

Plaza Centers N.V

פעולת דירוג מרץ 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכיר - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

Plaza Centers N.V

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

בהמשך לאופק השלילי שנקבע לחברה במהלך חודש אוקטובר 2008, מודיעה מידרוג על הורדת הדירוג של כל סדרות האג"ח אותן הנפיקה חברת Plaza Centers N.V (להלן: "החברה", "פלאזה"), מדרוג Aa3 לדירוג A2 וקביעת אופק יציב. הורדת הדירוג נובעת מהמצב הכלכלי בשוקי פעילות החברה ונגזרת מתוכניות ההשקעה של הנכסים בהקמה (Cost to Complete), הצפויות להגדיל את היקף החוב הנדרש למימון השקעותיה בפרויקטים העתידיים.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום הקרן האחרון	מועד התשלום הקרן הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 30.6.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
8	31/12/2017	31/12/2010	4.50%	מדד	305,136	סדרה א
5	01/07/2015	01/07/2011	5.40%	מדד	797,938	סדרה ב
					1,103,074	

כחברה יזמית, התבסס מודל הפעילות העסקי של החברה, בשנים האחרונות, על יזום ומימוש, תוך חילוץ הרווח היזמי. במהלך השנים האחרונות, שוק הנדל"ן בכלל ואזורי הפעילות של החברה בפרט, היה בנסיקה ובהתאם ביצעה החברה מספר מימושים של נכסים, אשר תרמו לקופתה תזרים גבוה והביאו אותה, במצב השווקים הנוכחי, עם יתרות מזומנים בהיקפים משמעותיים. מידרוג מוצאת לציין, כי יתרונה הבולט של החברה הינו יתרת המזומן המשמעותית הקיימת בקופתה.

יחד עם זאת, אף שהחברה הקטינה את היקף הפרויקטים אותם היא מבצעת, היקף יתרת ההשקעה הנדרש הינו משמעותי והחברה צפויה לממנם באמצעות ניצול חלק משמעותי מקופת המזומנים שברשותה ונטילת חוב פיננסי נוסף.

התמשכותו של המשבר הפיננסי העולמי והמשך ההרעה הכלכלית בטרטוריות השונות בהן פועלת החברה המתבטא, בין היתר, בתנאי מימון קשים עד כדי קיפאון בשוק המימון הבנקאי והחובץ בנקאי, יש בהם כדי להעיב על יכולת החברה לקיים ולבצע עסקאות ולקבל מימון בתנאים נוחים לשם קידום הפרויקטים. כל אלו מובילים לשינוי תפיסת הסיכון בפעילותה העסקית של החברה, בעיקר כשמדובר בפרויקטים בעלי היקף משמעותי.

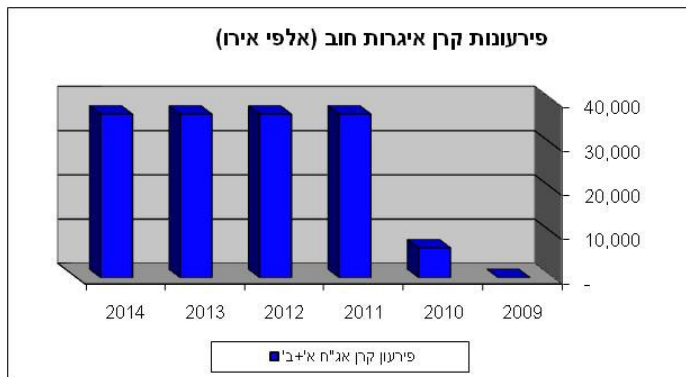
להערכת מידרוג, העמקת המשבר והשינויים בשווקים, מקטינה את הסיכויים לביצוע של פרויקטים חדשים ואת סבירות מימושם של פרויקטים אשר הקמתם הושלמה. בהתאם, גדלה הסבירות לפיה תיאלץ החברה לפעול במודל עסקי בו היא משכירה את הנכסים, תוך קבלת התזרים השוטף מהפעלתם. תזרים זה צפוי לשרת את



ההוצאות השוטפות החלות על החברה (כולל הוצאות מימון) וכן את פירעונות החוב הקיים, המורכב בעיקרו מאגרות חוב, החל משנת 2010, כפי שיורחב להלן.

במהלך שנת 2010 צפויה החברה להתחיל ולפרוע את סדרת אג"ח א'. עומס הפירעונות צפוי לגדול בשנת 2011, עם תחילת פירעון סדרה ב'. להערכת מידרוג, במתווה של החזקת נכסים ותפעולם כנכסים מניבים, במקביל לקשיים בקבלת מימון מחדש על נכסים או במחזור אגרות חוב, יש כדי להעלות את רמת הסיכון של החברה. הגידול ברמת הסיכון גדל בשל היקף הפירעונות הצפוי בשנים הקרובות וכן בשל הסתמכות על תזרים חזוי מפרויקטים אשר טרם שווקו ותנאי השוק הנוכחיים מעיבים על הסיכוי להתממשות תחזיות החברה במלואן.

