



Nanette Real Estate Group N.V.

מעקב | יולי 2013

1

מחבר:

ניר יוסף, אנליסט

niry@midroog.co.il

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

Nanette Real Estate Group N.V.

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: Ba2	דירוג סדרות ב', ג', ד'
--------------------	------------	------------------------

מידרוג מודיעה על הוצאת דירוג הסדרות של חברת Nanette Real Estate Group N.V (להלן: "נאנט" או "החברה") מבחינת דירוג (Credit Review) ובד בבד, מודיעה על הורדת דירוג מ- Ba1 לדירוג Ba2 תוך הותרת אופק הדירוג שלילי, לסדרות אג"ח ב', ג' ו-ד' שבמחזור של החברה.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח ליום 30.06.13 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ב'	1111202	יוני-07	4.85%	מודד	67,815	2013-2015
אג"ח ג'	1111210	יוני-08	8.00%	מודד	11,240	2013-2014
אג"ח ד'	1122068	ינו-11	8.19%	מודד	58,397	2013-2017
סה"כ						137,451

הורדת הדירוג מתבססת, בין היתר, על המשך השחיקה ביתרות הנזילות ביחס לחלויות האג"ח ולהתחייבויותיה האחרות; הדירוג משקף גם את הערכת מידרוג לאיכות וריכוזיות מקורות החברה הנותרים לשירות החוב. מקורות אלו כוללים, בין היתר, דיבידנדים ומימוש מניות בגין החזקות החברה בחברת Robyg S.A (להלן - "רוביג"), הלוואות בעלים הוניות שנתנה החברה לרוביג, פרויקטים למגורים בהונגריה וקרקעות בהונגריה ורומניה, כלכלות אשר עדיין סובלות מהשלכות המשבר הפיננסי משנת 2008 וממשבר החוב בגוש האירו; דירוג החברה משקף את הערכת מידרוג כי בטווח הקצר מקורות החברה צפויים להספיק לצורך שירות חוב האג"ח, אך מנגד, גם את החשיפה לפעילות הייצמית בפולין והונגריה היוצרת אתגרים משמעותיים לשירות החוב במועד הנדרש ובייחוד בשנת 2015. בנוסף, לאור הצטמצמות המקורות, חלה עלייה ברגישות החברה למחיר מניית רוביג ולשער החליפין של הזלוטי אל מול השקל; לצד האתגרים התזרימיים, דירוג החברה משקף גם את הצלחת החברה להפיק תזרים משמעותי, בהתאם לתחזיות שהוצגו למידרוג, ממימוש קרקעות ברומניה והונגריה, ממכירת דירות בהונגריה, מדיבידנדים והחזר הלוואות בעלים הוניות ומימוש מניות רוביג. כמו כן, המגמות החיוביות בחברת רוביג לרבות, היקף מכירת יח"ד ברווחיות משמעותית ומחזור משמעותי של חובות אג"ח ובנקים מעלה את רמת הנראות לתזרים עתידי מרוביג וכן תרם לעליית מחיר המנייה בחודשים האחרונים. מידרוג מציינת לחיוב את הצלחתה של הנהלת החברה בשינוי שטר הנאמנות של אג"ח ד' באופן אשר העלה משמעותית את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי האג"ח בשל ביטול ההתחייבות לשמור על יתרת נזילות של לפחות 7 מיליון אירו.

הצבת האופק השלילי נובעת מהאתגרים של החברה להוציא לפועל מהלכים לצורך שירות חוב האג"ח. ככל שתחול הרעה ביכולת החברה לשרת את החוב תתכן הורדת דירוג נוספת.

מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת סבירה לעמוד בתשלומי האג"ח בטווח הקצר, יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי חלק ממקורות החברה מאופיינים ברמת אי ודאות גבוהה יחסית באופן המשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון

