

פלאזה סנטרס N.V.

הורדת הדירוג ל- 'ilBBB+' מדירוג 'ilA' והוצאתו מ- CreditWatch עם השלכות שליליות; תחזית הדירוג שלילית

אנליסט אשראי ראשי: אליס קדם alice_kedem@standatdandpoors.com

אנליסט אשראי משני: עמרי שטרן omri_stern@standatdandpoors.com

תמצית

- הדירוג מושפע לשלילה מהחלשות הפרופיל הפיננסי כולל גידול במינוף וחוסר בתזרימי מזומנים יציבים מפעילות שוטפת בשנים האחרונות. זאת, עקב התארכות מחזור העסקים וירידה חדה במימוש נכסים שהחברה מפתחת.
- דירוג החברה קשור מאד ואף מוגבל בדירוגה של חברת האם, אלביט הדמיה, וזאת לאור הקשר החזק, הפיננסי, העסקי והניהולי שאנו רואים בין החברות.
- אנו מורידים את דירוגה של פלאזה סנטרס N.V., הפועלות בעיקר בייזום מרכזים מסחריים במזרח ומרכז אירופה והודו והחזקת נדל"ן מניב בארה"ב, ל- ilBBB+ מדירוג ilA. תחזית הדירוג שלילית.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את חוסר הוודאות באשר להשלמת תוכנית המימושים של החברה העשויה להיות מושפעת גם ממצב השווקים התנודתי.

פעולת הדירוג

ב- 6 בספטמבר 2011, הורידה Standard & Poor's Maalot את דירוגה של פלאזה סנטרס N.V., הפועלות בעיקר בייזום מרכזים מסחריים במזרח ומרכז אירופה והודו, ל- 'ilBBB+' מדירוג 'ilA'. תחזית הדירוג שלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג לפלאזה סנטרס N.V. משקפת את העלייה בסיכון הפיננסי, לדעתנו, שבאה לידי ביטוי בעליה במינוף והחלשות ביחסי הכיסוי אשר נובעת ישירות מהארכות מחזור העסקים ודחייה של מימוש הנכסים. פעילותה של פלאזה סנטרס מתרכזת בעיקר בהקמה של קניונים במזרח ומרכז אירופה ומכירתם לאחר השלמת הבניה. מודל פעילות זה הינו ספקולטיבי ותנודתי מאוד, הן במרכיב ההכנסות והן במרכיב תזרימי המזומנים, כפי שניתן לראות ביחסים הפיננסיים החלשים יחסית של החברה בארבע השנים האחרונות בהן לא מכרה נכסים כלל. מודל פעילות זה מושפע מאוד מתנאי השוק אשר היו מאתגרים במהלך ארבע השנים האחרונות ויתכן כי לאור חוסר היציבות

www.maalot.co.il

באירופה וארה"ב, ימשיכו להיות מאתגרים גם בשנים הקרובות. בנוסף לכך אנו מעריכים כי רצון החברה למקסם את רווחיה ממכירת הקניונים הקיימים מנעו ממנה לממשם בשלב מוקדם יותר.

בשנים האחרונות עקב השקעות הן בתחום פעילותה המרכזית והן ביחד עם חברת האם שלה, אלביט הדמיה בע"מ בהודו ובארה"ב, חלה עליה משמעותית בחוב החברה יחד עם שחיקה בנזילות ובחוסנה הפיננסי; בתקופה זו יחסי כיסוי חוב היו מאוד חלשים. ברבעון השני של 2011 יחס החוב ל- EBITDA עלה ל- 41x (בשנת EBITDA 2010 הייתה שלילית) מ- 0.1x בשנת 2007, והמנוף הפיננסי עלה ל- 52% מ- 5% בשנת 2007.

עם זאת, להערכתנו הנהלת החברה מודעת מאוד לחשיבות ניהול הנזילות והגמישות הפיננסית, והשכילה לממן מחדש את חלוייתה בשנים האחרונות וכן לשמור על יתרות מזומנים. ניסיון ההנהלה, ותכנון ארוך טווח של הפעילות תוך שמירה על היקף מזומן גבוה לאורך שנים, ביחד עם אופציות להמרת הלוואות הבניה להלוואות לזמן ארוך והגנות מטבע וריבית על החוב, מצליחים למתן במידה מסוימת את התנודתיות הקיימת במודל העסקי של החברה.

