

בסר אירופה בע"מ

| | |
|----|-------------|
| A3 | דירוג Issue |
|----|-------------|

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסכום של עד 50 מ' ₪ באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ח'. תמורת ההנפקה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה. אג"ח סדרה ח' צמודות מדד ונושאות ריבית נקובה בשיעור של 5.5%. הקרן תיפרע ב-5 תשלומים שווים בין השנים 2008-2012. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

מחבר:
אביטל איגנר
אנליסטית בכירה
a.igner@midroog.co.il

התפתחויות אחרונות¹

רכישה של קרקעות לבניה למגורים בהיקפים משמעותיים

במהלך התקופה הנסקרת האיצה החברה את היקף פעילותה באמצעות רכישת קרקעות לפרויקטים למגורים בהשקעה (חלק החברה) של כ-22 מ' יורו. קרקעות אלו ממוקמות בפולין (A2) בבולגריה (Baa3), רומניה (Ba1) וגרוזיה (לא מדורגת). הפרויקטים שנרכשו הינם בהיקף כולל של כ-4,800 יח"ד. היקף עלויות הביצוע בפרויקטים (100%) צפוי לעמוד על כ-439 מ' יורו. החברה הגדילה את אחזקותיה בשני פרויקטים בבעלותה: רכישת 14.2% נוספים מפרויקט מגורים בקרקוב בתמורה לכ-1.8 מ' יורו כך שחלק החברה כיום עומד על כ-69% וכן רכישת 60% בפרויקט Sunny gate בפראג בתמורה לכ-0.65 מ' יורו כך שחלק החברה כיום עומד על כ-80%. בנוסף, רכשה החברה 33.33% ממלון בוורשה בפולין אשר כולל גם שטחים מסחריים ושטח קרקע סמוך אשר ישמש לבניית מבנה נוסף. עלות ההשקעה של חלק החברה בנכס עמדה על כ-5 מ' יורו.

איש קשר:
אביטל בר דיון, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

רכישת פרויקטים של בניה למגורים

| פרויקטים למגורים | מיקום | החזקה שיעור | מספר יח"ד בתכנון | מועד רכישה | חלק החברה בעלות הרכישה במ' יורו | היקף פרויקט מוערך במ' יורו |
|--------------------|-----------------|-------------|------------------|------------|---------------------------------|----------------------------|
| Wilanow | וורשה, פולין | 70% | 2,100 | יוני-06 | 6.0 | 214 |
| Lagera | סופיה, בולגריה | 100% | 630 | מאי-06 | 5.0 | 27 |
| West Park | בוקרשט, רומניה | 50% | 1,000 | יולי-06 | 7.0 | 90 |
| Vake | טיבליסי, גרוזיה | 50% | 600 | מאי-06 | 2.0 | 48 |
| Rose Garden | טיבליסי, גרוזיה | 50% | 450 | מאי-06 | 1.9 | 60 |
| סה"כ מגורים | | | 4,780 | | 21.9 | 439 |

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 13.8.2006. 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

¹ ממועד ביצוע הדירוג בנובמבר 2005

מימוש נכסים מניבים בהתאם לכוונתה להגדלת משקל פעילותה בתחום הייזום והקטנת פעילות בתחום הנכסים המניבים

החברה מימשה מספר נכסים מניבים במהלך התקופה הנסקרת בהתאם לכוונתה להגדלת משקל פעילותה בתחום הייזום והקטנת פעילותה בתחום הנכסים המניבים. סה"כ מימשה החברה 5 נכסים מניבים בצ'כיה, רומניה, הונגריה ופולין בסכום של כ-33.6 מ' אירו. נכסים אלו תרמו לחברה רווח הון של כ-23.1 מ' ש.

