



MLP GROUP S.A.

דוח דירוג ראשוני | אפריל 2012

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadav@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ran@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



MLP GROUP S.A.

דירוג: A3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	---------------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 לסדרת אג"ח חדשה בהיקף של עד 100 מיליון ₪, אשר תונפק ע"י MLP GROUP S.A. (להלן "MLP", "החברה"). סדרת האג"ח תהיה צמודת מדד. במסגרת הדירוג, נלקח בחשבון כי במקביל לגיוס החוב תגייס החברה הון בהיקף של כ- 65 מיליון ₪. בנוסף, בעקבות הליך גיוס ההון והחוב החברה תהיה חברה ציבורית או חברה מדווחת.

הדירוג יהיה כפוף לבחינת תנאי סדרת האג"ח החדשה. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים במבנה הנפקת סדרת האג"ח החדשה, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

פרופיל החברה

MLP הוקמה בשנת 1998 באמצעות רכישת חברה ממשלטית, במסגרת הליכי הפרטה שביצע הממשל הפולני. פעילותה הנוכחית של החברה כוללת פיתוח, השכרה ותפעול שוטף של מרכזים לוגיסטיים ותעשייתיים. נכון למועד הדוח כוללת פעילות החברה החזקה ב- 4 מרכזים בפולין ומרכז נוסף ברומניה בשטח בנוי של כ- 280 אלף מ"ר, מתוכם מושכרים כ- 266 אלף מ"ר.

MLP – נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי זלוטי)*

2007	2008	2009	2010	2011	
30,994	34,530	64,609	67,899	74,268	הכנסות שוטפות
22,154	21,898	45,159	45,084	51,749	רווח גולמי (NOI)
17,369	18,530	41,368	40,046	46,094	רווח תפעולי (EBITDA) - ללא שערוכים וחד פעמיים
47,769	25,343	-8,090	80,971	22,588	רווח נקי
73,327	53,675	27,208	23,340	22,432	יתרות נזילות
192,381	448,081	445,784	442,612	486,899	חוב פיננסי
403,604	762,955	740,689	830,228	885,399	CAP
181,301	265,427	248,433	325,549	333,467	הון עצמי
413,814	791,129	764,509	861,501	969,386	מאזן
48%	59%	60%	53%	55%	חוב ל- CAP
44%	34%	32%	38%	35%	הון עצמי למאזן
10,493	3,202	28,440	27,161	**32,462	FFO
18.3	139.9	15.7	16.3	15.0	חוב ל- FFO
11.3	123.2	14.7	15.4	14.3	חוב נטו ל- FFO

* החברה הינה חברה פרטית פולנית; שעה ש זלוטי עומד למועד הדוח על כ- 1.19 וליום 31.12.2011 על כ- 1.11 ** FFO Adjusted הינו מייצג לפעילות הנוכחית, על פי חישוב ישיר מנכסים בניכוי הוצאות תזרימיות הכוללות, בין היתר, הנה"כ, מימון ומסים (לא כולל חוזים שנחתמו לאחר המאזן)