החברה גיבשה תוכנית לשנתיים הקרובות הכוללת מכירה של מרכזים מסחריים במרכז ומזרח אירופה וכן של הפעילות בארה"ב. במידה ותוכנית זו תתממש במלואה, צפויה החברה לתזרים של כ- 300 מיליון יורו וזאת יחד עם הפחתת החוב של הנכסים שנמכרים בכ- 130 מיליון יורו נוספים. מימושים אלו צפויים להביא את החברה ליחס חוב ל- CAP של כ- 40% ויחס חוב ל- EBITDA של כ- 4.5x. להערכתנו ניסיון ההנהלה תומך במימוש התוכנית אך מאידך היא כפופה למצב השוק. לאחרונה נסקו תשואות האג"ח של החברה ושל חברת האם, זאת בין היתר על רקע חילוקי דעות בין הבעלים של חברת האם, חברת אירופה ישראל, לבין הבנק המממן שלה. שיעור התשואה הגבוה של האג"חים ומחיר המניה הנמוך מקשים מאוד על נגישות החברה לשוק ההון ומגבירים את התלות שלה בצורך במימושים.

דירוגה של פלאזה סנטרס מושפע גם מדירוגה של חברת האם, וזאת לאור הקשר החזק שאנו רואים ביניהן. עם זאת, איננו רואים שוני בין הערכת חוסנה העצמאי לדירוגה. לפירוט על יחסי חברת אם בת, ראה מאמר מתודולוגי בנושא.

נזילות

להערכתנו, נזילות החברה הינה פחות ממספקת. נכון ל- 30 ביוני 2011 בקופת החברה היו מזומנים בהיקף של כ- 230 מיליון יורו, זאת כנגד חלויית קרן אג"ח ובנקים של כ- 140 מיליון יורו, תשלומי ריבית של כ- 60 מיליון יורו וצרכי השקעה של כ- 50 מיליון יורו עד סוף 2012. אולם אנו רואים בנוסף את צרכי חברת האם לחלוקת דיבידנדים מפלאזה. בשנה הקרובה החברה מתכננת לבצע מימושים, ביניהם מספר מרכזים מסחריים שפותחו והופעלו בשנים קודמות וכן את מימוש ההשקעה בקרן REIT בארה"ב שבה היא השקיעה בשיתוף עם חברת האם. אם תכנית המימושים תבוצע לפי תכנון החברה, תתחזק נזילותה. אך בשלב זה, שבו חוזי המכירה טרם הגיעו לשלב החתימה, חובת ההוכחה מוטלת על החברה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו כי ביצוע תוכנית המימושים של החברה כפי שמתוכנן בשנתיים הקרובות, יושפע ממצב השווקים התנודתי, מזמינות האשראי ונכונות המשקיעים לקחת סיכונים. אנו מניחים כי על אף שכיום נראה שיטנו מימון ורצון של משקיעים לרכוש פעילויות מהסוג שהחברה מחזיקה, רצון ויכולת אלה יכולים להיעלם בהינתן שינויים שלילים בשווקים הפיננסיים בארה"ב ובאירופה. הצלחת הביצוע של חלק משמעותי מהתכנית בטווח הזמן של כחצי שנה, עשוי להביא לפעולה דירוגית חיובית, ככל שהמימושים יתורגמו להורדת חוב משמעותית ושיפור ניכר ביחסי הכיסוי. במידה ולא נצפה בשינוי חיובי בתזרימי המזומנים מהפעילות תישקל פעולת דירוג שלילית נוספת.

בשלב זה אנו רואים קשר חזק 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	
ilA/ Watch Negative	ilBBB+ / Negative	פלאזה סנטרס N.V.
ilA/Watch Negative	ilBBB+	סדרה א'
ilA/Watch Negative	ilBBB+	סדרה 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 לS&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 לS&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.