



ב.ס.ר אירופה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

הדירוג ניתן לאג"ח סדרה ט' בסכום של עד 200 מיליון ש"ח שתגייס ב.ס.ר אירופה בע"מ ("החברה"). תמורת ההנפקה מיועדת למימון הרחבת פעילותה העסקית של החברה. אג"ח סדרה ט' צמודות מדד (קרן וריבית) עומדות לפרעון בשישה תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2010 (מח"מ של כחמש שנים) הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חייה האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

התפתחויות אחרונות¹

מימוש מרבית הנכסים במזרח אירופה ברווח הון משמעותי שחלקו הגדול חולק כדיבידנד

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2007 מכרה החברה את זכויותיה ב-10 פרויקטים במזרח אירופה, בלטיה, בהונגריה, ברומניה, בפולין ובבולגריה בתמורה כוללת של כ-582 מיליון ₪ (מתוכם כ-68 מיליון ₪ סכום נדחה שהחברה תקבל בחציון הראשון של 2008 וכ-42 מיליון ₪ סכום מותנה שטרם הוכר כרווח בדוחות הכספיים ליום ה-30.06.2007). בגין העסקאות הללו רשמה החברה רווח לפני מס של כ-336 מיליון ₪. נכס נוסף בסלובקיה נמכר במהלך הרבעון השלישי ונכס נוסף בבולגריה נמכר ברבעון הרביעי של השנה. החברה נמצאת במשא ומתן למכירת נכס נוסף בקרקוב, פולין. נכון למועד זה, לחברה אחד עשר פרויקטים בשלבים שונים של תכנון בפולין, ברומניה, בקפריסין, בסלובקיה, בצ'כיה, בגרוזיה ובספרד, מהם שניים מהותיים: האחד הינו מתחם מלון מריוט בוורשה והשני הינו קניון בהקמה בלימסול, קפריסין. מתחם המריוט בוורשה כולל את מלון מריוט ובו 522 חדרים וכן שטחי משרדים ומסחר בשטח של כ-33 אלף מ"ר, ובסך הכול שטח בנוי כולל של 87 אלף מ"ר. ההכנסות נטו כיום מהנכס הן בסך של כ-8 מיליון אירו בשנה. בסמוך לשטח המתחם הבנוי קיים פוטנציאל לבניית בניין רב קומות נוסף לייעוד של מגורי יוקרה, ובכוונת המשקיעים לפעול לאישור תכניות וזכויות הבנייה לצורך בניית מבנה נוסף (עדיין אין אישורים כאלה). בסר אירופה מחזיקה בשרשור בנכס כ-21.83%, בתמורה לכך השקיעה החברה כ-14.5 מיליון אירו השקעה בהון העצמי בנכס. בלימסול מצויה החברה בהקמת קניון בשטח מבונה של כ-30 אלף מ"ר. חלקה של החברה בפרויקט הינו כ-46.67%. כיום זהו הקניון היחידי בעיר לימסול, בה להערכת החברה קיימים ביקושים גבוהים למרכזים מסחריים. עד כה נחתמו חוזים מקדמיים לגבי 46% משטח הקניון. סך ההשקעה הכוללת בפרויקט עומדת על כ-323 מיליון ש"ח² ובנייתו צפויה להסתיים בדצמבר 2008. במהלך חודש אוקטובר חתמה החברה על מכתב כוונות למכירת הנכס, באם ייחתם ההסכם הסופי החברה צופה רווח לפני מס ולאחר עלויות עיסקה בסך של כ-30 מיליון אירו. בעקבות השלמת העסקאות למכירת הנכסים החליט דירקטוריון החברה בחודש ספטמבר 2007 על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-236 מיליון ש"ח.

מחבר:

לורי ונציה

אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות בכיר

i.sigal@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר דין, 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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 6.11.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

¹ הדו"ח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז פעולת הדירוג האחרונה בחודש אוגוסט 2006. לפירוט נוסף אודות החברה ראה דוח דירוג ראשוני מחודש נובמבר 2005 ופעולת דירוג מחודש אוגוסט 2006.

² לאחר תאריך המאזן החברה רכשה קרקע סמוכה לפרויקט בכ-4 מיליון יורו בכדי להגדיל את זכויות הבניה. בהתחשב ברכישת קרקע זו וכוונת החברה לרכש קרקעות נוספות היקף עלות ההקמה צפוי להסתכם בכ-392 מיליון ₪.