MLP פועלת ממועד הקמתה לרכישת קרקעות, הקמת מבנים לשימוש לוגיסטי ותעשייתי במסגרת פארקים תעשייתיים, השכרתם ותפעולם השוטף. במקור הוקמה החברה ע"י מר איציק לוסטיג ז"ל ומר מיכאל שפירא המשמש כמנכ"ל החברה מעת הקמתה. במהלך השנים הראשונות לפעילותה חלו מספר שינויים בבעלי המניות של החברה, במסגרתם אף רכשו בשנת 2001 חברת הכשרת היישוב לישראל (להלן: "הכשרת הישוב") ומר איתן לוי אחוזים בבעלות. בשנת 2003 התייצב הרכב הבעלות ב- MLP והוא כולל החזקה (באופן ישיר ועקיף) של כ- 50% מהחברה ע"י הכשרת הישוב, החזקה של כ- 25% ע"י מר איתן לוי והחזקה של 25% ע"י מר מיכאל שפירא. קבלת ההחלטות העסקיות וגיבוש האסטרטגיה בחברה נעשים במשותף ע"י 3 גורמים אלו. הנציג המעורב בניהול החברה מטעם הכשרת הישוב הינו מר שמשון מרפוגל - משנה למנכ"ל בהכשרת היישוב, המשמש אף כיו"ר דירקטוריון החברה. רכישת החברה הממשלתית בשנת 1998 בוצעה בשל בעלותה על חטיבת קרקע גדולה בקרבת וורשה, עליה הקימה לימים MLP את הפארק הראשון - פרושקוב 1. בשנת 2000 השכירה החברה את המבנה הראשון בפרושקוב 1 ללקוח שעודו שוכר את המבנה גם כיום. במהלך השנים 2004-2008 רכשו בעלי המניות 3 קרקעות בפולין (פרושקוב 2, פוזנן וטיכה) עליהן הוקמו פארקים נוספים. קרקע נוספת נרכשה ע"י MLP בשנת 2008 בבוקרשט, רומניה בשותפות עם קרן השקעות יוונית. הקרקעות בפולין נרכשו באופן ישיר ע"י בעלי המניות בפרופורציות החזקה דומות להחזקותיהם ב- MLP. בעת הזו, מלבד החזקתה בפרושקוב 1, שימשה MLP גם כחברת הניהול של יתר הפארקים. בשנת 2008 ביצעה החברה רה ארגון אשר כלל, בין היתר, העברת 3 פארקים לבעלותה של MLP בעסקת החלפת מניות בין בעלי העניין. מטרת המהלך הייתה להגדיל את היקף פעילות החברה במסגרת ניסיון הנפקת החברה בבורסה בפולין, מהלך אשר לא יצא לבסוף לפועל, בין היתר בשל המשבר הכלכלי שפרץ באותה העת. ממועד הקמתה התמקדה החברה בהרחבת הפעילות ועל כן מעולם לא חילקה דיבידנד לבעלי מניותיה. מנגד הקפידה החברה כי מנוע הצמיחה העיקרי יגיע מהרווחים השוטפים ופחות מהזרמות בעלים. כך, סך הזרמות הבעלים עד למועד הדוח הסתכם בכ- 6.6 מיליון אירו בלבד. בשנת 2011 השיבה לראשונה החברה חלק מהלוואות הבעלים שניתנו לה בהיקף של כ- 1 מיליון אירו ובכוונתה להמשיך ולפרוע בהדרגה הלוואות אלו. החברה טרם גיבשה מדיניות דיבידנד מוסדרת.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מהיות הנהלת החברה בעלת ניסיון רב ולאור שיתוף הפעולה המתמשך והחיובי בין בעלי המניות בחברה; אסטרטגיית החברה מאופיינת ברמת מיקוד גבוהה ביחס לאזורי ומגזרי הפעילות ואף כוללת מדיניות צמיחה סולידית; השוק הפולני מציג נתונים כלכליים טובים ובעל מאפיינים שהינם חיוביים לפעילות החברה; החברה נהנית ממיקומים איכותיים של מרכזיה התעשייתיים והלוגיסטיים; החברה מציגה צמיחה עקבית לאורך השנים, המתבססת על שוברים מחברות בינלאומיות ומקומיות מובילות, חלקן הגדול תעשייתיות ובעלות חוזי שכירות ארוכים ותחלופה נמוכה; החברה הינה בעלת פוטנציאל צמיחה משמעותי מהשבחת נכסיה הקיימים; החברה מציגה יחסים פיננסיים טובים לדירוג.

דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפה משמעותית לפארק בפרושקוב המהווה נכס מרכזי בפורטפוליו המניב. תמהיל השוברים המגוון (למעלה מ- 50 שוברים) וחוזי השכירות ארוכי הטווח בפארק מצמצמים חשיפה זו; היקף פעילות החברה נחשב כבינוני - נמוך ביחס לחברות נדל"ן מובילות המדרגות בישראל; קיימת חשיפה לסיכונים שוק הנדל"ן, ולענפי הלוגיסטיקה והתעשייה בפרט; קיימת חשיפה לפארק התעשייתי בבוקרשט, המציג נתוני פעילות חלשים (על אף שחלק פארק זה בפורטפוליו קטן); גמישותה הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה לרמת הדירוג; קיימת חשיפה מאזנית לשינויים בשע"ח אירו - זלוטי; יש לבחון לאורך זמן את אופן התנהלות החברה כציבורית, על כל המשתמע מכך לגבי מנגנוני הבקרה וקבלת ההחלטות.

חוזקות

הנהלת החברה הינה בעלת ניסיון רב בענפי הנדל"ן והתעשייה; שיתוף הפעולה בין בעלי המניות בחברה הינו מתמשך וחיובי להתפתחות החברה

MLP פעילה בתחום הפארקים התעשייתיים מעת הקמתה, לפני למעלה מ- 14 שנה. בכל מהלך התקופה, כיהן כאמור כמנכ"ל החברה מר מיכאל שפירא, אשר הינו בעל ניסיון רב שנים, הן בתחום התעשייה והן בתחום הנדל"ן המסחרי. הכשרת היישוב, שהינה בעלת המניות הגדולה בחברה, ומר שמשון מרפוגל המשמש כיו"ר הדירקטוריון מטעמה הינם בעלי וותק רב בתחומי הנדל"ן על מגזריו השונים. 3 בעלי המניות בחברה פועלים יחדיו בניהול ובהתוויית דרכה של החברה מזה למעלה מ- 10 שנים ולהערכת מידרוג מדובר בשיתוף פעולה חיובי התורם לפיתוח החברה.

אסטרטגיית החברה מאופיינת ברמת מיקוד גבוהה בכל הקשור לאזורי הפעילות ולמגזרי הפעילות; החברה נוקטת במדיניות צמיחה סולידית

מידרוג רואה לחיוב את אסטרטגיית החברה, אשר הינה ממוקדת, הן ביחס לאזורי הפעילות והן ביחס למגזרי הפעילות בהם צברה החברה מומחיות - הכוללים הקמת מבנים להשכרה עבור חברות מתחום התעשייה והלוגיסטיקה בלבד. בכוונת החברה, כפי שנמסרה למידרוג, להמשיך ולמקד את עיקר פעילותה בפולין. לצד תכניתיה להמשיך בהרחבת הפעילות בפארקים הלוגיסטיים הקיימים, בוחנת החברה גם רכישת קרקעות נוספות, אשר יאפשרו לה להרחיב את נוכחותה לאזורים תעשייתיים נוספים וכן לעבות נוכחותה באזורי פעילות קיימים. לגבי רומניה, אין בכוונת החברה להרחיב את פעילותה מעבר לפארק הקיים כל עוד נמשכת ההאטה הכלכלית במדינה. אסטרטגיית החברה הינה סולידית בכל הקשור לאופן הרחבת הפעילות. החברה מקפידה שלא לבנות מבנים באופן ספקולטיבי, אלא רק לאחר שנחתם חוזה עם שוכר קצה. לאחר חתימת חוזה להשכרת מבנה, מתקשרת החברה עם



