

Plaza Centers N.V

פעולת דירוג פברואר 2010

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

Plaza Centers N.V

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק יציב, לגיוס שבוצע בחודשים ינואר-פברואר 2010, בהיקף של 330 מיליון ₪, במסגרת הרחבת סדרת אג"ח ב' של חברת Plaza Centers N.V (להלן: "החברה", "פלאזה"). מטרת הגיוס נועדה לפעילות השוטפת של החברה.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו (אלפי ₪):

שנות פירעון האג"ח	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח למועד הדוח(*)	מועד הנפקה ראשוני	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2017	מדד	4.5%	305,136	06/2007	1109495	אג"ח א
2011-2015	מדד	5.4%	1,250,174	02/2008	1109503	אג"ח ב*

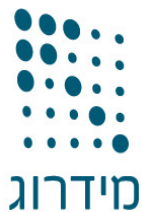
* כולל את סכום ההנפקה בפעולת דירוג זו

דירוג החברה נתמך בשמירה על הפרופיל הפיננסי של החברה, המתבטא בשמירה על יתרות נזילות גבוהות ופיזור פעילות על פני מספר מדינות. לצד זאת נציין, כי המצב הכלכלי והאווירה העיסקית בחלק משווקי הפעילות נותרה חלשה ובאה לידי ביטוי בנתוני החברה.

החברה ביצעה התאמה של המדיניות העסקית למצב הכלכלי של שווקי פעילותה, בין היתר, באמצעות צמצום היקף הפרויקטים בביצוע והקפאת פרויקטים, שטרם אושר בגינם מימון בנקאי, תוך הגבלת היקף חשיפת ההון העצמי לפרויקטים. שוק המימון הבנקאי שהחל לאחרונה להיפתח, בחלק ממדינות פעילות החברה, עשוי לאפשר לחברה לקדם פרויקטים במדינות בהן חלה התערורות כלכלית.

אכלוס חלקי בפרויקטים שהושלמו

לחברה כיום 2 מרכזים מסחריים מניבים, האחד בריגה, לטביה (כ- 49,000 מ"ר, 50% החזקת החברה), בו קיימת 80% תפוסה ומניב כ- 8 מיליון אירו NOI שנתי. השני, בליברץ בצ'כיה (100% החזקת החברה, כ- 16,000 מ"ר), בו קיימת 60% תפוסה ומניב כ- 2 מיליון אירו NOI שנתי. על הנכסים קיימות הלוואות אשר מסתיימות בשנת 2014.



החברה כיום מבצעת 3 פרויקטים (בבעלות מלאה) אשר בגינם קיבלה מימון לשם השלמת ביצועם, הכוללים את הפרויקטים בפולין - Suwalki (כ- 20,000 מ"ר, כ- 75% מושכר) ו- Zgorzelec (כ- 12,000 מ"ר, כ- 73% מושכר), אשר סיומ בנייתם ואכלוסם אמור להתרחש במרץ- אפריל 2010, ו- Koregaon park (כ- 56,000 מ"ר, כ- 40% מושכר מראש), בהודו, שבנייתו אמורה להסתיים ברבעון ראשון 2011.

המשך הקפאת ביצוע פרויקט Casa Radio בבוקרשט רומניה, תואם את המצב הכלכלי של רומניה ואת העובדה שטרם התקבל מימון להמשך ביצוע הפרויקט. נכון להיום, השקיעה החברה בפרויקט זה כ- 120 מיליון אירו כהון עצמי. כפי שצויין בעבר, רמת הסיכון של החברה מאופיינת בחשיפה לרמת ההשקעה הנדרשת לשם השלמתו, עקב היותו בשלבי ביצוע מוקדמים.