בכונת החברה להוסיף ולהתמקד בייזום מגורים במזרח אירופה

בכונת החברה להמשיך להתמקד בתחום הנדל"ן למגורים בשווקים המוכרים לה, תוך שהיא מעוניינת לפעול בעיקר ברומניה, בפולין, בבולגריה ובקפריסין. החברה רכשה לאחרונה שתי קרקעות ברומניה להקמת פרויקטים למגורים רחבי היקף וכמו כן חתמה החברה על הסכם מקדמי לרכישת קרקע בבולגריה. גם בפרויקטים אלו חלק החברה צפוי לעמוד על 40% ומעלה תוך שהחברה מובילה את היזום והפיתוח שלהם. בכונת החברה גם להוסיף ולאתר עסקאות לייזום משרדים ושטחים מסחריים. תמורת הגיוס כאמור לעיל מיועדת בעיקר להרחבת השקעות החברה בנכסים יזמים ו/או מניבים.

בסר אירופה: פרויקטים שמומשו עד ליום 30.6.2007 (מיליוני ש"ח)

פרויקט	מיקום	יח"ד	חלק החברה	מועד מכירה	תמורת המכירה	הכנסות החברה	עלות בספרי החברה**	הרווח לחברה (לפני מס)
Metropolia	ריגה, לטביה*	2,900	50%	מרץ 2007	101.0	76.6	8.8	67.8
Soleville								
Osiedle Europejskie	קרקוב, פולין*	2,400	69%	מאי 2007	135.0	134.0	24.0	110.0
***Wilanow I	ורשה, פולין*	2,400	21%	יוני 2007	110.0	92.5	7.6	84.9
***Lagerfield	סופיה, בולגריה*	570	100%	אפריל 2007	40.3	19.1	2.9	16.2
West Park								
Pantalimon								
Ploiesti	בוקרשט, רומניה	3,600	35%-50%	מרץ 2007	115.4	28.8	0.5	28.3
Botanic Gardens								
BSR Center	בודפשט, הונגריה	משרדים ומסחר	30%	יוני 2007	38.2	30.0	1.6	28.4
סה"כ ליום 30.6.2007					539.9	381.0	45.4	335.6

* הפרויקט נרכש על ידי קבוצת אפריקה ישראל. יתר הפרויקטים נרכשו על ידי שותפים של החברה בפרויקטים. ** לרבות עלויות עסקה *** לא כולל רווח המוטנה בהשגת זכויות בניה בסך של כ-36 מיליון ש"ח בפרויקט Wilanow I וכ-5.8 מיליון ש"ח בגין פרויקט Lagerfield

התפתחות התוצאות הכספיות

מימוש נרחב של נכסים הוביל להגדלה משמעותית בהכנסות וברווח

סך הכנסות החברה עמדו במחצית הראשונה של שנת 2007 על כ-364 מיליון ש"ח לעומת כ-72 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד וכ-198 מיליון ש"ח בשנת 2006 כולה. כ-278 מיליון ש"ח מסך ההכנסות לתקופה נבעו ממכירת פרויקטים. (שמונה מתוך עשרה הנכסים שמומשו בתקופה אוחדו על ידי החברה, ומכירתם נרשמה בצד ההכנסות - לפי חלקה בתמורה, ובצד עלות המכר - לפי העלות בספרים. שניים מהנכסים נרשמו בשיטת ההשקעה בחברות כלולות בהכנסות אחרות).

תמצית רווח והפסד, באלפי ש"ח

2004	2005	2006	H1 2006	H1 2007	
305,537	177,779	198,371	72,342	364,084	הכנסות
193,890	121,623	126,740	57,577	111,575	עלות הכנסות
111,647	56,156	71,631	14,765	252,509	רווח גולמי
23,145	17,872	21,617	9,272	27,377	הוצאות הנהלה וכלליות
88,502	38,284	50,014	5,493	225,132	רווח מפעולות רגילות
7,902	17,241	5,581	2,968	14,171	הוצאות מימון נטו
54	87	-4,201	0	113,632	הכנסות (הוצאות) אחרות*
80,654	21,130	40,232	2,525	324,593	רווח לפני מיסים על ההכנסה
28,411	1,301	7,518	1,834	25,753	מיסים על ההכנסה
52,243	19,829	32,714	691	298,840	רווח לאחר מיסים על ההכנסה
0	0	-529	(177)	(2,334)	חלק החברה בהפסדי חברות כלולות
-475	230	240	781	(18,351)	חלק המיעוט בהפסדי (רווחי) מאוחדות
51,768	20,059	32,425	1,295	278,152	רווח נקי