בנק מלווה למימון עלויות ההקמה. מכיוון שהקרקע עליה מוקם המבנה משמשת כרכיב הון עצמי, נדרשת החברה להשלמת הון עצמי בהיקפים נמוכים יחסית (כ- 15% מסך העלויות). אסטרטגיית הרחבת הפעילות סייעה לגידור הסיכונים עבור החברה, ואף השליכה על קצב הצמיחה ההדרגתי שרשמה לאורך השנים, כפי שיפורט בהמשך. לאור רצון החברה להרחיב את פעילותה באופן מואץ יותר, בכוונתה להשתמש בחלק מתמורת גיוסי החוב וההון הצפויים על מנת לפעול בדרך פעילות נוספת - "בנייה למכירה", אשר אמורה להביא להחזר מהיר יותר של ההשקעה ואף לייצר תשואה גבוהה. תחום הבנייה למכירה כולל התקשרות עם לקוח קצה אשר מעוניין במבנה תעשייתי/לוגיסטי גדול (בהיקף אשר עשוי להגיע לכ- 40 אלף מ"ר) באזור ספציפי שלא במסגרת פארק לוגיסטי קיים. החברה מאתרת ורוכשת את הקרקע, מקימה עבור הלקוח מבנה, כך שיתאים לצרכיו (Tailor made) וחותרת עימו על חוזה שכירות ארוך טווח. לבסוף, לאחר שנה-שנתיים של הפעלה, מוכרת החברה את הנכס לקרן השקעות או לגוף מוסדי, לפי שיעור Cap Rate נמוך. להערכת החברה, היקף שוק הבניה למכירה עומד, בפולין לבדה, על כ- 700 אלף מ"ר בשנה. מידרוג הוא בזרוע הפעילות החדשה כגורם חיובי בדירוג, מכיוון שמחד גיסא, היא שומרת על מאפייני הפעילות הבסיסיים ומאידך גיסא מגוונת את מקורות ההכנסה והתזרים.

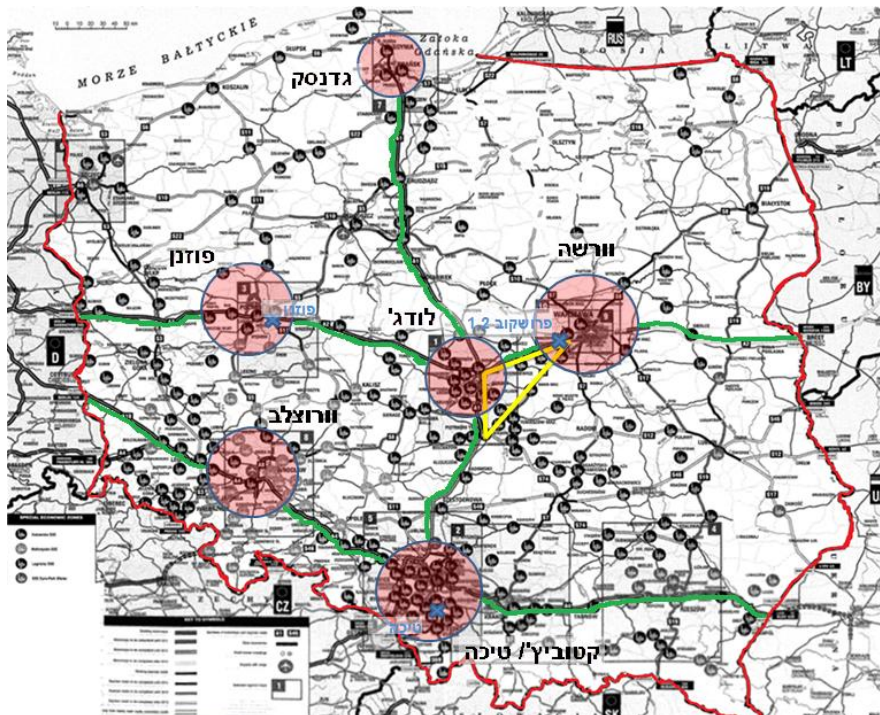
לצד נתוני מקרו טובים שמציגה פולין, שוק הפארקים התעשייתיים בה הינו תחרותי ובעל מאפיינים אשר תומכים בפעילות החברה

