוסט 2007 הצטרפה לקבוצת השליטה גם קבוצת ברונפמן פישר.

בעלת עניין נוספת בחברה הינה חברת משולם לוינשטיין (המחזיקה בכ- 21%), חברה ציבורית הנשלטת ע"י שאול לוטן, מנכ"ל החברה.

בחודש מרץ 2007 חתמה החברה על הסכם השקעה עם קרן LEBRP, לפיו הוקצו לקרן ליהמן מניות, המהוות 15% מהון המניות של החברה, בתמורה לסך של כ-32.1 מיליון אירו. קרן LEBRP גם משקיעה ישירות בפרויקטים של החברה, וכיום היא שותפה (בשיעור אפקטיבי של 50% ערב ההנפקה) במרבית הפרויקטים בפולין, באמצעות חברת הבת ROBYG.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג 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 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.

דו"ח מספר: CRNA10101060M

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") 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. 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.