

2.3.2009

# הודעה לציבור

## פלאזה סנטרס N.V

### הורדת דירוג והוצאה מ- Credit Watch

אנליסט ראשי: אלעד רגב, [eladr@maalot.co.il](mailto:eladr@maalot.co.il)  
אנליסט מגבה: עמרי שטרן, [omris@maalot.co.il](mailto:omris@maalot.co.il)

**S&P Maalot מודיעה בזאת, על הורדת דירוג לסדרת אג"ח א' של פלאזה סנטרס N.V ל- ilA/Stable מדרוג ilA+/CW Negative.**

הורדת הדירוג נובעת בעיקר בשל הורדת הדירוג של חברת האם "אלביט הדמיה בע"מ" וכן מגידול בסיכון העסקי והפיננסי בפעילותה של החברה, הכולל בין היתר, חשיפה לפעילות יזמית במדינות מתפתחות בעלות מאפייני סיכון גבוהים יותר;

יש לציין כי דירוג החברה הנוכחי מוגבל בדירוג חברת האם והיה עשוי להיות גבוה יותר בדירוג החברה בפני עצמה (Stand alone).

## שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג לאג"ח שהונפקו על ידי פלאזה סנטרס N.V מושפעת בעיקר מירידה בדירוג חברת האם, אלביט הדמיה בע"מ (להלן: אלביט") המחזיקה בכ- 74% ממניות החברה, ובשל הרעה משמעותית במצב השווקים בהם פועלת החברה, הרעה אשר נותנת את אותותיה בתחומים רבים, ביניהם תחומי הנדל"ן והמסחר, אשר מהווים את ליבת פעילותה של החברה.

לפירוט אודות הורדת דירוג חברת האם, ניתן לפנות לפרסום S&P Maalot מתאריך 2.3.2009. לחברה חשיפה לפעילות הייזום במדינות מזרח ומרכז אירופה, אשר נראו כחסינות יותר למשבר בתחילת שנת 2008, אך במחצית השנייה של השנה המשבר החל לתת אותותיו במדינות אלו בצורה מהותית, ונראה כי ההדרדרות ממשיכה גם בתקופה זו.

בשנים האחרונות, התמקדה פלאזה סנטרס במכירת קניונים לאחר השלמתן. החברה השלימה ומכרה 26 קניונים עד היום לחברות נדל"ן בינלאומיות. בהתחשב במצב הנזילות העולמי, אנו צופים כי לחברה יהיה קשה למכור מרכזים מסחריים בזמן הקרוב ובוודאי שאיננו מצפים לראות את אותה הרווחיות של השנים האחרונות. יחד עם זאת, ניסיונה הרב של החברה והנהלתה בפעילות ייזום הקניונים במזרח ומרכז אירופה תומך ביכולתה להתמודד עם מצב השוק המאתגר.

להלן שינויים בדירוג S&P למדינות הפעילות של החברה:

Country	Rating
<b>Romania</b>	
27-Oct-08	BB+ /Negative
06-Nov-07	BBB- /Negative
<b>Latvia</b>	
24-Feb-09	BB+ /Negative
10-Nov-08	BBB- /Watch Neg
27-Oct-08	BBB /Negative
<b>Serbia</b>	
27-Feb-09	BB- /Negative
11-Mar-08	BB- /Negative
10-Jul-07	BB- /Stable
<b>Czech republic</b>	
28-Nov-08	A /Stable
<b>Poland</b>	
27-Oct-08	A- /Stable
21-Feb-08	A- /Positive

מצב שוק זה אופיין במספר אינדיקטורים. פעילות המערכת הבנקאית במדינות מזרח ומרכז אירופה, אשר היוותה גורם חשוב בצמיחה של האזור, נחלשה בשל הפגיעה בנזילותם של הבנקים הגלובליים (אשר מחזיקים במדינות אלה בסניפים מקומיים) המבצעים כיום חלוקה מחדש של סדר העדיפויות במתן האשראי.

הכניסה המאסיבית של הבנקאות המערבית ומתן האשראי גרמו לעליה חדה בנטילת האשראי הפרטי לעומת התוצר (GDP) במדינות אלו. ההסתמכות הרבה של מדינות אלו על האשראי הזר משתקף בהרעה בגרעון בחשבון השוטף ובירידה בחיסכון המקומי. ההשקעות הזרות הרבות אשר הועצמו ע"י הפרשי הריביות בין מדינות במערב אירופה,

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

כמו שוויץ לדוגמא, לבין הריביות שהיו נהוגות במדינות מזרח ומרכז אירופה, הביאו להזרמת כספים רבה למדינות אלו אשר גרמו להתחזקות המטבעות המקומיים.