מבין כל מדינות מרכז-מזרח אירופה (מדינות ה-CEE), פולין הינה המדינה המציגה את הנתונים הכלכליים הטובים ביותר. על אף המיתון הכלכלי המתמשך באירופה ובפרט בכמה ממדינות ה-CEE, השכילה פולין להציג צמיחה רציפה בשנים האחרונות. בשנת 2011 צמחה הכלכלה הפולנית בשיעור של כ- 4.3%, אשר לאור היציבות בהיקף האוכלוסייה הכוללת, מהווה צמיחה ריאלית גבוהה לנפש. להצלחתה הכלכלית של פולין מספר סיבות ובכללן הצטרפותה לאיחוד האירופאי תוך שמירה על עצמאותה המוניטארית. זאת, בשילוב מערכת שלטונית יציבה, נורמות עסקיות גבוהות וכוח אדם איכותי, הביאו למדינה זרם השקעות ניכר מצד גופים וחברות רבים מאירופה ומשאר העולם. היקף ההשקעות אף הביא לתנופת פיתוח של התשתיות בפולין. כיום מוקמים ברחבי פולין כבישים באורך כולל של כ- 1,500 ק"מ. בכלל זאת נמצאת בשלבי סיום הקמת אוטוסטראדה שתקשר בין גרמניה במערב דרך וורשה ומזרחה לכיוון רוסיה ואוקראינה. מערכת הכבישים החדשה, אשר בחלקה הגדול מחליפה כבישים ישנים, יוצרת שינויים בענף הפארקים התעשייתיים. פארקים רבים, אשר שכנו בסמוך לדרכים ראשיות מצאו עצמם מאבדים את מיקומם האיכותי. מיקומה בלב אירופה לצד הפיתוח בתשתיות התעבורה, הפך את פולין ליעד מועדף עבור חברות גלובליות כמרכז הפצה למדינות האזור. הקרבה הגיאוגרפית אף הביאה חברות ממדינות באירופה, כגון גרמניה, נורבגיה ובריטניה להעביר קווי ייצור תעשייתיים לפולין, תוך ניצול שכר העבודה הנמוך השורר בה. כתוצאה מכל אלו, קיימת מגמת גידול בביקוש לשטחי תעשייה ולוגיסטיקה במסגרת פארקים מודרניים הנהנים ממיקומים איכותיים. נושא הנגישות לתעבורה (כבישים ומסילות רכבת) הינו בעל חשיבות הגבוהה ביותר עבור מגזר הלוגיסטיקה. גם עבור המגזר התעשייתי נושא זה הינו בעל חשיבות רבה, אך באופן פחות. מכיוון שהענף התעשייתי הוא עתיר עבודה, על מפעל תעשייתי להיות בראש ובראשונה בסמוך למרכזי אוכלוסייה ולאפשר לעובדים נגישות נוחה אליו. שוק הפארקים התעשייתיים בפולין הינו שוק תחרותי ביותר וכולל כ- 10-5 שחקנים עיקריים. שוק שירותי הנדל"ן נשלט בפולין ע"י חברות גלובליות כגון, JOHN LANG LASSALE COLLIERS ו-CUSHMAN & WAKEFIELD, אשר מתווכות במרבית העסקאות ואף מוציאות סקירות תכופות על השווקים. נוכחותם הדומיננטית בשוק מביאה לכך שבשוק שוררת שקיפות גבוהה של מידע, דבר שאף משליך על רמות שכ"ד (לא כולל דמי ניהול) דומות בכלל השוק

העומדות על כ- 3 אירו למ"ר. כתוצאה מכך, התחרות מבוססת בחלקה גדול על מיקום הפארקים ואיכות השירות. גורמים אלו, כפי שיפורט בהמשך, תומכים בפעילות החברה.

החברה נהנית ממיקומים איכותיים של מרכזיה התעשייתיים

בניגוד לשוק המשרדים, שעיקרו נמצא בוורשה, שוק התעשייה והלוגיסטיקה פרוס ברחבי פולין ובעיקר במספר מוקדים חשובים. במוקדים אלו נכללים: מרכז פולין - באזור וורשה רבתי ולודג'; דרום פולין - קטוביץ' רבתי - שהינו האזור המאוכלס ביותר במדינה ועשיר במחצבים ותעשייה; ובמערב ודרום מערב פולין - פוזנן ווורוצלב, בהתאמה, הסמוכים לגרמניה. את פולין חוצים 2 כבישי רוחב (מזרח-מערב) וכביש אורך (צפון-דרום) ראשיים. כביש רוחב אחד עובר במרכז פולין דרך וורשה ופוזנן (אשר תואר לעיל) והשני עובר בדרום פולין דרך וורוצלב וקטוביץ'. כביש האורך יוצא מגדנסק לחופי הים הבלטי ודרומה דרך לודג' ולקטוביץ'. הפארקים התעשייתיים של החברה בפולין שוכנים במוקדי התעשייה והלוגיסטיקה החשובים ובסמוך לדרכים הראשיות החוצות את המדינה, באופן שיוצר עבורם תמיכה משמעותית בפעילות. פארקים פרושקוב 1 ופרושקוב 2 נמצאים מערבית ובסמוך לוורשה. פרושקוב 2 שוכן בצמוד לאוטוסטראדה מכיוון גרמניה, העומדת בפני השלמה ועל כן אטרקטיבית ביותר לחברות לוגיסטיקה. פרושקוב 1 נימצא כ- 3 ק"מ מהאוטוסטראדה וכולל קו רכבת (לשימוש משא) המגיע ישירות אליה. הפארק נמצא בסמוך לשכונות מגורים ועל כן אטרקטיבי לחברות תעשייה. בהתאם לכך, MLP פועלת להעברת חברות לוגיסטיקה מפארק פרושקוב 1 לפרושקוב 2, על מנת לפנות שטחים לטובת חברות תעשייה, רבות מהן שוכרות שטחים ומעוניינות להרחיב את פעילותן בפארק. החברה אף פועלת להשכיר את השטחים בפרושקוב 2 לחברות לוגיסטיקה אשר עובדות עם חברות שבפרושקוב 1, באופן שייצר לחברה סינרגיה בין הפארקים. יתרת מכך, הפארקים בפרושקוב נמצאים על מערכת הכבישים המכונה "משולש הזהב" (וורשה - לודג' - פיוטרקוב; ראה מפה להלן) הנחשבת למרכזית ביותר בפולין. גם הפארק בפוזנן נמצא