נכסים שמומשו בתקופה הנסקרת

| נכס | מיקום | מועד מימוש | מחיר מכירה ב-100% במ' אירו | מחיר מכירה חלק החברה במ' אירו | רווח הון שנזקף בדוחות החברה במ' ש | רווח הון שנזקף בדוחות החברה במ' אירו |
|--------------------|-----------------|------------|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 4D Center | פראג, צ'כיה | דצמבר-05 | 24.8 | 12.4 | 19.4 | 3.6 |
| Duna Office Center | בודפשט, הונגריה | דצמבר-05 | 19.5 | 7.8 | - | - |
| Baneasa Center | בוקרשט, רומניה | דצמבר-05 | 18.0 | 9.0 | - | - |
| Besnet Centrum | פראג, צ'כיה | מרץ-06 | 13.6 | 3.4 | 2.8 | 0.5 |
| חלק מסחרי-Rynek | קרקוב, פולין | מרץ-06 | 2.0 | 1.0 | 0.9 | 0.2 |
| סה"כ | | | | 33.6 | 23.1 | 4.2 |

חתימת הסכם להשקעה עם קרן השקעות זרה

ביולי 2006 חתמה חברת בת הולנדית בבעלותה של החברה על הסכם מסגרת עם קרן השקעות זרה אשר על פיו נקבעו פרמטרים למימון (mezzanine) שתעמיד הקרן לפרוייקטים שתיזום חברת הבת במזרח אירופה. חברת הבת תהיה אחראית להיבטים הנוגעים לפיתוח וניהול הפרוייקטים המשותפים, והקרן תהיה מעורבת רק בהחלטות אסטרטגיות. הקרן הקצתה סכום של כ-50 מ' יורו לצורך העמדת מימון לפרוייקטים של חברת הבת תחת פרמטרים מהותיים הכלולים בהסכם וכוללים: הקרן תשקיע 80% מההון העצמי שידרש לפרוייקטים כהלוואת מזון. חברת הבת תהיה זכאית ל-50% מרווחי הפרוייקטים והקרן תהיה זכאית לריבית בשיעור של יורבור+4% כנגד ההלוואות שיועמדו לפרוייקטים ול-50% מהרווחים. כל פרויקט ינוהל בחברה יעודית שתיטול הלוואות non recourse בלבד. חברת הבת תהיה זכאית לדמי ניהול בגין ניהול הפרוייקטים בשיעור שלא יעלה על 2.75% מעלויות הפרוייקטים. ההלוואות שתעמיד הקרן למימון הפרוייקטים בצירוף הריבית בגין יפרעו לאחר פרעון ההלוואות ה-non recourse שיועמדו לפרוייקטים אך לפני החזר ההשקעה של חברת הבת בפרוייקטים ולפני חלוקת רווחי הפרוייקטים. דמי הניהול המתקבלים מן הפרוייקטים מכסים באופן חלקי עד מלא את השקעת ההון העצמי. ההשקעה יחד עם הקרן מגדילה את מספר הפרוייקטים בהם תוכל החברה לקחת חלק בסכום השקעה כולל נתון, באופן אשר מגדיל את הפיזור ופועל להקטנת הסיכון העסקי. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי ההשקעה עם הקרן פוגעת במעמדם של בעלי האג"ח במדרג סדר קדימויות הפירעון בפרוייקטים. הדירוג ניתן בהסתמך על כך שהחברה לא תשקיע ממקורותיה מעל 24 מ' ש בקשר להשקעות משותפות עם הקרן, ותוכל להגדיל את סכום ההשקעה באופן שלא יפגע ביכולת החזר האג"ח כפי שיבחן על ידי מידרוג.

חתימה על הסכם להשקעה עם EBRD

חברת בת הולנדית בבעלותה של החברה חתמה מכתב עקרונות עם European Bank for Reconstruction and Development (להלן "EBRD"), על פיו ישתפו הצדדים פעולה בביצוע השקעות ופיתוח נכסי נדל"ן ברומניה, רוסיה, סרביה, אוקראינה, קרואטיה, מונטנגרו, גרוזיה ומולדובה. EBRD הינו אחד מבנקי ההשקעות הגדולים ביותר באירופה העוסק במימון השקעות בנדל"ן במזרח אירופה.

