

# פלאזה סנטרס אן. וי.

24 פברואר, 2015

עדכון דירוג

קביעת דירוג 'BBB-' בעקבות ביצוע הסדר החוב;  
תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

אליס קדם, 972-3-7539739 [alice.kedem@standardandpoors.com](mailto:alice.kedem@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 [gil.avrahami@standardandpoors.com](mailto:gil.avrahami@standardandpoors.com)

## תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

## קביעת דירוג 'iBBB' בעקבות ביצוע הסדר החוב; תחזית הדירוג יציבה

### תמצית

- בתום חודש נובמבר 2014 סיימה פלאזה סנטרס א.ו.י., חברת יזום נדל"ן העוסקת בייזום, פיתוח, אכלוס ומכירה של מרכזים מסחריים במזרח אירופה ובהודו, תהליך של הסדר חוב עם נושיה שהביא לפריסה מחדש של לוח הסילוקין של החברה, תוך הזרמת הון לחברה מצד בעליה בהיקף של 20 מיליון אירו.
- להערכתנו, בעקבות הסדר זה פחתו סיכוני הנזילות של החברה בטווח הקצר במידה משמעותית. להערכתנו, דחיית התשלומים לבעלי אגרות החוב תאפשר לחברה להתארגן למימוש נכסיה מנקודה נוחה יותר ולהגדיל את פוטנציאל התמורה בגינם.
- יחד עם זאת, לחברה עדיין נגישות נמוכה למקורות מימון חיצוניים, ופירעון תשלומי האג"ח העתידיים נשענים על יכולתה לממש את נכסיה הפעילים וצבר קרקעות שהיא מחזיקה, לצד פיתוח ומימוש פרויקטים חדשים בתנאי שוק מאתגרים.
- הדירוג החדש משקף, להערכתנו, את האתגרים הרבים העומדים בפני החברה בדרך ליישום תכניתיה.
- בהתאם לכך, אנו קובעים דירוג 'iBBB' לחברת פלאזה סנטרס א.ו.י.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי בטווח הקצר תוכל החברה להתמקד ביישום האסטרטגיה העסקית שלה ללא צורכי הנזילות גבוהים.

### פעולת הדירוג

ב-24 לפברואר, 2015, קבעה Standard & Poor's Maalot דירוג 'iBBB' לפלאזה סנטרס א.ו.י., העוסקת בייזום, אכלוס, פיתוח ומכירה של מרכזים מסחריים במזרח אירופה ובהודו, וכן לאיגרות החוב מסדרה א' ומסדרה ב' של החברה. תחזית הדירוג יציבה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

בתום חודש נובמבר 2014 סיימה פלאזה סנטרס א.ו.י. ('פלאזה סנטרס' או 'החברה'), חברת יזום נדל"ן העוסקת בייזום, פיתוח, אכלוס ומכירה של מרכזים מסחריים במזרח אירופה ובהודו, תהליך של הסדר חוב עם נושיה. במסגרת ההסדר נדחה לוח הסילוקין של איגרות החוב (סדרות א' וב' וסדרת אג"ח שהונפקה בפולין) ב-3.5 שנים (בהתקיים פירעונות מוקדמים של 434 מיליון ש"ח עד דצמבר 2016 יידחה לוח הסילוקין בשנה נוספת) תמורת עלייה בריבית בשיעור של 1.5%, הזרמת הון והקצאת מניות החברה. בהתאם לתנאי ההסדר, החברה הקצתה למחזיקי האג"ח 13.21% ממניותיה, רשמה את מניותיה למסחר בבורסת תל אביב וביצעה גיוס של כ-20 מיליון אירו בהנפקת זכויות. כמו כן, החברה התחייבה כי 75% מהתזרים הפנוי ממימוש נכסים, למעט פרויקט קורגאון פארק בהודו, שיתרחש לפני מועד הפירעון הנקוב החדש יופנו לפירעון מוקדם של החוב למחזיקי האג"ח.

להערכתנו, בעקבות הסדר החוב ושינוי לוח הסילוקין של איגרות החוב, פחתו סיכוני הנזילות של החברה בטווח הקצר במידה משמעותית. אנו סבורים כי דחיית הפירעונות מקנה לחברה הזדמנות למכור את נכסיה הפעילים ואת צבר הקרקעות בבעלותה באופן מבוקר ובמחירים סבירים, לצד פיתוח פרויקטים חדשים ומימושם.