מדיניות פיתוח סלקטיבית בעיקר בפולין ובסרביה

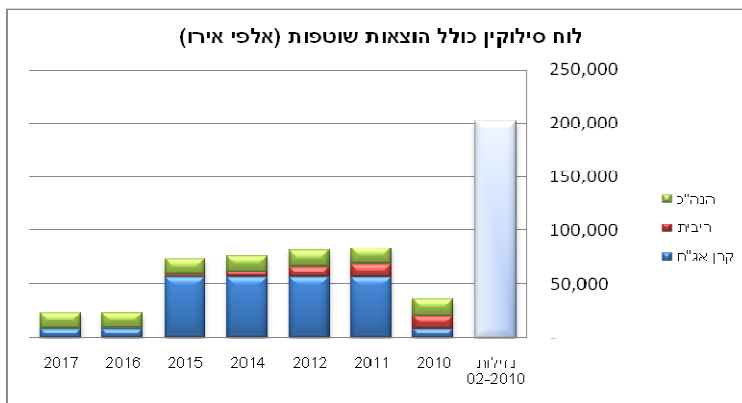
אסטרטגיית החברה לפיה, פעילותה תתרכז רק באזורים בהם ניתן לקבל מימון ושבהם קיים ביקוש לשטחי השכרה, מובילה את החברה לקידום פעילות הביצוע, בעיקר בסרביה ופולין. התקדמות בפרויקטים המסחריים בהודו תלויה אף היא במימון שתקבל החברה, או לחילופין, במימון עצמי, מתוך מקדמות מרוכשים שיתקבלו במסגרת פרויקטי המגורים.

בסרביה פועלת החברה לקבלת מימון לפרויקט בעיר Kragujevac להקמת מרכז מסחרי, בהיקף שטח בר השכרה של כ- 24,500 מ"ר, בעלות צפויה של כ- 52 מיליון אירו (כולל קרקע). העיר מונה כ- 180,000 תושבים ואין בה כיום מרכז מסחרי פעיל. החברה מדווחת כי כבר כיום יש כ- 65% חוזי השכרה מראש. הפרויקט הינו בתהליכי בניה התחלתיים.

בפולין פועלת החברה בשני פרויקטים שנמצאים כרגע בשלבי תכנון וקבלת אישורים - האחד, להקמת מרכז מסחרי ב- Torun, (עיר המונה כ- 250,000 תושבים), בהיקף שטח בר השכרה של כ- 39,000 מ"ר, בעלות צפויה כוללת של כ- 83 מיליון אירו (כולל קרקע). החברה מדווחת על חתימת חוזי השכרה מראש עבור כ- 35% מהשטח להשכרה. הפרויקט השני הינו להקמת מרכז מסחרי בלודז', (עיר המונה כ- 750,000 תושבים), בהיקף של כ-

45,000 מ"ר, בעלות צפויה כוללת של כ- 87 מיליון אירו (כולל קרקע). טרם החל שיווק הפרויקט.

החברה מעריכה, כי עם חתימת הסכמי מימון לשלושת הפרוייקטים האלו היא תזדקק להשקעת הון עצמי נוסף בהיקף של כ- 35 מיליון אירו. תשואת ה- NOI מהפרוייקטים מוערכת בסביבות שיעור של בין 10% ל- 11% לפרוייקטים בפולין וכ- 13%-12% בפרוייקט בסרביה. הנחות המימון נעות בין 65%-70% מימון לעלות הכוללת של הפרוייקט, הכוללת את מרכיב הקרקע.



שמירה על נזילות גבוהה

על אף מספר השקעות אשר ביצעה במהלך 2009 (רכישת קרקע בלודג', הגדלת החזקה בפרויקט Dream Island ורכישת קרקע לפרויקט

בסופיה), לחברה נזילות גבוהה, העומדת על כ- 208 מיליון אירו, זאת לאור מספר מהלכים שביצעה, במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2009 ואילך, הכוללים מכירת מניות באוצר, בסך כולל של כ- 22 מיליון אירו, והרחבת סדרת אג"ח ב' בסכום כולל של כ- 82 מיליון אירו, במצטבר.