על פי מכתב העקרונות, תשתית EBRD בסכום כולל של עד 35 מ' יורו באזורים לעיל. ל-EBRD תינתן זכות סירוב להכנס כשותף לכל אחת מהשקעות חברת הבת באזורים אלו (למעט פרויקטים ברומניה שיבוצעו עם קבוצת שטיינמץ). EBRD ישקיע בין 20 ל-35 אחוז מההון העצמי הנדרש בפרויקט. חברת הבת תהיה זכאית לעד 20% נוספים מהתזרים החיובי בהנחה שההחזרים יעלו על תשואות מסוימות. חברת הבת תהיה זכאית לדמי ייזום בשיעור של 3% מעלות בנייתו של כל הפרויקט (בניכוי קרקע, עלויות מימון וסכומים נוספים שישולמו לחברת הבת). במידה והשקעת הצדדים בפרויקט כלשהו לא תוחזר להם בתוך 7 שנים ממועד ביצועה, יכפו הצדדים זה על זה מכירה של הפרויקט באופן אוטומטי. במידה וההשקעות בפרויקטים לא תוחזרנה עד שנת 2016 תכפה מכירה בכל הפרויקטים שיהיו באותה העת. בכל עת בין השנים 2013-2016 ובמידה שחברת הבת תנפיק מניותיה לציבור, תהיה ל-EBRD הזכות להמיר את השקעותיו בחברות המשותפות במניות חברת הבת.

להערכת החברה ההסכם עם EBRD תורם למוניטין וליכולת השגת מימון לפרויקטים ממוסדות פיננסים במזרח אירופה. בנוסף, התקשרות זו תורמת ליכולת גיוס הון בחברות המוחזקות ממשקיעים פיננסים ואסטרטגים.

שינוי במבנה הנהלה - עזיבת המנכ"ל מר שחר למקין ומינויו של מר נחשון קיויתי למנכ"ל החברה

במרץ 2006 סיכמה הנהלת החברה עם מר שחר למקין על סיום כהונתו כמנכ"ל החברה וביוני 2006 מונה למנכ"ל מר נחשון קיויתי אשר הינו דירקטור בחברה ואשר נמנה על בעלי השליטה באמצעות ב.ס.ר הנדסה.

המרות אג"ח למניות בסכומים מהותיים תורמות להקטנת ההתחייבויות מחד ולחיזוק האיתנות הפיננסית מאידך

לחברה אג"ח להמרה אשר יתרתה בספרי החברה נכון ל-31.3.2006 עמדה על כ-90 מ' ש. עד למועד כתיבת הדוח הומר למניות סכום של כ-60 מ' ש. מידרוג מעריכה כי המרת החוב למניות מקטינה מחד את החוב ותורמת להגדלת האיתנות הפיננסית מאידך.

התפתחות התוצאות הכספיות

עליה בהכנסות ממכירת דירות בעיקר מפרויקטי המגורים בקרקוב ובריגה. ירידה בהכנסות ממכירת נכסים ביחס לשנים 2004-2005 בהם נמכר החלק הארי של הנכסים המניבים של החברה וכתוצאה מכך, ירידה בהכנסות משכר דירה

סך הכנסות החברה עמדו ברבעון הראשון של שנת 2006 על כ-34 מ' ש לעומת 27 מ' ש ברבעון המקביל אשתקד ולעומת כ-178 מ' ש בשנת 2005 כולה. בעיקר בולטת הירידה בהכנסות משכר דירה אשר ירדו לכ-2.4 מ' ש ברבעון הראשון של שנת 2006 ביחס לכ-25 מ' ש בשנת 2005 המלאה כתוצאה ממכירת מרבית הנכסים המניבים בשנים האחרונות.

ההכנסות ממכירת דירות עמדו ברבעון הראשון של שנת 2006 על כ-21 מ' ש לעומת כ-67 מ' ש בשנת 2005 המלאה. נציין כי הרישום החשבונאי של ההכנסות ממכירת דירות מושפע מהתקדמות הקמת הפרויקטים ומכירתם. החברה ממשיכה למכור בקצב גבוה בפרויקטים בקרקוב ובריגה אך מכירות אלו טרם הוכרו חשבונאית וצפויות להרשם במחצית השניה של שנת 2006 ובמחצית הראשונה של שנת 2007.

הוצאות המימון של החברה שנרשמו ברבעון הראשון של שנת 2006 עמדו על סכום נמוך ביותר של 0.5 מ' ש, וזאת על אף הגידול בחוב בגין גיוס האג"ח בנובמבר 2005. הוצאות המימון הנמוכות הן תוצאה של הכנסות מהפרשי שער עקב שערך לשקל של יתרות המזומנים הנקובים ביורו, נוכח התחזקות היורו בשיעור של כ-4% מתחילת השנה. הוצאות המימון בגין אג"ח עמדו על כ-4.9 מ' ש ברבעון הראשון של שנת 2006.