תרשים פרעון קרן אג"ח עד שנת 2012, כולל (באלפי אירו)



מרכיב נוסף המעלה את רמת הסיכון של החברה, הינו ההסתמכות על פרויקט מרכזי ומהותי של החברה, Casa Radio, אשר הינו בעל מאפייני סיכון משמעותיים בשל היקפו, רמת ההשקעה הנדרשת לשם השלמתו, היותו בשלבי ביצוע מוקדמים, ללא שיווק מוקדם ותחרות גדלה והולכת, לאור הקמת מרכזים מתחרים. יתר על כן, החברה טרם מימשה את הסכם המימון הנלווה לפרויקט ויתכן כי יחולו שינויים בתנאי המימון של הפרויקט כתוצאה מהקשחת תנאי האשראי.

דירוג סדרות אג"ח החברה ברמת A2 וקביעת האופק היציב, נתמכים ברמת הנזילות הגבוהה של החברה, רמת מינופה הנמוך, מוניטין החברה והנהלה בעלת ניסיון וותק, התורמת ליכולתה להתמודד עם המשבר הקיים במדינות פעילותה.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג :*

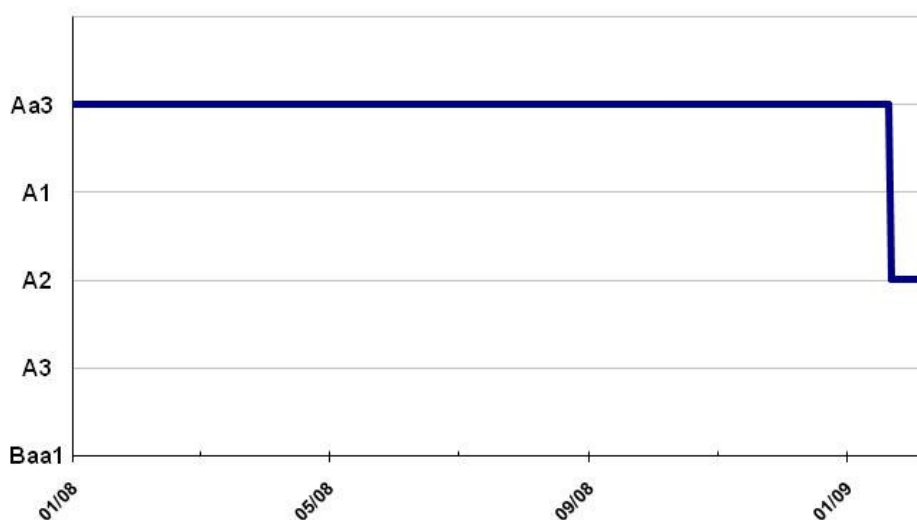
- שמירה על איתנות פיננסית וחיזוק משמעותי ביציבות תזרים המזומנים
- נזילות וגמישות פיננסית גבוהות ביחס לתזרים אותו החברה צריכה לשרת

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :*

- ירידה משמעותית ברמת הנזילות של החברה
- שינויים נוספים לרעה בשוקי פעילות החברה, אשר עלולים לפגוע בפעילותה העסקית של החברה והאטה ניכרת ומתמשכת בתחום הנדל"ן בכלל ובתחום המרכזים המסחריים בפרט, באזורים בהם פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה

* אין באמור בגורמים המפורטים כדי להוות התחייבות כלשהי של החברה לפעול בהתאם לאמור באותם גורמים.

היסטוריית הדירוג



חברת פלאזה סנטרס בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה נכדה של קבוצת אלביט בע"מ (להלן: "אלביט"), 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 מעשור. בשלב הראשוני עסקה החברה בפרויקטי פיתוח של מרכזים מסחריים בהונגריה ולאחר מכן התרחבה בהדרגה למדינות מזרח אירופה נוספות, כמו גם להודו. נכון למועד דו"ח זה, פועלת החברה ב- 8 מדינות ברחבי מזרח אירופה ומרכזתה ובהודו. לחברה שטחים המיועדים ל- 32 פרויקטים, המתפרסים על פני שטח כולל של כ- 1.9 מיליון מ"ר. לאור המצב הכלכלי, 8 פרויקטים בלבד נמצאים בתהליכי בניה בשלבים שונים, שאר הפרויקטים נמצאים בהקפאה. לחברה פרויקט מרכזי ברומניה, Casa Radio, אשר עלותו מוערכת בכ- 370 מיליון אירו (חלק החברה). בעל המניות העיקרי בחברה, בעקיפין, הינו מר מוטי זיסר, המחזיק בחברה באמצעות חברת האם, אלביט הדמיה בע"מ המחזיקה כ- 74% ממניות החברה. שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operations	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Fund from Operations	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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: CRP07110209000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 צריכה 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 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (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.