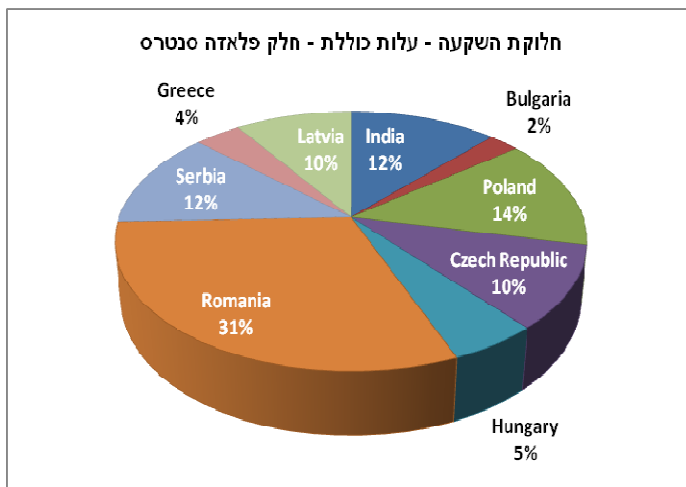
קופת מזומני החברה תומכת בהיקף הפירעונות הצפוי לחברה ברמת הסולו במהלך השנים 2010 - 2011, הכולל את קרן האג"ח, הוצאות הריבית והוצאות הנה"כ וכן השקעות החברה בפרוייקטים שצוינו לעיל. נכון להיום, לחברה טרם נוצרו תזרימים פרמננטיים משמעותיים בגין נכסיה המניבים.

יחד עם זאת, הצלחת החברה באיכלוס שני המרכזים המסחריים בפולין במהלך 2010 ואיכלוס קניון קוראגון פארק בהודו ברבעון הראשון של 2011, צפויים להגדיל את היקף התזרים הפרמננטי שמייצרת החברה ולתמוך בחלק מהוצאותיה השוטפות. יש לציין, כי המודל הפיננסי של החברה מתבסס על מימוש נכסיה, לרוב בתשואות מכירה הנעות בין 7%-9% על היקף הכנסות השכירות. על כן, יכולת החזר החוב של החברה בטווח הבינוני-

ארוך, תלויה, בין היתר, בפתיחת השווקים בהם פועלת החברה לקבלת מימון לצורך ביצוע עסקאות של מכירת מרכזים פעילים.

עתודות קרקע משמעותיות

בבעלות החברה כ- 27 קרקעות, לא משועבדות, לפיתוח, בפיזור על פני מספר מדינות, בהיקף עלות של כ- 260 מיליון אירו, לא כולל את ההשקעות ב- Casa Radio ובהודו ואת הפרוייקטים שבבנייה או



את אלו שנפתחו. הקרקעות רשומות בספרים לפי עלות. למעלה ממחצית הקרקעות נרכשו במהלך השנים 2007 - 2008, שנות גאות מחירים, אשר לאור המצב הכלכלי בחלק משווקי הפעילות, חשופות לאובדן ערך.

עיקר ההשקעות שביצעה החברה (הון עצמי + הלוואות בגין הפרוייקטים) מצוי ברומניה אשר כמחציתן הושקעה בפרוייקט Casa Radio. לאור מצב השוק ברומניה בשלב זה, פעילות החברה אינה מתרכזת בשוק זה ועל כן, אנו מצפים, כי היקף ההשקעות יגדל בעיקר בפולין ובסרביה.

השקעות בארה"ב

ב- 09.02.2010, הודיעה החברה, כי במסגרת עסקת שיתוף עם חברת אלביט הדמיה, הגיעו הנ"ל להסכמה (באמצעות חברת בת) עם צד ג' לגבי הקמת קרן להשקעה בנדל"ן מסחרי מניב בארה"ב. ככל שהקרן תבצע השקעות, היקף ההשקעה מצד החברה ואלביט יעמוד על סכום של עד 100 מיליון דולר ארה"ב (בחלקים שווים).