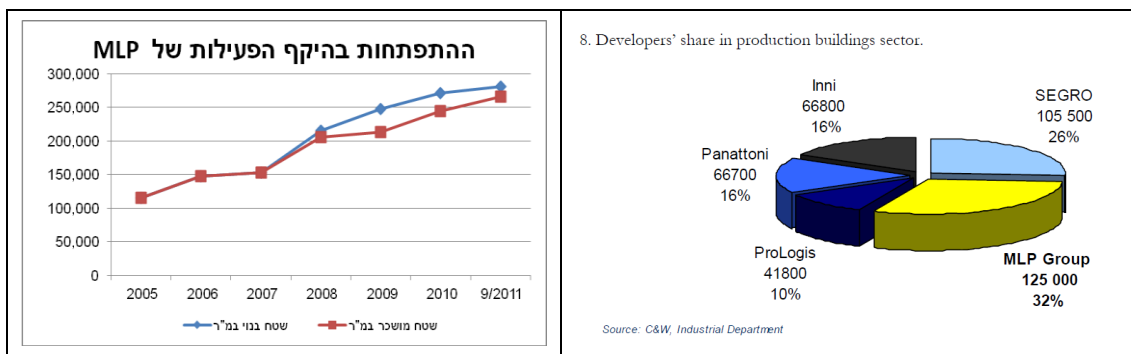
בסמוך לאוטוסטראדה והינו הפארק שבעלות החברה הקרוב ביותר לגבול הגרמני. בטיכה, אשר הינה עיר הנכללת באזור קטוביץ' רבתי, נמצא הפארק במרחק קילומטרים ספורים מכביש הרוחב הדרומי. גורם חשוב נוסף התורם לאטרקטיביות של הפארק היא העובדה כי הוא נמצא בסמוך למפעל הייצור של פיאט בפולין. מפעל זה מושך חברות תעשייתיות רבות שהינן

יצרניות משנה ונותנות שירותים עבור פיאט. על אף האמור, מקפידה החברה לייצר תמהיל לקוחות בפארק, אשר יגביל את מידת החשיפה של החברה למפעל.

החברה מציגה צמיחה עקבית לאורך שנים, המסתמכת בעיקרה על מנועי צמיחה פנימיים; קיים פוטנציאל צמיחה גדול באמצעות השבחת הפורטפוליו הקיים, הדורש השקעה הונית נמוכה מצד החברה

אסטרטגיית החברה להקמת מבנים חדשים רק לאחר שנחתם חוזה עם שוכר קצה והקפדה כי עיקר הרחבת הפעילות תעשה מתוך התזרים השוטף וקבלת הלוואות, ופחות מהזרמות הון חיצוני, הביאה לגידול הדרגתי לאורך השנים בהיקף הפעילות הכוללת. אסטרטגיית ההשכרה מראש אף סייעה לחברה לשמור על שיעורי תפוסה גבוהים בנכסים, העולים באופן עקבי על 90%. במהלך השנים השכילה החברה לבנות את עצמה כגורם משמעותי בתחום הפארקים הלוגיסטיים ובעיקר התעשייתיים. כך, נחשבת כיום החברה כגדולה בפולין בתחום המרכזים התעשייתיים וכ-4 בגודלה בתחום המרכזים הלוגיסטיים, ועל שוכריה נמנות חברות בינלאומיות ומקומיות מובילות. לטענת החברה, הגורם המרכזי אשר תרם למעמדה בשוק הפולני הוא היותה מוטת לקוח בכל הקשור להתאמות ספציפיות בנכסים ולהתנהלות השוטפת. ראייה לכך היא העובדה כי מעולם לא עזב את החברה לקוח תעשייתי (אשר עבורם איכות הניהול והנכס מהותיים לפעילות) וכי רבים מהם אף הרחיבו את היקף השטחים שהם שוכרים מהחברה.

נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה בשטח בנוי בסך של למעלה מ-280 אלף מ"ר (וכ-25 אלף מ"ר נוספים נמצאים בבנייה ויחלו להניב בחודשים הקרובים), מתוכם כ-165 אלף מ"ר בפרושקוב 1, אשר הינו, כאמור, הפארק הוותיק ביותר של החברה. זהו גם הפארק היחיד שבו נוצלו מלוא זכויות הבניה הקיימות. ביתר הפארקים קיימות זכויות בנייה בלתי מנוצלות בהיקפים ניכרים של למעלה מ-675 אלף מ"ר. גם במידה ומחשיבים אך ורק את זכויות הבנייה הבלתי מנוצלות בפולין מדובר בכ-410 אלף מ"ר (רובם נמצאים בפרושקוב 2, אשר ממוקם ק"מ ספורים מפרושקוב 1). מידרוג רואה בגורם זה כחיובי לדירוג, שכן משמעותו היא כי באפשרות החברה להכפיל את היקף פעילותה ואף למעלה מכך, אך ורק באמצעות השבחת הפורטפוליו הקיים. צמיחה זו, אשר על בסיס נתוני העבר נאמדת בכ-50 אלף מ"ר בשנה, מצריכה השקעת אקוויטי נמוכה מצד החברה של כ-20% מעלות הבנייה ואינה תלויה במימון חיצוני.



החברה מציגה יחסים פיננסיים טובים לרמת הדירוג

התנהלותה הסולידית של החברה בכל הקשור לאופן הצמיחה בפעילות ובהתנהלות אל מול הלקוחות, באה לידי ביטוי אף בפרופיל הפיננסי של החברה. על אף צמיחה עקבית בהיקף הפעילות (היקף ההון העצמי של החברה הסתכם ליום 31.12.11 בכ-333 מיליון זלוטי לעומת כ-265 מיליון זלוטי בשנת 2008), השכילה החברה לשמור על רמת מינוף נמוכה. כך, מהווה ההון העצמי של החברה למעלה מ-30% מהמאזן באופן קבוע (ובשנתיים האחרונות כ-35%-38%) והחוב ל-CAP נמוך כ-60%. התזרים היציב שמייצרים הנכסים, אף מאפשרים לחברה לרשום יחסי כיסוי חוב ל-FFO



טובים הנמוכים באופן מהותי מ-20. אמנם, בשנת 2008 רשמה החברה יחסי כיסוי חוב גבוהים וחריגים ביחס ליתר התקופות, אך הסיבה, להערכת מידרוג, היו הפרשי עיתוי בפעילות, עקב העברת הנכסים ל-MLP שבוצעה במהלך שנת 2008, שכללה 3 פארקים (שהיו במועד זה בשלבי פיתוח מוקדמים) כולל ההלוואות בגינם. מצב זה בו היקף החוב הפיננסי גדל ויחד איתו תשלומי הריבית ומנגד הפארקים החדשים טרם הניבו שכ"ד משמעותי, הביא להרעה זמנית ביחסי הכיסוי. לאור מתווה הגיוס הצפוי, שעתידי לכלול, לצד האג"ח, גם הון בהיקף דומה, ולאור מדיניות החברה לפיה לא מוקמים מבנים באופן ספקולטיבי, אלא רק לאחר שנחתם חוזה עם שוכר קצה, מעריכה מידרוג כי היחסים הפיננסיים של החברה צפויים להיות טובים לרמת הדירוג גם בעתיד. יחסים פיננסיים אלו היוו גורם חיובי בדירוג, תוך התחשבות בהיקף פעילותה הבינוני-נמוך (כפי שיוסבר ביתר פירוט בהמשך).

סיכונים עסקיים ופיננסיים

לחברה חשיפה לנתוני הפעילות של פרושקוב 1 המהווה נכס מרכזי בפורטפוליו

נכון למועד הדוח, בבעלות החברה, כאמור, 5 פארקים, אשר מביניהם פרושקוב 1 הינו הגדול והוותיק ביותר והוא כולל 165 אלף מ"ר בנויים, המושכרים בשיעור תפוסה הקרוב ל-100%. השטחים הבנויים בפרושקוב 1 מהווים כ-59% מסך השטחים הבנויים של החברה ליום 30.9.2011. בהתאם לכך, מהווה תזרים ה-NOI מפרושקוב 1 כ-56% מהתזרים הכולל ושוי הפארק עומד על כ-40% משווי הפורטפוליו. מצב זה מגלם, להערכת מידרוג, סיכון שכן הוא יוצר לחברה תלות גבוהה בנכס מרכזי וחשיפה להרעה בנתוני פעילותו. יש לציין כי חשיפה זו מצטמצמת עקב תמהיל השוכרים המגוון (למעלה מ-50 שוכרים) וחוזי השכירות ארוכי הטווח. להערכת מידרוג, לאור היקף הזכויות הבלתי מנוצלות ביתר הפארקים ובעיקר בפרושקוב 2, ולאור קצב ההשכרות הנוכחי, צפוי לחול במהלך השנים הבאות קיטון בחלקו של פרושקוב 1 בשווי ובתזרים הכולל, באופן שיביא להפחתה בגורם סיכון זה.