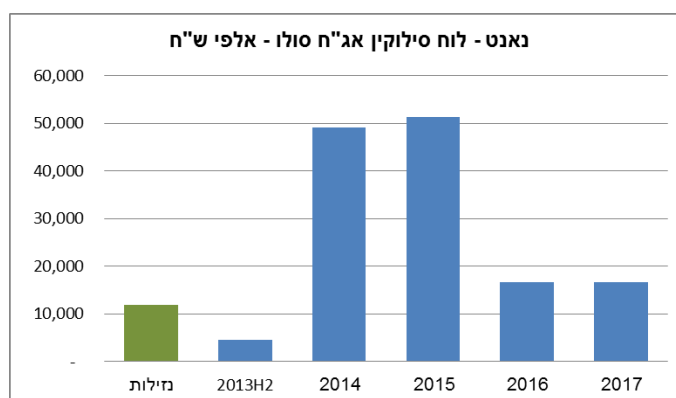
נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה יתרת נזילות ברמת הסולו בהיקף של כ- 2.5 מיליון אירו בלבד (לא כולל 1.2 מיליון אירו שהופקד לבעלי איגרות חוב סדרה ד', וכן לפני קבלת התמורה ממכירת הקרקע בהונגריה בסך של כ- 700 אלפי אירו). יתרה זו הינה לאחר שהחברה שילמה ביוני קרן וריבית אג"ח בהיקף של כ- 10.5 מיליון אירו, כך שתשלומי האג"ח (קרן וריבית) שנותרו לה ל- 2013 עומדים על כ- 2 מיליון אירו בלבד. לאחר תשלומי הקרן האמורים, יתרת האג"ח, בנטרול רכישות עצמיות, עומדת על כ- 29 מיליון אירו (כ- 137 מיליון ₪). תוכניות החברה לשירות חוב האג"ח כוללות, בין היתר, את יתרות הנזילות שברשותה, תזרימים ממכירת דירות למגורים בהונגריה (אשר מתקבלים ברובם עם מסירת הדירות לרוכשים), מימוש קרקעות בהונגריה, החזר הלוואות בעלים הוניות שניתנו לרוביג, דיבידנדים מרוביג ומימוש מניות רוביג. יצוין כי לאחרונה פעלה החברה לשינוי תנאי בשטר הנאמנות של סדרה ד', לפיו התחייבה החברה לשמור על יתרות נזילות בהיקף מינימאלי של כ- 7 מיליון אירו. בעקבות השינוי ויתרו מחזיקי סדרה ד' על התחייבות זו, אך מנגד החברה הפקידה כ- 1.2 מיליון אירו לטובת מחזיקי סדרה ד'. בהתאם למקורות התזרים של החברה מידרוג מעריכה כי החברה הייתה מתקשה לשמור על יתרת מזומנים מינימאלית בהיקף של כ- 7 מיליון אירו, ועל כן רואה מידרוג את שינוי שטר הנאמנות כגורם חיובי בדירוג.

נכון למועד דוח זה, החברה בונה כ- 91 יח"ד בהונגריה, בשלב 4 של פרויקט "City Home", אשר החברה צופה כי יסתיים לקראת סוף שנת 2013 (מתוכן מכורות כ- 21 יח"ד). בסוף הרבעון השני לשנת 2013, סיימה החברה את פרויקט "Harmony" הכולל 144 יח"ד (מתוכן מכורות כ- 96 יח"ד). כמו כן, לחברה כ- 33 יח"ד זמינות למכירה בפרויקטים שהסתיימו. לאור הנטייה בשוק ההונגרי לרכוש דירות לקראת סיום הבנייה, לאור קצב המכירות הנוכחי (כ- 92 יח"ד נמכרו במחצית הראשונה של 2013 (מתוכן 38 במהלך הרבעון הראשון) וכ- 245 במהלך 2012 בעיקר בפרויקטים שבנייתם הסתיימה), מידרוג מעריכה את נראות התזרים ממכירת יח"ד בהונגריה בטווח הקצר כבינונית עד טובה. יצוין, כי שוק המגורים בהונגריה סובל מהאטה מתמשכת, ככל שתחול הרעה נוספת האמור עלול להשליך לשלילה על יכולת החברה להפיק תזרימים מפעילות זו.

במהלך שנת 2012 הציגה רוביג הכנסות שיא, זאת לאחר שמסרה כ- 986 יח"ד. מגמה זו נמשכה גם ברבעון הראשון של השנה. יצוין כי, מחיר המניה של רוביג עלה משמעותית (בכ- 20%) לאחר פרסום דוחות הרבעון הראשון. במהלך ששת החודשים הראשונים של שנת 2013 מכרה רוביג 705 דירות (מתוכן 303 במהלך הרבעון הראשון) קצב גבוה ביחס לשנים קודמות. יש לציין כי לרוביג מלאי יח"ד בהיקף של כ- 5,000-5,500 יח"ד, אך מאחר ומתוכו רק כ- 2,000 יח"ד הינן בורשה, ולאור תוכניותיה של רוביג להתמקד בורשה, צפויות השקעות נוספת ברכישת קרקעות. בנוסף, לרוביג פרופיל פיננסי טוב, כפי שבא לידי ביטוי באיתנותה הפיננסית (הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות בהיקף של כ- 50%) וביחסי הכיסוי (יחס חוב פיננסי נטו ל-FFO של כ- 7 שנים ליום 31.12.2012 ו-9 שנים לרבעון הראשון של שנת 2013). מידרוג מעריכה כי למרות צורכי ההשקעה של רוביג, היקף וקצב המכירות של רוביג, השיפור בנזילות רוביג בזכות, בין היתר, הנפקות אג"ח ומחזור חוב בנקאי וזאת לצד איתנותה הפיננסית, יאפשרו לה לעמוד בתוכניות החברה לחלוקת דיבידנד והחזר הלוואות בעלים בהסתברות גבוהה יחסית.