* במחצית הראשונה של שנת 2007 כולל בעיקר רווח ממכירת פרויקטים במסגרת חברות כלולות

פירוט הכנסות ורווח גולמי למחצית הראשונה של 2007, באלפי ש"ח

H1 2007	
400,940	הכנסות ממימושים*
80,259	הכנסות ממכירת דירות
5,331	הכנסות משכירויות ואחרים
353,687	רווח גולמי מממוש נכסים
14,082	רווח גולמי ממכירת דירות
(1,627)	הפסד גולמי משכירויות ואחרים

* כולל מימוש שני נכסים שנרשמו בשיטת ההשקעה בחברות כלולות (שווי מאזני) כהכנסות אחרות.

הרווח ברוטו ממימוש הנכסים (לרבות רווח שנרשם בהכנסות אחרות) הסתכם במחצית השנה בכ- 354 מיליון ש"ח. בגין הרווח ממימוש הנכסים רשמה החברה הפרשה למס המסתכמת בכ-7.9% מהרווח לפני מס, אשר חושבה בהתאם לצפי החברה לחלוקת רווחים לחברה בישראל בעתיד. חרף זאת, החברה סבורה כי הכנסות החברה אינן חייבות במס בישראל מכיוון שהחברה שמימשה את הפרויקטים הינה חברה בת הולנדית, ובהולנד אין מס על רווחי הון. יש לציין כי לדעת יועציה המשפטיים של החברה, סיכויי הצלחה של קבלת טענותיה על ידי בית המשפט טובים בהחלט. יחד עם זאת, שלטונות המס הישראליים עלולים לחלוק על דעת החברה ויועציה המשפטיים ולחייב אותה בתשלום מס החברות בישראל. במידה ושלטונות המס לא יאשרו את טענת החברה, סכום המס המרבי שלא הופרש בדוחות הכספיים עומד על כ-62 מיליון ש"ח.

ההכנסות ממכירת דירות מגורים הסתכמו בכ- 80 מיליון ש"ח לעומת כ-56 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה וכ-121 מיליון ש"ח בשנת 2006 כולה. העלייה בהכנסות ממכירת דירות נבעה מהכרה לראשונה בהכנסות ממכירת דירות בפרויקט מגורים בפראג בסך של כ-57 מיליון ש"ח. מנגד, חלה ירידה בתחום ההכנסות מהשכרה שהסתכמו בכ-2.5 מיליון ש"ח במחצית הראשונה של שנת 2007, לעומת כ-15 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה. הירידה בהכנסות אלו הינה בשל מכירת נכסים מניבים.

הוצאות הנהלה וכלליות עלו באופן ניכר במחצית הראשונה של 2007 והסתכמו בכ-27 מיליון ש"ח לעומת כ-9 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול לעומת התקופה המקבילה איננו פרמננטי ונובע בעיקרו מהוצאות בגין הפרשה למענק רווח לב.ס.ר. הנדסה ופיתוח בע"מ, בעלת השליטה בחברה, בסך של כ-12.6 מיליון ש"ח כתוצאה מהגידול ברווח לפני מס, וכן בגין הפרשה למענקים לעובדים בסך של כ-2 מיליון ש"ח.

הוצאות המימון במחצית הראשונה של 2007 עמדו על סכום של כ-14 מיליון ש"ח, לעומת כ-3 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה. העלייה בהוצאות המימון נובעת בעיקר מהוצאות מימון בסך של כ-9 מיליון ש"ח כתוצאה משערוך עסקאות הגנה על מטבע (בעיקר בשל עליית שער האירו והדולר ביחס לשקל במהלך התקופה) שנעשו לאור ההכרזה על חלוקת דיבידנד (ליום הדוחות הכספיים שערוך העסקאות מסתכם בהוצאה של כ-3 מיליון ש"ח). כמו כן חלה עלייה בהוצאות המימון בגין האג"ח, בשל הרחבת סדרה בחודש אוגוסט 2006. במקביל חל קיטון בהכנסות מהפרשי שער שנרשמו בתקופה המקבילה.