הגידול בגירעון בחשבון השוטף (בכל אחת מן המדינות) הוביל בסופו של דבר לקריסת שערי החליפין. מקריסה זו נפגעו התושבים המקומיים, אשר לקחו הלוואות צמודות למטבעות אירופאים, בעיקר פראנק שוויצרי ויורו, לצורך הכישת דירות. קריסת שערי החליפין הובילה לשחיקת יכולת ההחזר של הלווים והעלאת שיעור המינוף (LTV). כמו כן, נפגעו כוח הקנייה של הצרכנים, עליהם מסתמכות הרשתות הבין לאומיות והחנויות המקומיות אשר שוכרות שטחים בקניוני החברה. אנו צופים כי המשך ההידרדרות במצב הכלכלי יוביל לירידה במכירות בקניונים ולירידה בחוסנם של חלק מהשוכרים. החרפת המצב עשויה להביא אף ליציאת שוכרים מן הקניונים, ולירידה בתזרימי המזומנים הנובעים מנכסים אלו. במקרה זה, אנו צופים כי השכרת יתרת השטחים בקניונים אשר נמצאים בבנייה, תושפע אף היא לרעה ועשויה להיות מאתגרת יותר.

לצורך התמודדות עם המשבר הנוכחי, צמצמה החברה במהלך שנת 2008 את היקף הפרויקטים בבניה. בשנת 2009 צפויה החברה להתמקד בבניית 6 פרויקטים, כ- 50% מהשטחים בפרויקטים שבבניה כבר הושקרו, מלבד פרויקט ריגה (לאטביה) ופרויקט Liberec (צ'כיה) אשר צפויים להיפתח ברבעון הראשון של השנה.

מאיך לחברה פרויקט ברמת סיכון גבוהה יותר, קאסה ראדיו, הממוקם בבוקרשט רומניה. החברה השקיעה בפרויקט עד היום כ- 100 מ' יורו המהווה כ- 50% מסך השקעותיה בשמונת הפרויקטים המוזכרים לעיל ויתרת ההשקעה בו עומדת על 270 מ' יורו (חלק החברה). החברה טרם החלה לשווק בו שטחים להשכרה וטרם קיבלה מימון להקמתו, עם זאת, החברה הצהירה כי לא תמשיך להשקיע בפרויקט ללא קבלת ליווי פיננסי. כמו כן, הסביבה הענפית ברומניה מסוכנת משמעותית יותר ממדינות הפעילות האחרות אולם לזכות הפרויקט עומד מיקומו, במרכז בבוקרשט.

פעילות ייזום הקניונים הינה תנודתית מאוד וכוללת השקעה מרובה, הן על ידי הון עצמי והן על ידי חוב זר. תזרימי המזומנים מפעילות זו מתקבלים רק בסוף תהליך ההקמה עם מכירת הנכסים או עם הפעלתם כנכס מניב וקבלת הלוואות בנקאיות בגינם. עם זאת, החברה מחזיקה תיק מזומנים גדול לאורך השנים (כ- 200 מיליון יורו בסוף הרבעון השלישי של 2008) ועובדת עם מינוף פיננסי נמוך. יחס החוב ל- CAP נטו של החברה עומד על כ- 5% בלבד נכון לספטמבר 2008. לחברה תיק מזומנים בהיקף של כ- 90% מהחוב הפיננסי. היקף מזומן זה מאפשר לחברה גמישות באשר לקבלת מימון והחזר חוב.

נציין כי לדברי החברה, לא קיימת מחויבות לבניית פרויקטים אשר אין להם מימון. כיום, לחברה מימון סגור לחמישה פרויקטים בהיקף של כ- 200 מיליון יורו. החברה אינה מתכוונת להתקדם בשלבי הביצוע בפרויקטים אשר לא נסגר להם מימון ונכון להיום אין לה ל"ז לוחץ לסיום פרויקטים.

יצוין כי עם סגירת המימון, חותמת החברה על הוספת אופציית המרה של ליווי הבנייה להלוואה לזמן ארוך. אופציה זו מאפשרת לחברה להמיר את הלוואת הבנייה להלוואה לזמן ארוך, ומעלה את הגמישות התפעולית והפיננסית מאחר והחברה אינה חייבת למכור את הנכס בסיום הבניה בכדי להחזיר את הלוואה. אנו רואים באופציה זו נקודה חשובה וחיונית בדירוג החברה. החברה משמרת את יכולות ניהול הנכסים שלה, זאת הן לצרכי שיווק ותחזוקת הנכסים עד למכירתם והן למצב בו לא יהיו רוכשים (או שריביות ההיוון יעלו לרמה שהחברה לא תרצה למכור את הנכסים).