במהלך הרבעון הרביעי של 2014, השלימה החברה מכירה של מרכז קניות פעיל בסרביה תמורת 38.6 מיליון אירו. סכום זה ייצג את שווי הנכס בספרים, ובהתאם לתנאי הסדר החוב, החברה הפרישה כ-12.2 מיליון אירו ממנו לצורך פירעון מוקדם למחזיקי האג"ח. בנוסף, החברה מימשה

## פלאזה סנטרס א.ו.י.

שתי קרקעות ברומניה תמורת 4.7 מיליון אירו. להערכתנו, מימושים אלה מצביעים על יכולת החברה לממש נכסים בתנאי שוק תנודתיים. כמו כן, שיפור בשיעורי התפוסה בנכסים הפעילים וסביבת ריביות נמוכה ששוררת בשווקים רבים מעלים להערכתנו את פוטנציאל המכירה של הנכסים.

יחד עם זאת, אנו סבורים כי החברה עדיין עומדת בפני אתגרים משמעותיים. המודל העסקי של פלאזה סנטרס מבוסס בעיקרו על פיתוח והקמה של מרכזי מסחר, עד לשלבים הסופיים של אכלוס ותפעול הפרויקטים, ולאחר מכן - מכירה במחירים שיקנו לחברה רווחי הון ותזרימי מזומנים חיוביים. להערכתנו, הצלחת המימושים תלויה, בין היתר, בתיאבון של רוכשים פוטנציאליים ובזמינות מקורות מימון לנכסים של החברה שנמצאים בכלכלות בעלות סביבה עסקית לא יציבה. מחזור העסקים הארוך מתחילת הפיתוח ועד סיום האכלוס חושף את החברה לאי ודאות משמעותית באשר לתנאים הכלכליים שישררו כשהחברה תסיים את התהליך ותרצה לממש את הנכסים. להערכתנו, סיכון זה בא לידי ביטוי, בין היתר, בירידת שווי הנכסים שרשמה החברה בין השנים 2012-2014, שתורגמה לירידת ערך של כ-330 מיליון אירו (מתוך סכום זה, 70 מיליון אירו נרשמו בתשעת החודשים הראשונים של 2014).

להערכתנו, הפרופיל העסקי של החברה מאופיין בפיזור נמוך של נכסים, ולאור אופי פעילותה, החברה חשופה לתנודתיות גבוהה בתזרימי המזומנים המושפעים מתזמון הפיתוח והמימוש של הנכסים. יתרה מזאת, אנו סבורים שלאור אופי הנכסים (קניונים ומרכזים מסחריים רחבי היקף), מספר לקוחותיה הפוטנציאליים של החברה מצומצם יחסית ומורכב בעיקר מגופים גדולים שבאפשרותם לממן עסקאות בהיקפים גדולים. מנגד, אנו סבורים כי לחברה יש ניסיון רב בפיתוח נכסים ברמה גבוהה, וכי מיקום הנכסים הוא טוב (לרוב - במרכזי ערים).

נכון להיום, לחברה שישה נכסים פעילים בשווי מוערך של כ-252 מיליון אירו, כולל קורגאון פארק בהודו (חלק החברה נטו לאחר ניכוי חוב בכיר מוערך בכ-80 מיליון אירו), וארבעה פרויקטים בתכנון אשר מיועדים להיבנות במהלך השנים הקרובות, וכן מספר קרקעות בשווי מוערך של כ-207 מיליון אירו. יצוין, כי כ-119 מיליון אירו, המהווים כ-57% משווי הקרקעות, משויך לנכס מהותי – Casa Radio בבוקרשט – שהחברה מתכננת לפתח בשנים הקרובות.

מנגד, נכון להיום יש לחברה התחייבויות למחזיקי האג"ח בהיקף של כ-200 מיליון אירו, שפירעון יחל ביולי 2017, אם כי תיתכן דחייה בשנה נוספת בכפוף לתנאי ההסדר כאמור לעיל. רמת המינוף של החברה גבוהה, כ-70% חוב לחוב והון עצמי (לאחר הזרמת הון של 20 מיליון אירו).