עלייה בתזרים מפעילות שוטפת לצד תמורת מימוש הנכסים תרמו לגידול ביתרות המזומנים

התזרים הכולל מפעילות שוטפת הושפע מעלייה ביתרות זכאים וגביית חובות של רוכשי דירות, ועמד על כ-48 מיליון ש"ח. מרבית תמורת מימוש הנכסים שימשה עד כה להגדלת יתרות המזומן והפיקדונות.

דוח מקורות ושימושים, באלפי ש"ח

FY 2004	FY 2005	FY 2006	H1 2007	
7,069	10,171	10,325	48,015	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
42,210	107,457	143,505	467,671	תמורה ממימוש השקעות
60,371	135,756	271,617	-	גיוס אג"ח, הלוואות לז"א ואשראי נטו
-	33,042	-	-	גביית הלוואות נטו
40,195	5,443	5,383	1,860	הנפקה ומימוש אופציות למניות
19,337	-	-	-	ירידה נטו במזומנים ופקדונות
7,616	-	403	3,386	אחר
176,798	291,869	431,233	520,932	סך מקורות
136,831	76,008	234,772	57,226	השקעה ברכוש קבוע ומקרקעין
8,020	43,933	137,618	19,629	השקעה בחברות כלולות ומוחזקות
9,647	-	33,336	20,113	מתן הלוואות נטו
-	-	-	5,005	פרעון אג"ח
22,300	16,600	23,000	49,527	דיבידנד ששולם לבעלי המניות
0	153,516	2,507	369,432	גידול נטו במזומנים ופקדונות
-	1,812	-	-	אחר
176,798	291,869	431,233	520,932	סך שימושים

ירידה בהיקף החוב לבנקים וגידול משמעותי ביתרות מזומן כתוצאה ממכירת הפרויקטים

במחצית הראשונה של שנת 2007 חלה ירידה בחוב הפיננסי כתוצאה מקיטון באשראי מבנקים בגין הלוואות שנטלו החברות שבבעלותן נכסים שמומשו (במהלך המחצית הראשונה) ומפרעון של הלוואות מבנקים בחברות הציכיות. מימוש הנכסים תרם לעלייה ניכרת במזומנים. כתוצאה מכך, לחברה עודפי מזומן על חוב נטו של כ-299 מיליון ש"ח לאותו מועד. בניכוי הלוואה שהעמידה החברה בגין מכירת נכסים בסך של כ-68 מיליון ש"ח, עודף הנכסים הפיננסיים על החוב הינו כ-367 מיליון ש"ח. גם ההון העצמי הושפע לטובה מהרווח שנרשם במחצית השנה, ועמד על כ-568 מיליון ש"ח (כ-296 מיליון ש"ח בסוף שנת 2006). מימוש הנכסים לצד המרת אג"ח להמרה (בעיקר בשנת 2006), שיפרו את יחסי האיתנות הפיננסית בצורה משמעותית; יחס החוב ל-CAP עמד על כ-32% ליום 30.06.2007 ויחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן עמד על כ-60%, לעומת כ-36% בסוף שנת 2006. יתר הדברים קבועים, חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-236 מיליון ש"ח, תקטין את עודף הנכסים הפיננסיים לכ-131 מיליון ש"ח, תעלה את יחס החוב ל-CAP לכ-44% ותקטין את ההון עצמי למאזן לכ-47%.

נתוני מאזן עיקריים, באלפי ש"ח

אלפי ש"ח	פרופורמה 30.06.2007*	30.06.2007	31.12.2006	31.12.2005
חוב פיננסי	269,119	269,119	460,638	414,484
בניכוי: הלוואות שותפים לפרויקטים	4,685	4,685	39,000	27,170
חוב פיננסי מותאם	264,434	264,434	421,638	387,314
יתרות נילול (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר)	327,756	563,756	194,191	190,548
חוב בגין מכירת חברה**	68,213	68,213	-	-
סך נכסים פיננסיים	395,969	631,969	194,191	190,548
חוב פיננסי (עודף נכסים פיננסיים) נטו	(131,535)	(367,535)	227,447	196,766
CAP	597,940	833,940	729,631	569,689
הון עצמי וזכויות מיעוט	331,535	567,535	299,012	177,170
סך מאזן חשבונאי	704,940	940,940	838,635	647,835
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	47%	60%	36%	27%
חוב ל-CAP	44%	32%	58%	68%

