

# פלאזה סנטרס אן.וי.

---

2 מרץ, 2016

עדכון דירוג

## שינוי תחזית הדירוג מיציבה לשלילית בשל עיכובים בביצוע תכנית המימושים

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

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

# שינוי תחזית הדירוג מיציבה לשלילית בשל עיכובים בביצוע תכנית המימושים

## תמצית

- קצב מימוש הנכסים של החברה בשנת 2015 נמוך באופן משמעותי בהשוואה לתכנית העסקית שהוצגה לנו אשתקד. בהתאמה, תזרימי המזומנים בשנת 2015 נמוכים מהתרחיש הקודם והחוב נטו הצפוי לסוף שנת 2015 גבוה מהתחזית הקודמת.
- בנוסף, תנאי השוק במדינות הפעילות מעלים חששות לגבי יכולת החברה ליישם בהצלחה את תכניתה האסטרטגית למימוש נכסים בהיקף מספק על מנת לשרת את החלויות הגבוהות בשנת 2017.
- רמת הנזילות הנוכחית של החברה לשנה הקרובה הינה פחות מהולמת, בהתבסס על היקף המזומנים בקופה אל מול תשלומי הקרן והריבית של איגרות החוב בשנת 2016.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilBBB' של פלאזה סנטרס א.נ.וי., העוסקת בתכנון, פיתוח והקמה של מרכזי קניות במרכז ומזרח אירופה ומעדכנים את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו לגבי האתגרים הרבים העומדים בפני החברה ליישום מוצלח של האסטרטגיה העסקית הכוללת מימושי מרכזי הקניות והקרקות במרכז ומזרח אירופה.

## פעולת הדירוג

ב-2 במרץ, 2016, אשררה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilBBB' של קבוצת פלאזה סנטרס, העוסקת בתכנון, פיתוח והקמה של מרכזי קניות במרכז ומזרח אירופה, ועדכנה את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי תחזית הדירוג לשלילית משקפת את הערכתנו כי קיימים אתגרים רבים העומדים בפני החברה ליישום מוצלח של האסטרטגיה העסקית הכוללת מימוש מרכזי הקניות והקרקות במרכז ומזרח אירופה. היקף מימוש הנכסים על ידי החברה בשנת 2015 היה נמוך משמעותית מהתכנית העסקית שהוצגה לנו אשתקד ובחלק מהנכסים נרשמו ירידות שווי נוספות לאלו שכבר הוכרו בשנים קודמות. ביצועי החברה בשנה שעברה, ביחד עם חילופי הנהלה והשינוי בהרכב הדירקטוריון, מעלים חששות לגבי יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים בעיתוי ובהיקף הולם לשירות החוב, על פי לוח הסילוקין שנקבע בהסדר החוב שבוצע בחברה בשנת 2014. אי עמידה בתכנית העסקית צפויה, להערכתנו, להוביל להתדרדרות בתמונת הנזילות בהתחשב בתלות הגבוהה במימושי נכסים אל מול היקף גבוה של תשלומי הקרן והריבית של איגרות החוב (סדרות א' וב' וסדרת אג"ח שהונפקה בפולין) במיוחד בשנת 2017.

יחד עם זאת, נציין כי מאז אישור הסדר החוב בסוף שנת 2014 החברה השיגה מספר יעדים, ביניהם שיפור בתפוסה וב-NOI (net operating income) במרבית הקניונים הפעילים והקטנה של הוצאות מטה וכן מימשה מספר נכסים, בהם קרקעות, בגינם קיבלה תזרים פנוי של כ-30 מיליון אירו.

הפרופיל העסקי של החברה מאופיין בהיקף 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. כמו כן, התנאים המאקרו-כלכליים במרכז ומזרח אירופה עלולים להקטין את התיאבון של המשקיעים לסוג הנכסים שהחברה מחזיקה, ובמיוחד קרקעות במדינות מזרח אירופה, ולכן לאתגר את היכולת של החברה להוציא לפועל את תכניתה. יצוין, כי כ-108 מיליון אירו, המהווים כ-29% משווי הקרקעות והנכסים, משיכים לנכס מהותי – Casa Radio בבוקרשט – שהחברה מתכננת לפתח בשנים הקרובות.

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מאופיין ברמת מינוף גבוהה וביחסי כיסוי חלשים ותנודתיים. בתשעת החודשים הראשונים של 2015 הציגה החברה עלייה ברמת המינוף המאזני, שהשתקפה ביחס מתואם של חוב לחוב והון עצמי של 72.3% נכון ל-30 לספטמבר 2015 (לעומת 70.7% נכון ל-31 לדצמבר 2014). העלייה ברמת המינוף נובעת בעיקרה משחיקת ההון העצמי בשל הפסד נקי, בין היתר כתוצאה משערורים שליליים והוצאות מימון גבוהות. היקף הפעילות מצומצם והמודל העסקי של פיתוח ומכירת נכסים יוצר חשיפה לתנודתיות בהכנסות ובתזרימי המוזמנים ומשפיע לשלילה על הערכתנו של הפרופיל הפיננסי.

## נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "פחות מהולמת". אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של החברה בשנת 2016 נמוך מ-1.2x וכי נגישותה של החברה לשוק ההון היא נמוכה.

להלן טבלת המקורות והשימושים של החברה לשנת 2016:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> <li>הוצאות מטה של כ-6 מיליון אירו;</li> <li>תשלומי ריבית של כ-13 מיליון אירו;</li> <li>תשלומי קרן בגין איגרות החוב בסך כ-13 מיליון אירו. יצוין, כי בהסדר החוב נקבע כי אם החברה תגיע ליעד מסוים של פירעונות מוקדמים עד ה-1 בדצמבר 2016, היא תהיה זכאית לדחייה של הפירעונות הנותרים בשנה ותשלום הקרן של 13 מיליון אירו לא יחול בשנת 2016. אולם, בבחינת רמת הנזילות שלנו הדחייה האפשרית לא הובאה בחשבון.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-20 מיליון אירו (נכון לינואר 2016).</li> <li>תזרים נטו (לאחר ניכוי ההוצאות התפעול ושירות החוב הקשורים לנכסים) בהיקף שנתי של כ-10 מיליון אירו מהשכרת נכסים פעילים.</li> </ul>

לפי עקרונות הסדר החוב, 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, אך מנגד נלקח בחשבון תזרים נטו בגין השכרת נכסים. כמו כן, לחברה תכניות פיתוח נכסים חדשים והיא צופה השקעות בפרויקטים בהקמה בהיקף של 8-17 מיליון אירו. יצוין כי מרבית ההשקעות אינן מחויבות או שלחברה קיימת גמישות לגבי קצב ביצוען, ולכן לא כללנו סכומים אלה בניתוח הנזילות שלנו.

יצוין כי נכון למועד זה קיימות שתי הלוואות בנקאיות אשר מסתכמות ביחד בכ-29 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 לחלופין, עד סך של 1.2 מיליון אירו. 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.

נציין לחיוב את הפחתה בהלוואה בגין קניין ליברץ' בסך של 12 מיליון אירו שמקטינה את נטל החוב (ההלוואה הייתה עם זכות חזרה - recourse).

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו לגבי האתגרים הרבים העומדים בפני החברה ליישום מוצלח של האסטרטגיה העסקית הכוללת את מימוש מרכזי הקניות והקרקעות במרכז ומזרח אירופה ובהודו ולגבי ההשפעה שעשויה להיות להם על ביצוע מימושי נכסים ועל התמורה שצפויה להתקבל מהם וכתוצאה מכך על יכולת החברה לעמוד בפירעונות העתידיים לפי המתווה שנקבע בהסדר החוב.

### התרחיש השלילי

נבחן הורדת דירוג אם נעריך כי מצב הנזילות של החברה נחלש והיא מתקרבת למועדי הפירעונות ללא מענה הולם מצידה בצד מימושי הנכסים. אנו מתכוונים לבחון את ההתקדמות של החברה בתכנית העסקית שלה בחודשים הקרובים.

### התרחיש החיובי

מאידך, נשקול שינוי תחזית הדירוג משלילית לציבה אם נעריך כי חלה התקדמות ניכרת בתכנית העסקית של החברה ומצב הנזילות שלה השתפר באופן משמעותי. בפרט, נבחן את ההתקדמות של החברה במימושי הנכסים אל מול צורכי הנזילות שלה הן בשנת 2016 והן בשנת 2017, בה אנו צופים, בשלב זה, פערים משמעותיים בין המקורות הזמינים לשימושים.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של [Standard & Poor's Maalot](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 19 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P](#), 1 בפברואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח בדירוג יזמי נדל"ן](#), 19 באוגוסט, 2014
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצת חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: עדכון המטריצה לסיכון עסקי וסיכון פיננסי](#), 18 בספטמבר, 2012

פלאזה סנטרס א.וי.	
iiBBB-/Negative	דירוג המנפיק
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
iiBBB-	סדרה א' וב'
	<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>
iiBBB-/Negative	מרץ 2, 2016
iiBBB-/Stable	פברואר 20, 2015
D/--	נובמבר 14, 2013
iiB/Negative	יולי 19, 2013
iiBB+/Negative	מרץ 21, 2013
iiBBB-/Watch Neg	דצמבר 27, 2012
iiBBB+/Stable	מאי 21, 2012
iiBBB+/Negative	אוגוסט 31, 2011
iiA/Watch Neg	מאי 25, 2011
iiA/Negative	ספטמבר 20, 2010
iiA/Stable	מרץ 02, 2009
iiA+/Watch Neg	מאי 25, 2008
iiA+/Positive	פברואר 06, 2008

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 מהימן. 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, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.