



Plaza Centers N.V

מעקב - אוגוסט 2011

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadavg@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

Plaza Centers N.V

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת Plaza Centers N.V (להלן "פלאזה סנטרס" ו/או "החברה") מ-A2 ל-A3 והותרת אופק דירוג שלילי. כמו כן, מודיעה מידרוג על הוצאת הדירוג מרשימת מעקב (Watch-list).

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

ישראל	סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	עג האג"ח למועד הדוח, אלפי ₪	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	ישראל
פירעון האג"ח	שנתית	ני"ע	ראשוני	אלפי ₪	שנתית	הצמדה	פירעון האג"ח
2011-2017	אג"ח א	1109495	06/2007	353,423	4.5%	מדד	2011-2017
2011-2015	אג"ח ב	1109503	02/2008	1,139,275	5.4%	מדד	2011-2015

הורדת הדירוג הינה בהמשך לאופק השלילי שהוצב עוד בחודש מרץ 2011 ומשקפת את ההרעה המשמעותית החלה בנגישות החברה למקורות גיוס משוק ההון וכן את חשיפת החברה לאתגרים העומדים בפני החברה האם אלביט הדמיה להגדיל את מקורות נזילותה.

מידרוג תבחן במהלך החודשים הבאים את מימוש תוכניתיה העסקיות של החברה.

הרעה בנגישות החברה למקורות גיוס משוק ההון

בדומה לפעילות אלביט הדמיה, לאורך השנים היווה שוק ההון מקור אשראי משמעותי עבור החברה. כך עומד, נכון למועד הדוח, חוב האג"ח של פלאזה סנטרס על כ- 1.7 מיליארד ₪. מזה מספר חודשים שלחברה קיימת רגישות גבוהה בנגישותה לשוק ההון המתבטאת בתשואות גבוהות באג"ח הנסחרות של החברה. משך הזמן ורמת התשואות אליהן הגיעו חלק מתשואות האג"ח מקשות על יכולת החברה לבצע גיוסי הון בטווח הקצר ואף יתכן הבינוני.

חשיפה לחברה האם

על אף שאלביט הדמיה נהנית מפיזור במספר מגזרי פעילות שונים, החברה היוותה עבורה לאורך השנים מקור תזרים משמעותי. הפגיעה המשמעותית שחלה בנגישות אלביט הדמיה לשוק ההון מגדילה, להערכת מידרוג, את חשיפת החברה לצרכיה התזרימיים של אלביט, חשיפה אשר לאחרונה גדלה, גם לאור תהליכי המימון החלים בחברת אירופה ישראל בע"מ.



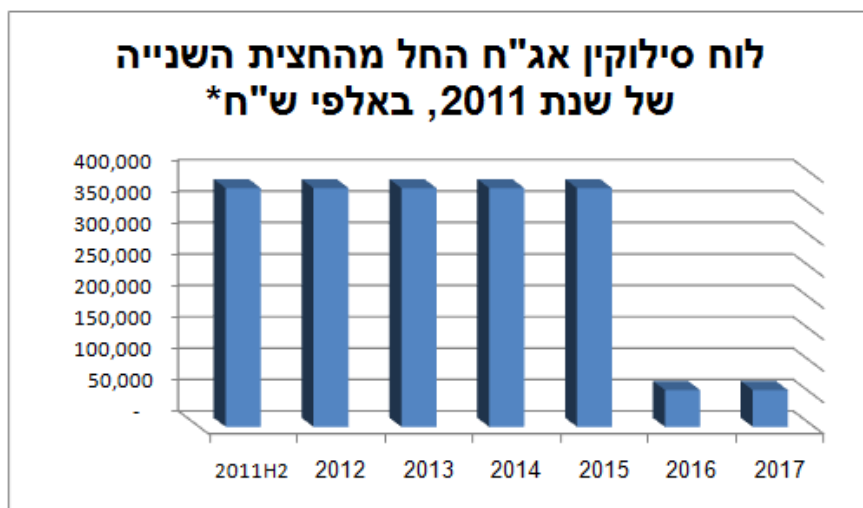
מידרוג

הורדת הדירוג בדרגה אחת נתמכת ברמת הנזילות הגבוהה של החברה ומנגד מגלמת את הגידול בחשיפתה של החברה לאלביט הדמיה, אשר דירוגה הורד ל-A3 באופק דירוג שלילי כתוצאה מגידול בפרופיל הסיכון הכולל. החברה פועלת למימוש נכסים, בהתאם לאסטרטגיית פעילותה כחברה יזמית. מחד, מהלכים אלו יחזקו באופן מהותי את הנזילות ואת האיתנות הפיננסית של הקבוצה ואף יקטינו את התלות בשוק ההון לצורכי מחזור חוב. מאידך, לאחר השלמת המימושים תכלול פעילות החברה מלאי קרקעות ופרויקטים בהקמה במדינות אשר מדורגות בדירוגים נמוכים יחסית, ובלי זרוע מניבה משמעותית.

הותרת החברה באופק דירוג שלילי נובעת מהאתגרים העומדים בפני החברה ובפני אלביט הדמיה להוציא לפועל את המהלכים השונים ליצירת מקורות תזרים משמעותיים. מהלכים אלו צפויים להתבצע בסביבת פעילות מאתגרת לאור מצב השווקים הפיננסיים והתמורות הכלכליות שחלו לאחרונה, אשר יתכן ויהיה בהם כדי להשפיע על יכולת מימוש התכניות בהתאם למתווה המתוכן. אי השלמת מהלכים אלו עלולה להביא, להערכת מידרוג, להמשך המגמה השלילית בפעילות אלביט הדמיה ולגידול בחשיפה של החברה אליה.