*לאחר חלוקת דיבידנד בסך של כ-236 מיליון ש"ח. ** יתרות חוב ורכשים בגין מכירת חברות שאוחדו בעבר. החוב נושא ריבית וצפוי להשתלם במחצית הראשונה של שנת 2008.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון מוצלח וממושך בפעילות בייזום נדל"ן במזרח אירופה, המושתת על יכולת איתור וזיהוי נכסים בעלי פוטנציאל השבחה, קשרים עסקיים ומוניטין אשר מסייעים לה בהמשך התפתחותה. החברה והעומדים בראשה פעילים במזרח אירופה כעשור שנים; הוכחת יכולת של ניצול הזדמנויות עסקיות למימוש נכסים ברווחיות גבוהה; תרומה אסטרטגית ועסקית גבוהה של בעלי השליטה; התמקדות בייזום פרויקטים רחבי היקף לתחום המגורים, המסחר והמשרדים, תחום המאופיין ברמת סיכון גבוהה; צירוף שותפים פיננסיים ועסקיים, מקומיים ובינלאומיים, להשקעות מצמצם את הסיכון הפיננסי; תמורת הגיוס מיועדת ברובה למימון פרויקטים חדשים, יזמיים ומניבים, במזרח אירופה; מרבית מדינות הפעילות נהנות מצמיחה כלכלית גבוהה, רמת ביקושים גבוהה לדירות מגורים, אשר מונעת ע"י עליה ברמת החיים והתפתחות שוק משכנתאות; ריכוז גבוה יחסית של פעילות ברומניה המדורגת בדרגת ההשקעה הנמוכה Baa3; פריסה גיאוגרפית רחבה של הפעילות המצריכה מערך ניהול, תפעול ובקרה מורכב; חשיפה מטבעית של הפעילות במספר מדינות ובמספר מטבעות שונים. החברה מבצעת הגנה מטבעית חלקית על בסיס בחינה שוטפת של היקפי החשיפה; הרחבת הפעילות בתחום הייזום דורשת השקעות בהיקפים משמעותיים אשר להערכת מידרוג ילוו בעלייה בהיקף השימושים ביחס למקורות; הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%; גמישות פיננסית גבוהה נוכח יתרות מזומן גבוהות, גם לאחר חלוקת הדיבידנד, אם כי אלו צפויות לרדת עם ביצוע השקעות חדשות.

חוזקות

פעילות בתחום הבנייה למגורים במדינות מזרח אירופה בהן רמת הביקושים לדירות מגורים גבוהה

החברה מתמקדת בבנייה למגורים במדינות במזרח אירופה בהן יש עלייה ברמות הביקושים בעיקר בשל הצטרפותן של חלק ממדינות הפעילות לגוש האירו. רומניה, בה לחברה פעילות ענפה, הצטרפה לאיחוד האירופי ב-1 בינואר 2007, וזאת לאחר שעמדה במספר תנאים שנקבעו בהסכם בינה לבין האיחוד. כחלק מדרישות ההסכם, ביצעה רומניה בשנים האחרונות רפורמות מקיפות אשר הביאו לשיפורים משמעותיים באינדיקטורים הכלכליים שלה. בתוך כך ניכרת עלייה בתמ"ג, ירידה חדה באינפלציה וצמיחה כלכלית ענפה הנובעת מעלייה בצריכה הפרטית, מהשקעות מסחריות ומיצוא.