כתוצאה מהאמור לעיל, עמד הרווח הנקי ברבעון הראשון של שנת 2006 על סכום נמוך של כ-0.95 מ' ש.

נתונים פיננסיים עיקריים

| אלפי ₪ | פרופורמה* | 31.3.2006 | 31.12.2005 | 31.12.2004 |
|---|-----------|-----------|------------|------------|
| סה"כ הכנסות | | 33,832 | 177,779 | 305,537 |
| מזה, שכר דירה | | 2,372 | 25,201 | 39,354 |
| מזה, מכירת דירות למגורים | | 21,003 | 68,685 | 22,710 |
| מזה, מכירת מבנים וחברות שנמכרו | | 10,307 | 82,260 | 241,734 |
| רווח גולמי | | 7,524 | 56,156 | 111,647 |
| הוצאות הנה"כ | | 4,724 | 17,872 | 23,145 |
| רווח מפעולות | | 2,800 | 38,284 | 88,502 |
| הוצאות מימון | | 532 | 17,241 | 7,902 |
| רווח לפני מס | | 2,268 | 21,130 | 80,654 |
| רווח נקי | | 951 | 20,059 | 51,768 |
| מלאי עבודות בביצוע | | 81,030 | 57,860 | 13,990 |
| מלאי מקרקעין | | 217,393 | 164,979 | 70,490 |
| רכוש קבוע - עלות מופחתת | | 96,946 | 111,629 | 256,218 |
| חוב פיננסי | 456,233 | 416,233 | 387,314 | 257,926 |
| יתרות נילות | 213,803 | 213,803 | 190,548 | 37,084 |
| חוב פיננסי נטו | 242,430 | 202,430 | 196,766 | 220,842 |
| הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי מותאם** | 30% | 28% | 29% | 33% |
| חוב ל-CAP | 67% | 68% | 68% | 61% |
| חוב נטו ל-CAP | 35% | 33% | 35% | 53% |
| תזרים מפעילות שוטפת | | 6,529 | 10,171 | 7,069 |
| תזרים מפעילות השקעה | | -36,518 | 20,340 | -80,647 |
| תזרים מפעילות מימון | | 30,958 | 124,710 | 83,957 |

* לאחר גיוס חוב בסך 50 מ' ₪ ומינופו באמצעות הלוואות non recourse ולאחר המרת אג"ח בסכום של כ-60 מ' ₪ ולאחר חלוקת דיבידנד בסכום של 23 מ' ₪ אשר חולק לאחר תאריך המאזן
** מסך המאזן קוזזו יתרות בין חברתיות אשר אינן מתבטלות במאזן המאוחד של החברה בשל שיטת האיחוד היחסי

גידול בסך החוב בעקבות גיוס האג"ח בנובמבר 2005 - יחסי האיתנות הפיננסית של החברה עדיין תואמים את דירוגה

סך החוב הפיננסי של החברה עמד נכון ל-31.3.2006 על כ-416 מ' ₪ ביחס לסך של כ-387 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005 וביחס לכ-257 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 (לפני גיוס האג"ח). לאחר גיוס האג"ח בנובמבר 2005 עמד יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם (נכון ל-31.3.2006) על כ-28% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-69%. יחסי האיתנות הפיננסית פרופורמה לאחר גיוס החוב ואשר כוללים המרות אג"ח למניות בסכום של כ-60 מ' ₪ וחלוקת דיבידנד בסכום של כ-23 מ' ₪ אינם צפויים להשתנות באופן מהותי ותואמים את דירוג החברה. לאחר גיוס האג"ח הנוכחי צפוי לעמוד יחס ההון העצמי לסך המאזן על כ-30%. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%. על פי חישוב פרופורמה, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד (הלא מותאם) יעמוד על כ-29%.