פלאזה סנטרס - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי אירו)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.3.2011	
507,843	98,613	16,045	37,641	14,620	הכנסות
241,184	42,679	3,075	16,788	7,678	רווח גולמי*
47%	43%	19%	45%	53%	שיעור הרווח הגולמי
218,974	21,434	-14,507	1,108	5,566	EBITDA בנטרול שערורים
9,347	58,088	-18,120	-21,177	6,057	הכנסות (הוצאות) מימון
226,967	67,684	-64,712	14,248	8,011	רווח נקי (הפסד)
67,414	154,634	140,225	164,899	222,817	יתרות נזילות (מזומנים, פיקדונות לד"ק וני"ע למכירה - אג"ח)
298,339	575,334	707,287	807,887	817,911	קניונים בבנייה
12,970	12,970	13,399	238,702	228,173	נדל"ן להשקעה נטו
79,098	302,817	447,532	761,069	812,243	חוב פיננסי
11,684	148,183	307,307	596,170	589,426	חוב פיננסי נטו
603,471	609,531	574,709	624,449	618,700	הון עצמי וזכויות מיעוט
761,211	958,556	1,059,621	1,426,296	1,475,933	סך מאזן
,121	918,539	1,024,678	1,386,474	1,431,857	Cap
615,707	763,905	884,453	1,221,575	1,209,040	CAP נטו
79.3%	63.6%	54.2%	43.8%	41.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
11.6%	33.0%	43.7%	54.9%	56.7%	חוב ל-CAP
1.9%	19.4%	34.7%	48.8%	48.8%	חוב נטו ל-CAP, נטו



* סכום פירעון האג"ח ל- 2011H2 כולל סך של 321 מיליון ₪ אשר נפרעו בפועל

אופק הדירוג

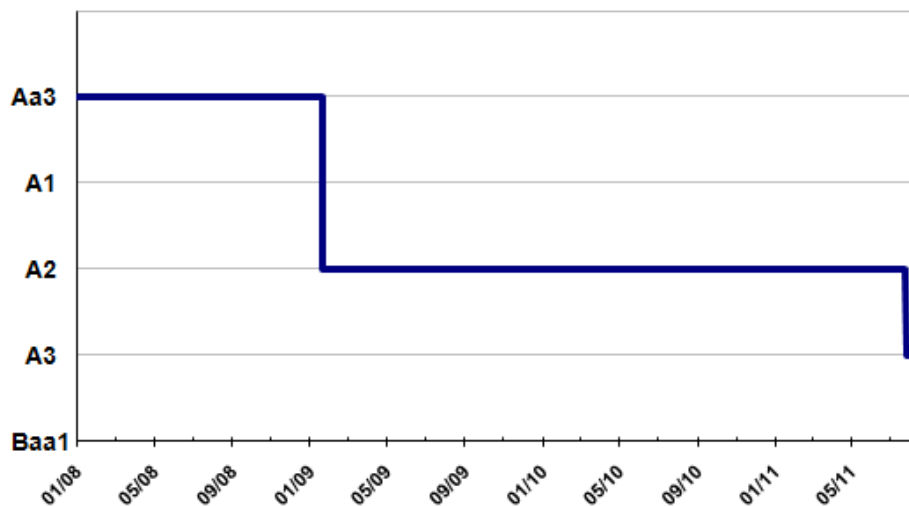
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- יצירת תזרים משמעותי ממכירת נכסי החברה תוך שמירה על איתנות פיננסית
- שיפור משמעותי בהיקף תזרים המזומנים הפרמננטי וביציבותו

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות ובפרופיל הפיננסי של החברה כתוצאה ממדיניות השקעה
- הרעה במצבה הפיננסי של אלביט הדמיה אשר תגדיל את רמת חשיפת החברה
- המשך רגישות החברה ליכולת גיוס בשוק ההון
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה
- שינויים לרעה בשווקי פעילות החברה, לרבות האטה בתחום הנדל"ן בכלל ובתחום המרכזים המסחריים בפרט

היסטוריית דירוג



אודות פלאזה סנטרס

חברת פלאזה סנטרס אן.וי הינה חברה בת של אלביט הדמיה בע"מ, ומהווה חלק מ"קבוצת אירופה ישראל", הנשלטת על ידי המייסד - מר מרדכי זיסר. החברה מאוגדת בהולנד ומניותיה הרגילות רשומות למסחר ברשימה הראשית בבורסת לונדון (LSE) וכן בבורסה בוורשה (WSE).

החברה מתמחה בייזום, שיווק, אכלוס ומכירה של מרכזים מסחריים ופועלת בשוק פיתוח הנדל"ן (בעיקר מרכזים מסחריים) במדינות מתפתחות, זה למעלה מ- 15 שנה. בשלב הראשוני עסקה החברה בפרויקטי פיתוח של מרכזים מסחריים בהונגריה ולאחר מכן התרחבה בהדרגה למדינות מזרח אירופה נוספות, כמו גם להודו. בשנת 2010 נכנסה החברה לפעילות בנדל"ן מניב בארה"ב במסגרת החזקה בקרן השקעות שבה שותפה, בין היתר, גם אלביט הדמיה. נכון למועד דו"ח זה, פועלת החברה ב- 8 מדינות במזרח ומרכז אירופה, וכן בהודו ובארה"ב. בעל המניות העיקרי בחברה, בעקיפין, הינו מר מוטי זיסר, המחזיק בחברה באמצעות אלביט הדמיה, המחזיקה בכ- 62% ממניות החברה. שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מושגי יסוד

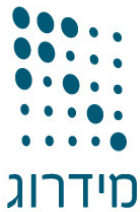
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא 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	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C 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 שאליה 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: CRE110811000M

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") 2011.

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. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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.