היקף פעילות החברה הינו בינוני-נמוך ביחס לחברות מובילות בענף

נכון למועד הדוח, הפארקים שבבעלות החברה מוצגים בדוחות לפי שווי משוערך של כמיליארד ₪ וכוללים כ-280 אלף מ"ר בנוי. תזרים ה-NOI המייצג שמניב הפורטפוליו הנוכחי עומד, להערכת מידרוג, על כ-60 מיליון זלוטי (כ-70 מיליון ₪) ותזרים ה-FFO על כ-36 מיליון זלוטי (כ-40 מיליון ₪). נתונים אלו מגלמים היקף פעילות בינוני-נמוך ביחס לחברות נדל"ן מניב מדורגות מובילות. ככלל, ככל שהיקף הפעילות של חברה גדול יותר, כך רמת הסיכון הפיננסי פוחתת. זאת, בין היתר, מכיוון שהיקף פעילות גבוה משמעו בד"כ כי פיזור הפעילות טוב יותר, התלות בנכס ספציפי (כפי שקיימת בחברה ופורטה לעיל) ו/או בשוכר ספציפי נמוכה יותר והתנודתיות הפיננסיות פחותה. לאור זאת, על אף יחסי האיתנות וכיסוי החוב הטובים, רואה מידרוג בהיקף פעילותה של החברה כגורם המפחית במידת מה מיציבותה הפיננסית של החברה ומהווה גורם לשלילה בדירוג.

החברה חשופה לסיכונים שוק הנדל"ן המניב ובפרט לסיכונים הקשורים למגזר התעשייה והלוגיסטיקה

באופן כללי, ענף הנדל"ן המניב נחשב כבעל רמת סיכון בינונית-נמוכה. הסיכון הענפי נובע, בין היתר, מהתנודתיות ברמות הביקושים לשטחים להשכרה, המושפעים מהמצב הכלכלי ברמת המאקרו כמו גם ממצב השווקים והענפים הספציפיים שבהם פועלת חברת הנדל"ן. משברים פיננסיים והשפעותיהם עלולים להביא לירידה בביקושים לשטחי השכרה, לשחיקה בדמי השכירות ולקושי בגיוס מקורות אשראי. כמו כן, רמות ההשקעה הנדרשות בענף הנדל"ן



לרכישת והקמת נכסים מניבים נחשבות גבוהות ונסמכות באופן מהותי על קבלת מימון זה. MLP עצמה חשופה לסיכונים ספציפיים הנובעים ממגזרי פעילותה - התעשייה והלוגיסטיקה. מגזר הלוגיסטיקה נחשב כבעל רמת הסיכון הגבוהה מבין מגזרי הנדל"ן המניב, בראש ובראשונה בשל ההשקעה הנמוכה - הן הישירה והן מצד בעל הנכס - לה נדרש השוכר בהתאמת הנכס לצרכיו. במצב זה, האופרציה להעברת הפעילות למקום חדש הינה פשוטה יחסית עבור השוכר ואינה דורשת ממנו תשומות הוניות וניהוליות ניכרות. פעמים רבות, חברות הלוגיסטיקה הנין חיצוניות ליצרניות המוצר המופץ ובהתאם לכך, הסכמי ההפצה בין הצדדים מוגבלים בזמן. עובדה זו משליכה על תקופת חוזה מקובלת להשכרת מבנים לשימוש לוגיסטי, אשר הינה נמוכה ביחס ליתר מגזרי הנדל"ן ועומדת במוצע על כ- 3 שנים בלבד. מגזר התעשייה נחשב כבעל רמת סיכון נמוכה ביחס למגזר הלוגיסטיקה. ראשית, היקף ההשקעה של השוכר בהתאמת הנכס לצרכיו הינה גבוהה ביותר וכוללת התקנת מיכון כבד וקווי ייצור. בשל כך, עבור השוכר התעשייתי, שינוי מיקום המפעל הינו מהלך הרבה פחות טריוויאלי. כמו כן, במגזר זה קיימת, כאמור, חשיבות לרמת המקצועיות של בעל הנכס ויכולת התאמתו לצרכי השוכר. חוזי השכירות במגזר התעשייתי ארוכים באופן משמעותי ולרוב עולים על 10 שנים. מנגד, סיכון משמעותי בהשכרת נכסים תעשייתיים טמון במצב שבו שוכר שעוזב נכס אשר הותאם לצרכיו הספציפיים, מחייב את החברה לבצע השקעות ניכרות על מנת שתתאפשר השכרת הנכס לגורם חדש.

חשיפה לנכס ברומניה המציג נתוני פעילות חלשים

במסגרת הרחבת הפעילות, רכשה החברה, יחד עם קרן השקעות יונית (50%), בשנת 2008 קרקע ברומניה הממוקמת בפאתי בוקרשט והקימה עליה פארק תעשייתי (כפי שתואר לעיל). המשבר הכלכלי, אשר פגע קשות ברומניה, השפיע לרעה גם על התפתחות הפעילות בנכס. כך, נכון למועד הדוח, פועלות בפארק 2 חברות בלבד, השוכרות שטח כולל של כ- 13.5 אלף מ"ר (מתוך סך זכויות בנייה בקרקע של כ- 280 אלף מ"ר). בניגוד לקרקעות בפולין, הקרקע ברומניה נרכשה גם באמצעות הלואה בנקאית. יתרת ההלוואה הנוכחית (הכוללת אף הלוואות כנגד המבנים שהוקמו) עומדת על כ- 15 מיליון אירו. מועד הפירעון הסופי של הלוואה זו - אשר הינה מסוג Non Recourse, היה אמור להיות בתאריך 30.9.11. כיום נמצאת החברה במו"מ עם הבנק להארכת ההלוואה. על פי החברה, ככל הנראה יוסכם על הארכת ההלוואה עד לשנת 2015-2016, ללא אמורטיזציה שוטפת. התזרים השוטף המתקבל כיום מהנכס, צפוי לכסות את תשלומי הריבית השוטפים על ההלוואה, הנאמדים בכ- 800 אלף אירו בשנה.