שיקולים עיקריים לדירוג

עיקר פעילות החברה כוללת ייזום פרויקטים של בניה למגורים, מסחר ומשרדים בעיקר במדינות מזרח אירופה; מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון בייזום בניה למגורים הינה גבוהה בפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם; יחד עם זאת הסיכון הכרוך ברכישת הקרקע במדינות בהן פועלת החברה נמוך מהמקובל בישראל כיוון שמרכיב הקרקע מהווה בד"כ 10-15% מסך ההשקעה בפרויקט; מרבית המדינות בהן פועלת החברה נהנות מצמיחה כלכלית גבוהה, רמת ביקושים גבוהה לדירות מגורים, אשר מונעת ע"י עליה ברמת החיים והתפתחות שוק משכנתאות; החברה

מרחיבה את פעילותה גם למדינות אשר דירוגם אינו נכלל בדירוג השקעה דוגמת רומניה וגרוזיה, מהלך אשר עלול להגדיל את הסיכון בפעילות החברה; החברה פועלת להכנסת שותפים להשקעה בפרויקטים תוך הגדלת מספר הפרויקטים בהם היא מעורבת לפיזור הסיכון; החברה פועלת מזה מספר שנים במזרח אירופה, שנים בהן צברה ניסיון, קשרים עסקיים ומוניטין אשר מסייעים לה בהמשך התפתחותה; הפיזור הגיאוגרפי הנרחב מצריך מערך תפעול ובקרה מורכב ומציב אתגרים ניהוליים; הרחבת הפעילות בתחום הייזום דורשת השקעות בהיקפים משמעותיים אשר להערכת מידרוג ילוו בעליה בהיקף השימושים ביחס למקורות; הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%; חשיפה מטבעית בשל הפעילות במספר מדינות ובמספר מטבעות שונים; גמישות פיננסית מוגבלת נוכח שעבוד של מרבית הנכסים;

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

התמקדות בפעילות ייזום אשר מאופיינת כבעלת רמת סיכון גבוהה יחסית. כמו כן רמת הסיכון מושפעת מהיציבות הכלכלית של מדינות הפעילות

עיקר פעילות החברה מוסטת בשנים האחרונות לייזום במדינות שונות במזרח אירופה ובעיקר ייזום בניה למגורים. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון של ענף ייזום נדלין גבוהה יחסית, בשל מאפייניו הייחודים, ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. יחד עם זאת, החברה שואפת להגדיל באופן משמעותי את מספר והיקף הפרויקטים שבביצוע ולצמצם את החשיפה לפרויקטים ספציפיים. מידרוג מעריכה כי הרחבת השקעותיה למדינות אשר אינן מדורגות בדירוג השקעה, מגדילה את רמת הסיכון העסקי בה היא פועלת. בנוסף, מידרוג מעריכה כי התפרסות הפעילות על פני מספר ערים וכלכלות מציבה אתגרים ניהוליים ותפעוליים.

שינויים במחירי נכסים מניבים בתחום המסחר והמשרדים יכולים להקטין באופן משמעותי את רווחיות החברה ממכירת נכסיה בתחום הייזום למסחר ומשרדים

תנופת ההשקעות בנכסים מניבים הביאה לירידה בתשואות ועימה עליה בשווי הנכסים. הערכות החברה למכירת הנכסים שייבנו בתחום הייזום למסחר ומשרדים בשנים הקרובות מתבססות על שיעורי התשואה הנמוכים השוררים בשווקים כיום. מידרוג מעריכה כי שינויים במחירי הנכסים בשנים הקרובות יכולים להקטין באופן משמעותי את הרווחיות מפרויקטי הייזום למסחר ומשרדים, אשר מהווה נתח משמעותי מהרווחיות הצפויה, להערכת החברה, לשנים הקרובות.

מדיניות חלוקת דיבידנד לחלוקת לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי

החברה אימצה מדיניות חלוקת דיבידנד אשר לפיה תחלק לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי. ברבעון הראשון של שנת 2006 הוכרז על חלוקת דיבידנד בסכום של כ-23 מ' ש"ח אשר חולק ברבעון השני, ובשנת 2005 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-16.6 מ' ש"ח כך שבפועל, מחלקת החברה את מרבית רווחיה כדיבידנד.

