

2012 מאי 21

פלאזה סנטרס N.V.

שינוי תחזית הדירוג ליציבה משלילית; אשרור דירוג 'ilBBB+

אנליסט אשראי ראשי: אליס קדם alice_kedem@standatdandpoors.com

אנליסט אשראי משני: עמרי שטרן omri_stern@standatdandpoors.com

תמצית

- אנו רואים לחיוב את מימוש הפורטפוליו בארה"ב אשר משפר את מצב הנזילות של החברה וכן את הגידול במצבת הנכסים הפעילים, עם פתיחתם של 4 פרויקטים חדשים בשיעורי השכרה גבוהים יחסית, דבר שמשפר, להערכתנו, את הגמישות העסקית של החברה.
- אנו רואים בהסכם, שהושג לאחרונה עם בעלי האג"ח ואשר מטיל מגבלות על חלוקת דיבידנדים, כגורם חיובי אשר מקטין את הנטל על פלאזה סנטרס וכן, במידה מסוימת, את האיום של חלוקת דיבידנד לא מבוקרת.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilBBB+' של פלאזה סנטרס N.V., הפועלות בעיקר בייזום מרכזים מסחריים במזרח ומרכז אירופה והודו ומעדכנים את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תפעל למימוש נכסים על מנת לשמור על יתרות הנזילות ורמת המינוף הנוכחיות, ואת ההיתכנות הגבוהה יותר של תזרימים חיוביים ביחס לעבר, זאת במקביל להגנות מסוימות מפני משיכת דיבידנדים בעקבות ההסכם שנחתם לאחרונה עם בעלי האג"ח.

פעולת הדירוג

ב- 21 במאי 2012, Standard & Poor's Maalot אשררה את הדירוג 'ilBBB+' של פלאזה סנטרס N.V., הפועלות בעיקר בייזום מרכזים מסחריים במזרח ומרכז אירופה והודו, ועדכנה את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי התחזית ליציבה משקף את הערכתנו להיתכנות גבוהה יותר של תזרימים חיוביים ביחס לעבר, זאת לפי תכנית מימושי הנכסים בהתאם למודל העסקי של החברה.

בחודשים האחרונים החברה הגדילה את מצבת הנכסים הפעילים שלה עם סיום הפיתוח ופתיחתם של 4 נכסים חדשים: קניון Torun Plaza בפולין, קניון Kragujevac Plaza בסרביה, שלב ראשון בפרויקט המשרדים Kharadi Plaza בעיר פונה בהודו וקניון חדש Koregaon Park Plaza בפונה, הודו. שיעורי התפוסה הגבוהים בנכסים אלו נותנים ביטוי ליכולת החברה להביא שוכרים ולהשביח את הנכסים שהיא מפתחת גם בסביבה עסקית מאתגרת של חוסר וודאות כלכלי.

www.maalot.co.il

עמוד 1 מתוך 4

STANDARD & POOR'S

Maalot

תכנית הפיתוח של החברה לשנים הבאות מתרכזת בנכסים שמקומם בפולין, סרביה, רומניה והודו. להערכתנו, הסביבה הכלכלית בהודו, פולין וסרביה, וכן ההתעניינות של משקיעים בינלאומיים בנכסים מהסוג שמחזיקה החברה כיום במדינות אלו, תומכות ביכולת החברה לגייס מימון לפיתוח הנכסים ולממשם בטווח הקצר והבינוני, ומגדילות את ההיתכנות של תזרימי המזומנים החיוביים יותר מבעבר.

בתרחיש הבסיס שלנו, הנחנו כי החברה תממש 2-3 נכסים פעילים וכן חלק מהעתודות הקרקע שבבעלותה שאינן במוקד עסקיה, בעיקר אלה המיועדות לבנייה למגורים, זאת בפרק זמן של בין שנה לשנתיים. בהתאם לתרחיש הבסיס, החברה צפויה להציג רווח תפעולי (לאחר התאמות) בהיקף מצטבר של כ- 90-100 מיליון יורו ותזרים מצטבר נטו מפעילות (בניכוי החזרי חוב ברמת הנכסים) של כ- 100-160 מיליון יורו.

אולם, היקף המימושים מושפע באופן מהותי מהאווירה הכלכלית במדינות מרכז ומזרח אירופה, ובזמינות מקורות המימון אשר עלולה להשתנות במהירות. תלות זו מגולמת בדירוגה הכללי של החברה שמשקף את הבניה הספקולטיבית, ואת התנודתיות הגבוהה מאוד בתזרימים מפעילות השוטפת של החברה וביחסי הכיסוי החלשים שמאפיינים את המודל העסקי. לראיה, בארבע השנים האחרונות החברה עסקה בפיתוח הנכסים ולא ביצעה אף מכירה, מלבד העסקה בארה"ב.