ניסיון עסקי רב במזרח אירופה של החברה ובעלי השליטה בה

פעילות החברה במזרח אירופה החלה בשנת 1999 וצברה מיומנות בחלק מהמדינות ובסוגי הנכסים. החברה הוכיחה ניסיון רב ומוצלח בייזום הקמה ומכירה הן של בנייני מגורים והן של נכסים מניבים במזרח אירופה. בעלי המניות בחברה תורמים מניסיונם העסקי והמקצועי ומקשריהם העסקיים לאיתור פרויקטים ושותפויות אסטרטגיות ולנגישות החברה למקורות מימון. החברה נהנית ממוניטין רב בקרב גורמים פיננסיים וקרנות השקעה בינלאומיות. כך למשל, קרנות השקעה בינלאומיות רבות היו שותפות בפרויקטים שנמכרו בעסקה עם אפריקה נכסים והשותפים, בכללם Macquarie, GLL, מקבוצת Heitman, Generali ו-EBRD. בסר אירופה נמצאת בקשר איתן עם קרנות אלו ואחרות בכדי לשלבן בפעילותה במדינות מזרח אירופה בפרויקטים ששיתפו בתקופה הקרובה.

פיזור גיאוגרפי

בכוונת החברה לפזר את השקעותיה על פני מספר מדינות בעיקר במזרח אירופה. כמו כן, פועלת החברה לצמצם סיכונים באמצעות חבירה לשותפים (מקומיים, קרנות השקעה בינלאומיות ושותפים ישראלים) כך שהחברה מחזיקה ברוב הפרויקטים בכ- 50%-80%.

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

התמקדות בפעילות ייזום נדל"ן המאופיינת ברמת סיכון גבוהה יחסית. תמורת הגיוס מיועדת ברובה לפרויקטים חדשים של ייזום נדל"ן

עיקר פעילות החברה בשנים האחרונות הינה בתחום ייזום נדל"ן במדינות שונות במזרח אירופה, ובעיקר ייזום בנייה למגורים. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון של ענף ייזום נדל"ן גבוהה יחסית, בשל מאפייניו הייחודיים, ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. גם לאחר המימוש הנרחב של הפרויקטים בשנה החולפת, בכונת החברה להוסיף ולהתמקד בתחום פעילות זה, ותמורת הגיוס מיועדת ברובה למימון פרויקטים חדשים של ייזום נדל"ן למגורים או נדל"ן מניב.

העובדה כי מרבית ההשקעות הינן חדשות ובשלב ראשוני מעלה את רמת הסיכון העסקי והפיננסי. לצד זאת יש לציין את הניסיון הרב והמוצלח של החברה בתחום פעילותה במזרח אירופה. יש לציין עוד כי מרכיב הקרקע בפרויקט הינו נמוך ביחס למקובל בישראל – גורם המפחית במידת מה את החשיפה הפיננסית.

ייחוז גבוה של השקעות ברומניה המדורגת בתחתית דרגת ההשקעה

בכונת החברה להתמקד בפעילות במזרח אירופה ובכלל זה ברומניה. רומניה מאופיינת בקצב צמיחה מהיר מאוד של ביקושים למגורים ושטחי מסחר ומשרדים, שיעורי צמיחה כלכלית גבוהים, ירידה מתמשכת בקצב האינפלציה, ושוק שהינו השני בגודלו במזרח אירופה. למרות כל נתונים אלו, רומניה מדורגת Baa3, דירוג המצביע על סיכונים פוליטיים ופיננסיים גבוהים.

ביצוע השקעות חדשות בקרקעות ילווה בעלייה ברמת החוב ובירידה במזומנים לצורך ההשקעות ומימון הפרויקטים. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%

לאחר הגיוס המתוכנן של האג"ח בסך של כ-200 מיליון ש"ח (ולאחר חלוקת הדיבידנד כאמור לעיל), יתר הדברים קבועים, יחס ההון העצמי לסך מאזן יעמוד על כ-37%, יחס החוב לקאפ יעמוד על כ-58% ויחס החוב נטו לקאפ נטו (בניכוי התיק הנזיל אך ללא תמורת הגיוס) יעמוד על כ-17%.

מידרוג מעריכה כי בהתחשב בגידול הצפוי בהיקף הפעילות, יתרות המזומנים הגבוהות כיום צפויות לרדת לאחר שישמשו להשקעות חדשות וכן צפוי לחול גידול נוסף החוב הפיננסי למימון הפרויקטים, מצב שיוביל להעלאת יחסי המינוף. לאור זאת, הגבילה מידרוג את יחס ההון העצמי למאזן לרמה של 20% לפחות. כמו כן מידרוג מצפה כי יחס החוב נטו לקאפ נטו לא יעלה על 58%.