להערכתנו, אף על פי שלחברה אין צרכי נזילות גבוהים בשנים הקרובות, יהיה עליה ליישם את תכנית המימושים שלה באופן יעיל ובפרק זמן קצר יחסית. אנו סבורים כי על מנת לשרת את חוב האג"ח, תצטרך החברה לממש הן את נכסיה הפעילים והן חלק גדול מהקרקעות, ובו זמנית לפתח את הפרויקטים שבתכנון ולממשם, שכן מכירת הנכסים הפעילים לבדם לא תספיק.

## נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, אנו מעריכים את רמת הנזילות של פלאזה סנטרס כ"פחות מהולמת", בעיקר בשל נגישותה הנמוכה של החברה לשוק ההון נכון להיום, תקופה קצרה לאחר סיום הסדר החוב. יצוין כי כרגע יש לחברה מקורות מימון אשר עולים על השימושים, עם צרכי נזילות נמוכים יחסית במהלך השנים הקרובות.

להלן טבלת המקורות והשימושים של החברה לשנת 2015:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
• השקעות בפרויקטים בהקמה בהיקף של 20-25 מיליון אירו.	• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-41 מיליון אירו (נכון לינואר 2015). • תזרים שנתי בהיקף של כ-15 מיליון אירו מהשכרת נכסים פעילים.

במקרה של מימוש נכסים (למעט פרויקט קורגאון פארק בהודו), תחויב החברה להעביר כ-75% מהתזרים הפנוי למחזיקי האג"ח כפירעון מוקדם. בתרחיש הנזילות לא נלקחו בחשבון אירועי מכירת נכסים.

## פלאזה סנטרס א.ו.י.

יצוין כי נכון למועד זה קיימות שלוש הלוואות בנקאיות (ההלוואה בנכס Zgorzelec וכן שתי הלוואות ברומניה הקשורות לפירוק השותפות עם חברת אאורה), אשר מסתכמות ביחד בכ-31 מיליון אירו, שבהן הופרו אמות מידה פיננסיות, עקב ירידת ערך הנכסים או עקב פקיעת חוזי ההלוואה. החברה מנהלת משא ומתן עם הבנקים המממנים לקבלת דחייה (waiver) ושינוי תנאים בהלוואות אלה. אולם ההלוואות הינן ללא זכות חזרה (non-recourse), והחברה חשופה רק עד גובה הערבות, שמסתכמת בגובה תשלומי הריבית בלבד או לחילופין, עד סך של 1.2 מיליון אירו במקרה של Zgorzelec. יודגש כי הסדר החוב שבוצע דחה בארבע שנים את יכולת הבנקים לנצל את זכות החזרה, וגם אז בתנאים מגבילים. לאור זאת, אנו מעריכים כי החשיפה בגין הלוואות אלה אינה מהותית.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי מרחב הזמן שיש לחברה כיום הינו סביר לצורך יישום תכניותיה. כמו כן, תחזית הדירוג נתמכת בצורכי הנזילות הנמוכים יחסית של החברה בשנים הקרובות.

### התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם נראה חריגה משמעותית ביכולות החברה להוציא את תכניותיה לפועל. להערכתנו, מצב זה עשוי להיווצר כתוצאה מעיכובים משמעותיים במכירת הנכסים או ביצוע מכירה בשוויים נמוכים מאלה שהוצגו לנו, מירידה נוספת בערכם של הנכסים או מעיכובים בפיתוח פרויקטים בהקמה.

### התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תצליח ליישם את תכניותיה בקצב העולה על זה שהנחנו בתרחיש הבסיס ותצליח להוריד את עומס החוב בצורה משמעותית.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

השפעת הקבוצה: ניטרלי.

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר 2013;
- מתודולוגיה: דירוג קבוצת חברות, 19 בנובמבר 2013;
- מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013;
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר 2013;
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן, 3 בפברואר 2014;
- מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014;
- מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר 2012;
- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר 2014.

את המאמרים ניתן למצוא באתר S&P הגלובלי בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) או באתר של S&P Maalot בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il).

**רשימת דירוגים**

דירוג קודם	דירוג נוכחי	פלאזה סנטרס א.וי.
D	iBBB-/Stable	דירוג המנפיק
D	iBBB-	אג"ח סדרה א'
D	iBBB-	אג"ח סדרה ב'

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימנים. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.