בצד הפיננסי, לפי תרחיש הבסיס הנ"ל החברה תשמור על יחס חוב לחוב והון נטו (מתואם) של כ- 50% ומטה. כמו כן, עם מימוש הנכסים מהפורטפוליו של EPN בארה"ב (חלקה של פלאזה סנטרס 22.7%) צפוי שיפור בנזילות החברה. אולם, להערכתנו, יתרות המזומן הקיימות, בתוספת התמורה ממימוש בארה"ב ותזרים שוטף מפעילות המרכזים הפעילים, אינן מספקות לכיסוי פירעונות החוב הצפויים בשנה וחצי הקרובות וההשקעות השוטפות בפיתוח נכסים חדשים.

דירוגה של פלאזה סנטרס מושפע גם מדירוגה של חברת האם, אלביט הדמיה בע"מ (ilBBB+/Negative), וזאת לאור הקשר החזק שאנו רואים ביניהן, במיוחד בתקופה שבה יכולת חברת האם למחזר חוב הינה מוגבלת. עם זאת, אנו רואים בהסכם עם בעלי האג"ח של החברה, שמטיל מגבלות על חלוקת דיבידנדים בשנים 2012-2013, כגורם חיובי אשר מקטין את הנטל על פלאזה סנטרס וכן, במידה מסוימת, את האיום של מימוש נכסים ומשיכת כספים לא מבוקרת לטובת תשלום דיבידנד. לאור זאת, בשלב זה אנו רואים את דירוגה של פלאזה סנטרס כיציב יותר מזה של חברת האם.

נזילות

להערכתנו, נזילות החברה הינה "פחות ממספקת". מקורות המימון העיקריים של החברה לשנים 2012-2013, במצטבר, כוללים להערכתנו:

- יתרת פתיחה של מזומנים, פיקדונות והשקעות לז"ק בסך כולל של כ- 99 מיליון יורו;
- תזרים ממימוש חלקה של פלאזה סנטרס בפורטפוליו בארה"ב בסך של כ- 96 מיליון יורו (לפני מס);
- ותזרים (נטו לאחר החזר חוב) ממימוש נכסים בתוספת תזרים חזוי מהפעלת הנכסים וממכירת יחידות בהודו בסך משוער של 100-160 מיליון יורו (לאחר הפחתות בגין מקדמי ביטחון).

www.maalot.co.il

- כאמור לעיל, בשלב זה, שבו חוזי מכירת הנכסים טרם הגיעו לשלב החתימה, חובת ההוכחה מוטלת על החברה. מנגד, השימושים העיקריים של החברה לשנים 2012-2013, כוללים:
- פירעונות חוב אג"ח ובנקים בהיקף של כ- 175 מיליון יורו;
 - הוצאות ריבית תזרימיות וצרכי השקעה בפרויקטים חדשים (מעבר לליווי בנקאי לבניה) של כ- 80 מיליון יורו;
 - ודיבידנדים בהיקף של עד 60 מיליון יורו, מותנים בביצועי החברה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו להיתכנות גבוהה יותר של תזרימים חיוביים ביחס לעבר, במקביל להגנות מסוימות מפני משיכת דיבידנדים ומכירת נכסים לא מבוקרת בעקבות ההסכם שנחתם לאחרונה עם בעלי האג"ח. לפי תרחיש הבסיס שלנו החברה תשמור על יחס חוב לחוב והון נטו (מתואם) של כ- 50% ומטה, אשר אנו רואים כמתאים לדירוג הנוכחי.

דירוג החברה מושפע מאוד מהערכתנו לגבי מצב הנזילות. אנו מניחים כי על אף שכיום נראה שישנה התעניינות של משקיעים לרכוש פעילויות מהסוג שהחברה מחזיקה, רצון ויכולת אלה יכולים להיעלם בהינתן שינויים שלילים בשווקים הפיננסיים. במידה ולא נצפה בשינוי חיובי בתזרימי המזומנים מהפעילות בטווח הקצר, כמתואר בתרחיש הבסיס, ו/או נראה עלייה ביחס חוב לחוב והון נטו מעל 50%, תישקל פעולת דירוג שלילית.

כמו כן, בשלב זה אנו עדיין רואים קשר בין דירוגה של חברת האם לדירוג של החברה ועל כן, קיימת השפעה חזקה העלולה לנבוע משינוי בדירוג של חברת האם גם ללא שינוי ישיר בפעילותה של החברה.

מחקר קשור

מתודולוגיה - יחסי גומלין בין דירוג חוב של חברת בת "חזקה" לדירוג חוב של חברת אם "חלשה".

את המאמר המתודולוגי המוזכר ניתן למצוא באתר *S&P Maalot* בכתובת:

<http://www.maalot.co.il/content.asp?PageId=309>

רשימת דירוגים

מדירוג קודם	דירוג נוכחי	
iBBB+/Negative	iBBB+/Stable	N.V. פלאזה סנטרס
iBBB+	iBBB+	דרה א'
iBBB+	iBBB+	דרה ב'

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.