נתונים פיננסיים עיקריים:

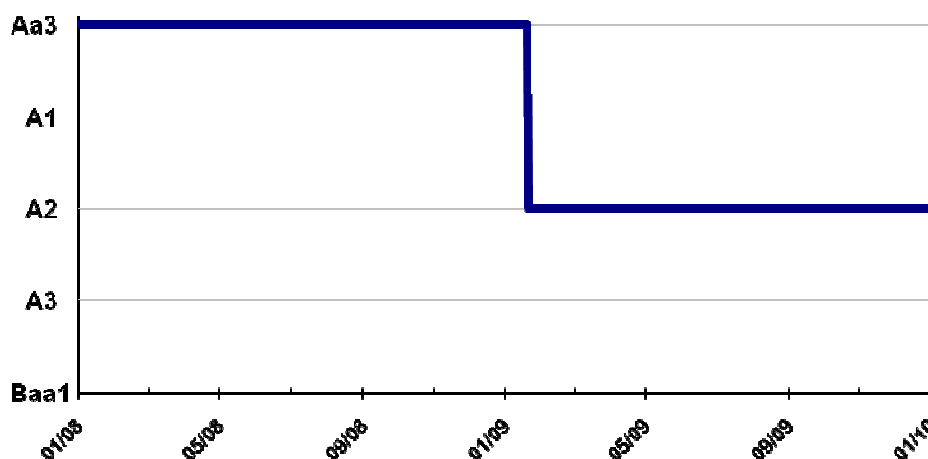
81,731 אג"ח שגויס
21,962 מכירת מניות באוצר

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2009	פרופורמה	נתוני מאזן (אלפי יורו)
474,897	761,211	958,556	1,026,582	1,130,275	סך מאזן
159,961	298,339	575,334	700,653	700,653	קניונים בבניה
83,321	79,098	302,817	410,655	492,386	חוב פיננסי
218,837	67,414	146,026	104,899	208,592	יתרות נזילות
-135,516	11,684	156,791	305,756	283,794	חוב פיננסי נטו
364,677	603,471	609,531	574,183	596,145	הון עצמי וזכויות מיעוט
452,137	683,121	918,539	988,330	1,092,023	Cap
77%	79%	64%	56%	53%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
18%	12%	33%	42%	45%	חוב ל-CAP
-58%	2%	20%	35%	32%	חוב נטו ל-CAP, נטו
FY2006	FY 2007	FY 2008	FQ1-3 2009	N.A.	דו"ח רווח והפסד (אלפי יורו)
74,191	507,843	98,613	11,085		סך הכנסות
24,157	241,184	42,679	-7,368		רווח (הפסד) גולמי
16,757	218,974	21,434	-12,451		EBITDA
664	9,347	58,088	-14,653		הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
14,720	226,967	67,684	-35,569		רווח נקי (הפסד)
33%	47%	43%	שלילי		רווח גולמי מהכנסות
20%	45%	69%	שלילי		רווח נקי מהכנסות

אופק הדירוג

- **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג :** *
 - יצירת תזרים משמעותי ממכירת נכסי החברה תוך שמירה על איתנות פיננסית וחיזוק משמעותי ביציבות תזרים המזומנים הפרמננטי
 - **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :** *
 - ירידה משמעותית ברמת הנזילות של החברה לרבות פגיעה בפרופיל הפיננסי של החברה כתוצאה ממדיניות השקעה שתבצע החברה
 - אובדן ערך כתוצאה מהמשבר במרבית השווקים בהם פועלת החברה, נוכח ההחזקה בעתודת קרקעות מהותית וכן מהשפעת מדיניות ההשקעה המתוכננת בארה"ב.
 - שינויים נוספים לרעה בשווקי פעילות החברה לרבות האטה ניכרת ומתמשכת בתחום הנדל"ן בכלל ובתחום המרכזים המסחריים בפרט, באזורים בהם פועלת החברה אשר עלולים לפגוע בפעילותה העסקית ולגרום לאובדן ערך
 - חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה
- * אין באמור בגורמים המפורטים כדי להוות התחייבות כלשהי של החברה לפעול בהתאם לאמור באותם גורמים.

גרף היסטוריית הדירוג



אודות החברה

חברת פלאזה סנטרס בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה נכדה של קבוצת אלביט הדמיה 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 ומרכז אסיה.

בעל המניות העיקרי בחברה, בעקיפין, הינו מר מוטי זיסר, המחזיק בחברה באמצעות חברת האם, אלביט הדמיה בע"מ המחזיקה בכ – 68% ממניות החברה. שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן – דוח מתודולוגי](#) – אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות* <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* <i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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.

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 בעיני 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 צריכים 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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 (Moody's.) (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.