החברה פועלת להרחבת היקף הפעילות, מהלך שלהערכת מידרוג ילוו בעליה ברמת החוב. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

יחסי האיתנות הפיננסית לאחר גיוס החוב (פרופורמה) אינם צפויים להשתנות באופן מהותי כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד צפוי לעמוד על כ-29%. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בגידול הצפוי בהיקף

הפעילות תתכן שחיקה ביחסי האיתנות. בנוסף, מעריכה מידרוג כי בהתחשב באופי הפעילות של החברה כחברה יזמית (בעיקר) ובתוכניות התרחבות הפעילות אל מדינות בעלות דירוג שאינו דירוג השקעה, שמירה על יחסי איתנות פיננסית הינה הכרחית על מנת לייצב את יכולת הפרעון של החוב.

חשיפה מטבעית בשל הפעילות במספר רב של מדינות - החברה מבצעת גידור להקטנת החשיפה

מעצם פעילותה של החברה במספר מדינות ובמספר מטבעות פעילות נוצרת חשיפה מטבעית, ובעיקר כתוצאה מכך שהיקף מהותי ממקורות המימון בישראל הינם אג"ח שקלי צמודי מדד המשמשים למימון פעילות במט"ח אשר ברובו צמוד יורו, מקורות מט"ח אלו משמשים להחזר האג"ח השקלי. החברה מבצעת עסקאות הגנה אם כי באופן חלקי במטרה לצמצם באופן משמעותי את החשיפה המטבעית וליצור הגנה על מקורות ההחזר של האג"ח השקלי וכן מבצעת הגנות לגידור חלקי של האג"ח הדולרי.

גמישות פיננסית מוגבלת

אמנם לחברה נכון לדו"ח הכספי ליום 31 במרץ 2006 יתרות נזילות אשר עומדות על כ-200 מ' ש"ח, אך הן שימשו ועתידות לשמש להשקעה בנכסים אשר נרכשו ברבעון השני והשלישי לשנת 2006, כולל השקעות שטרם שולמו במלואם, כך שיתרות הנזילות צפויות לקטון באופן משמעותי. כמו כן, מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת מוסדות פיננסים, מצב אשר מקטין את הגמישות הפיננסית של החברה.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל באמצעות חברות מוחזקות מקומיות המוחזקות על ידי חברת החזקות הולנדית, בהתבססות על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסים עיקריים בהם יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי
- ביסוס המוניטין והניסיון העסקי בשווקים בהן פועלת החברה תוך הוכחת הצלחה בהשלמת פרויקטים בתהליך ופרויקטים נוספים
- שיפור בגמישות הפיננסית.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- כניסה למדינות בעלות רמות סיכון גבוהות.
- הידרדרות ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן ירד אל מתחת ל-20%

אודות המנפיק

ב.ס.ר. אירופה בע"מ עוסקת משנת 1999 באמצעות חברות בנות או קשורות שלה בפעילות השכרה, ניהול והשבחה של פרויקטים שונים בתחום הנדל"ן וכן ביזום, פיתוח ובנייה של נכסי מקרקעין, בהם פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים ובתחום הנדל"ן המסחרי. פעילות החברה נעשית נכון למועד כתיבת הדוח באירופה בלבד, בעיקר במזרח אירופה. נכון ליום 31.3.2006 בבעלות החברה פרויקטים בתחום הייזום ונכסים מניבים בתשע מדינות – פולין, הונגריה, רומניה, סלובקיה, בולגריה, צ'כיה, לטביה גרוזיה וקפריסין. החברה מתמקדת כיום בעיקר בייזום בניה למגורים בעיקר בקרקוב, ריגה ובוקרשט. כל הנכסים שבידי החברה כיום נרכשו/נבנו בשותפות עם גורמים מקומיים או אסטרטגיים.

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בסר הנדסה המחזיקה בכ-27% בהון (כ-24% בדילול מלא) וכ-28% בהצבעה והינה בעלת השליטה בחברה יחד עם שני גופים נוספים המחזיקים יחד כ-9% בהצבעה. בסר הנדסה הינה חברה בבעלות מר קלמן סופרין, מר נחשון קיויתי (בשרשור סופל) וגבור ספורט אחזקות בע"מ בחלקים שווים.

סולם הדירוג

| | | |
|--|-----|-----------------------|
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. | Aaa | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. | 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 ובדי"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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, 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 למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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.