לחברה גמישות פיננסית מסוימת הנובעת מיכולתה לממש את מניות רוביג בשוק הפתוח. מידרוג מעריכה את הגמישות הפיננסית של החברה כנמוכה, זאת לאור העובדה כי מחירן של מניות מאופיין בתנודתיות גבוהה יחסית, וכן לאור העובדה כי מתוך החזקות החברה ברוביג (כ-30%), כ-19.5% משועבדות לטובת אג"ח ד' וכ-7.3% נוספות משועבדות לטובת אופציית רכש שניתנה לשותף ברוביג (הפוקעת בתחילת 2015), באופן אשר מותיר רק כ-4.2% מניות רוביג זמינות למכירה (אשר שווין נאמד בכ-4 מיליון אירו).



התפתחות התוצאות הכספיות

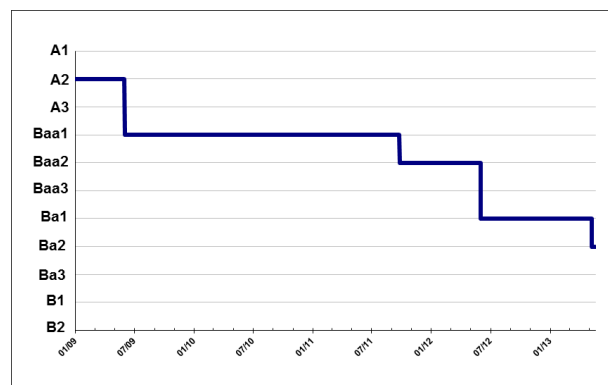
Nanette Real Estate Group N.V. - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי אירו):

31.12.2010	31.12.2011	31.03.2012	31.12.2012	31.03.2013	נתונים פיננסיים מאוחדים אלפי אירו
3,215	4,660	3,541	9,238	2,162	הכנסות ממכירת דירות
2,054	4,423	3,670	9,238	2,132	עלות הדירות שנמכרו
1,161	237	-129	-	30	רווח גולמי
36.1%	5.1%	-3.6%	0.0%	1.4%	% רווח גולמי
-4,533	-4,124	-1,087	-4,462	-695	EBITDA בנטרול הפחתת קרקעות
-593	-13,898	-929	-13,761	-10,072	ירידת ערך מלאי ושינוי בנדל"ן להשקעה
-1,282	-26,841	42	-18,214	-13,997	רווח (הפסד)
55,332	64,369	78,747	56,316	52,714	חוב פיננסי
12,268	20,715	19,129	10,317	16,388	נזילות
43,064	43,654	59,618	45,999	36,326	חוב פיננסי מתואם נטו
122,212	105,365	122,426	82,209	70,967	מותר CAP
109,944	84,650	103,297	71,892	54,579	מותר NET CAP
66,897	41,174	43,849	25,994	18,301	הון עצמי זכויות מיעוט
143,467	125,526	127,746	86,539	75,206	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
45%	61.1%	64.3%	68.5%	74.3%	חוב פיננסי מתואם / מותר CAP
39%	51.6%	57.7%	64.0%	66.6%	חוב פיננסי מתואם נטו / NET CAP
47%	32.8%	34.3%	30.0%	24.3%	הון עצמי / סך מאזן בניכוי מקדמות
-2,907	40	-1,113	-4,635	-565	FFO

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי של הנזילות ביחס ללוח הסילוקין
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:
- אי עמידה בתחזיות אותן הציגה החברה לצורך שירות חובותיה
- ירידות שווי נוספות בנכסי החברה לרבות ירידה בשווי אחזקות החברה ברוביג

היסטוריית דירוג



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. פעילות החברה בפולין מתבצעת באמצעות חברת Robyg SA, המוחזקת בשיעור של 30% ע"י נאנט. יצוין כי בעלת המניות הגדולה ביותר בחברה, חברת אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ, המחזיקה בכ- 31.1% מהון מניות החברה, מצויה בהליכי פירוק.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

[דירוג חוב בהינתן כשל פירעון - דוח מיוחד](#), נובמבר 2009.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: דוח מעקב יוני 2012, credit review מרץ 2013, עדכון ל- credit review מאי 2013

תאריך דוח: 10 ביולי 2013

מושגי יסוד

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 מאוד.
	<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.

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") 2013.

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 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.