מדיניות חלוקת דיבידנד של לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי. בשנים 7-2006 חולק את מרבית הרווח הנקי

החברה אימצה מדיניות חלוקת דיבידנד אשר לפיה תחלק לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי. ברבעון הראשון של שנת 2007 הוכרז על חלוקת דיבידנד בסכום של כ-32 מיליון ש"ח אשר חולק ברבעון השני והיווה את מרבית הרווח הנקי בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 הוכרז על חלוקת דיבידנד בסך של כ-236 מיליון ש"ח, הדיבידנד שולם במהלך הרבעון הרביעי הדיבידנד היווה את מרבית הרווח במחצית הראשונה, מרביתו מימוש נכסים.

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 את החשיפה המטבעית וליצור הגנה על מקורות החזר של האג"ח השקלי וכן בוצעו הגנות לגידור חלקי של האג"ח הדולרי (כל האג"ח הדולרי הומר למניות על כן אין יותר הגנות).

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שינוי משמעותי במידת הסיכון המאפיינת את הסביבה העסקית בה פעולת החברה ואת תחומי פעילותה
- שמירה לאורך זמן על יחסי איתנות ונזילות גבוהים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה ביחס ההון העצמי לסך המאזן אל מתחת ל-20%
- עלייה ביחס החוב נטו לקאפ נטו מעל לשיעור של 58%
- קושי בביסוס פעילות רחבה ומפוזרת
- פגיעה בנגישות למקורות מימון תוך היעדר רמת נזילות סבירה לחברה מסוגה

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. בעלי השליטה בחברה פועלים במזרח אירופה משנת 1996. בראשית דרכה התמקדה החברה בפיתוח והקמת בנייני משרדים שנמכרו לקרנות נדל"ן. בשנים האחרונות, לאור הגידול בביקושים למגורים, עליית מחירי מכירת דירות במזרח אירופה, עליית רמת החיים והתפתחות שוק המשכנתאות, הסיטה החברה את מיקודה העסקי לייזום ובנייה של דירות מגורים.

נכון לסוף שנת 2006 וערב העסקה עם AFI Europe והשותפים, ברשות בסר אירופה היו קרקעות לפיתוח של כ-15,000 יחידות דיור, מהם נבנו ונמכרו נכון למועד זה כ-2,000 יחידות דיור.

פעילות החברה מתבצעת כיום בעיקר במזרח אירופה. נכון ליום למועד כתיבת הדו"ח מכרה החברה את זכויותיה במרבית נכסיה וכיום לחברה נותרו שני פרויקטים פעילים של בנייה למגורים בפראג, שני פרויקטים בתחום השכירות ועוד שבעה פרויקטים בשלבים שונים של תכנון בפולין, קפריסין, סלובקיה, רומניה, גאורגיה וספרד (החברה כיום נמצאת במשא ומתן למכירת הפרויקט בקרקוב בפולין וחתמה על מכתב כוונות למכירת הפרויקט בלימסול, קפריסין). מרבית הנכסים שבידי החברה כיום נרכשו/נבנו בשותפות עם גורמים מקומיים או אסטרטגיים. בעלת המניות העיקרית בחברה הינה חברת בסר הנדסה המחזיקה בכ-43.7% מהון מניות החברה, נכון למועד כתיבת הדו"ח. בחודש יוני 2007 נחתם הסכם בין בעלי השליטה בחברה לבין משקיעים, הקובע כי בתמורה למניות המשקיעים בחברה המהוות כ-8.3% מזכויות ההצבעה בחברה, בסר הנדסה תקצה להם 20% אחוז מהונה המונפק והנפרע של בסר הנדסה (לפני ההנפקה ולפני ההנפקה לציבור). לאחר השלמת הנפקת בסר הנדסה לציבור, שיעור ההחזקה של בסר הנדסה במניות החברה עלה מ-35.6% ל-43.6%. בסר הנדסה הינה חברה בשליטתם של מר קלמן סופרין, מר נחשון קיויתי, גבור ספורט אחזקות בע"מ, שובל גיבור בע"מ, נחמיה וחייה למלבאום ומריו סגל.

סולם דירוג התחייבויות

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 ובד"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 שאליה 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.

מספר דוח: CRB010907200M

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"). 2007

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 בעינייה 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 במישורין 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.