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

במהלך השנה האחרונה, נכנסה פלאזה סנטרס כשותפה לפעילות ייזום הנדל"ן של אלביט בהודו. להערכתנו בפעילות בהודו יש משום שינוי ממדיניותה השוטפת של החברה לא להפעיל פעילות של מגורים ולהתמקד בייזום מרכזי מסחר. פלאזה סנטרס תהיה גם אחראית על בניית הנכסים המסחריים בפרויקטים הנ"ל. הכניסה להודו מעלה את הסיכון שבפעילות החברה מאחר ולחברה אין ניסיון ביזום מגורים בהודו (זאת למרות השותפות עם יזם מקומי המתמחה בבניית מגורים) ואין לה את היתרון של היכרות עם השוק והקשרים עם בנקים ולקוחות אשר מאפיינים את פעילותה במזרח ומרכז אירופה.

להרחבה על הפעילות בהודו ראו פרסום בדבר דירוג חברת אלביט מתאריך 2.3.2009

יחסי הכיסוי של החברה הינם טובים מאוד. נכון ל-9.2008, יחס החוב נטו ל- EBITDA עומד על כ-2. להערכתנו, בהתבסס על נתוני החברה, בהנחה ולא ימכרו כלל פרויקטים במהלך שנת 2009 יחס זה צפוי לעלות לכ-5, יחס המתאים לרמת הדירוג הנוכחית. יחס ה- EBITDA למימון נטו עמד על כ-2, אך איננו צופים קושי לתשלומי הריבית מאחר ולחברה היקף מזומן גדול מאוד ביחס לצרכים. יחד עם זאת היחסים הפיננסיים תנודתיים מאד בשל אופי הפעילות.

להערכתנו, החברה פעלה בצורה נכונה עם כניסתה למשבר האשראי העולמי. החברה השכילה לצמצם את מספר הפרויקטים הפתוחים, וסגרה מימון בנקאי לבניה הכוללת אופציה להארכת הלוואת הליווי להלוואה לזמן ארוך. שימור יכולות ניהול הנכסים ושמירה על תיק מזומן בהיקף של כ-200 מיליון יורו (אשר נבע מגיוס אג"ח בתחילת שנת 2008 וממכירת קניין ארנה בהונגריה) תרמו אף הם למצבה החיובי הנוכחי.

## נזילות

נזילות החברה טובה מאוד ונסמכת על תיק מזומן גדול המצוי בידי החברה ועומד על כ-90% מסך חוב החברה. נכון לספטמבר 2008, לחברה מזומנים בהיקף של כ-200 מיליון יורו. חלויות החברה פרוסות בצורה טובה מאוד, כאשר בשנת 2009 אין חלויות ובשנת 2010 עליה להחזיר כ-7 מיליון יורו בלבד (לא כולל את הליוויים בפרויקטים). במידה וימכרו הפרויקטים, תפרע ההלוואה שניתנה לצורך הבנייה, אך במידה ולא תהיה מכירה, תומר הלוואת הבנייה להלוואה לז"א, כפי שצוין לעיל. פעילות הייזום בהודו צפויה להיות ממומנת ממקדמות הרוכשים, כך שלא צפויה יציאת מזומנים גדולה. בשנת 2008, חילקה החברה לראשונה דיבידנד לבעלי המניות. אנו מצפים כי שמירה על מדיניות הדיבידנדים המוצהרת לא תפגע בנזילותה בטווח הזמן הקצר.

## תחזית דירוג יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את מצב הנזילות החזק של החברה. תיק המזומנים של החברה והצפי כי תמשיך לשמור עליו גם בהמשך, עומדים בבסיסו של הדירוג. להערכתנו, המהלכים אשר בוצעו על ידי הנהלת החברה מצמצמים את חשיפתה למשבר, בעיקרם שמירה על תיק מזומנים גדול, צמצום כמות הפרויקטים וכן סגירת מימון בפרויקטים שבבניה.

יצוין כי רכישות והשקעות מהותיות, אשר יפחיתו את כמות המזומנים בצורה משמעותית ולא יכניסו תזרימים מידיים, עשויים לשנות את תחזית הדירוג ואף לגרום להורדת דירוג. כמו כן, ירידה בדירוג של חברת האם או בעיות במימון הפרויקטים במזרח ומרכז אירופה וכן כניסה להשקעות ספקולטיביות ללא הבטחת מכירה או השכרה יכולים גם כן להוביל לשינוי תחזית הדירוג ולהורדת דירוג.

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם 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 ל S&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 ל S&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.