החברה מצויה בסכסוך עסקי עם שותפתה, אשר מבקשת למכור את חלקה בנכס לחברה. הקרן טוענת כי על פי ההסכם שנחתם בין הצדדים בעת רכישת הקרקע, קיימת לה אופציית PUT למימוש חלקה בפארק. ככל שיוחלט כי אופציה זו בתוקף, ייקבע מחיר המימוש של האופציה לפי נוסחה מורכבת, המקשה על קביעת ערכה. להערכת רואי החשבון של החברה, איפשר מנגנון חישוב המחיר למימוש אופציית ה-PUT לחברה לרשום בשנת 2010 רווחים של כ- 9 מיליון זלוטי משערוך האופציה, עקב ירידת הערך שרשם הנכס. לאחרונה הגיעו הצדדים להסכמה אשר טרם הבשילה לחוזה, לפיה תרכוש החברה את הלוואות הבעלים של שותפיה לפרויקט בסך כ- 7.7 מיליון אירו תמורת 3 מיליון אירו. הרווח שינבע לחברה כתוצאה מהשלמת מהלך זה צפוי להתקזז בהפחתות שווי נוספות הצפויות בנכס. נושא רכישת המניות הועבר לבוררות ברומניה.

לאור האמור, צפויה החברה להחזיק בתוך תקופה קצרה במלוא הזכויות בנכס ולהיות חשופה להמשך החולשה בנתוני פעילותה. חשיפה זו כוללת בעיקרה, להערכת מידרוג, חשיפה מאזנית בהיקף השקעת האקוויטי בנכס המסתכמת למועד הדוח בכ- 5 מיליון אירו, לאחר שברבעון הרביעי של שנת 2011 הכירה החברה בהפחתת שווי בסך כ- 6 מיליון אירו. בנוסף קיימת גם חשיפה תזרימית, בעיקר בגובה ההשקעה הצפויה לרכישת חלק השותפה. יש לציין כי גם במידה

והחברה תפחית את מלוא השקעתה בפארק ברומניה, היא צפויה להציג יחסי איתנות טובים לדירוג.

גמישותה הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה לרמת הדירוג

נכון למועד הדוח, מתוך 5 המרכזים הלוגיסטיים/תעשייתיים שבבעלות החברה, 3 משועבדים במלואם לטובת הלוואות בנקאיות ו-2 משועבדים בחלקם. החלקים שאינם משועבדים ב-2 הנכסים הינם למעשה מגרשים המצויים במתחמים, אשר טרם הוקמו בהם מבנים להשכרה. שטחים אלו ישועבדו לטובת הבנקים אשר יממנו הקמת מבנים נוספים בפארקים, וישמשו כרכיב הון עצמי של החברה.

גם במרכזים המשועבדים במלואם לטובת הלוואות בנקאיות, קיימים שטחים ריקים בהם זכויות בנייה בלתי מנוצלות. עם זאת, מכיוון שמחירי הקרקעות בפולין הינם נמוכים יחסית לישראל, שווי הזכויות לכשעצמן אינו רב, אלא רק בעת ניצולן לבנייה בפועל והשכרת השטחים. בשל כך, שיעורי ה-LTV בנכסים המשועבדים, העומדים על כ-60%-55%, אינם מגלמים גמישות פיננסית משמעותית. גם במקרה זה, ככל שזכויות אלו ינוצלו להרחבת המרכזים, הן ישמשו כרכיב בדרישות ההון העצמי של החברה וישועבדו לטובת הבנקים המממנים.

מעבר לכך, החברה אינה מחזיקה במסגרות אשראי בלתי מנוצלות או ביתרות נזילות בהיקפים משמעותיים. מצב זה מגלם, להערכת מידרוג, גמישות פיננסית בינונית ביחס לחברות נדל"ן בעלות דירוג דומה. יש לציין עם זאת, כי צרכי נזילות נמוכים ברמת המטה ולצרכי הפעילות השוטפת, ממתנים ברמה מסוימת חשיפה זו.

לחברה חשיפה מאזנית לשער החליפין אירו - זלוטי

השטחים שבבעלות החברה מושכרים לחברות רב לאומיות וכאלו שבסיס פעילותן במדינות אירופאיות ועל כן, הכנסות שכ"ד אינן מתקבלות בזלוטי אלא במטבעות זרים - רובן באירו (למעלה מ-95%) ומיעוטן בדולר. על אף העובדה שעיקר הוצאותיה השוטפות (כגון שכר עבודה ומסים) משולם בזלוטי, השכילה החברה לגדר את סיכוני המטבע התזרימיים באמצעות התאמת מבנה העלויות להכנסות. כך, גובה החברה מהשוכרים דמי ניהול בזלוטי, אשר הינם בהיקף מספיק על מנת לכסות את עלויות הניהול השוטף של המרכזים ואף את עלויות המטה. כמו כן, בהתאם לשכ"ד המתקבל ברובו באירו, כלל הלוואות הבנקאיות שמממנות את הנכסים הינן הלוואות באירו וייתרת ההכנסות הדולריות משרתות הלוואות בעלים דולרית. בכוונת החברה לבצע גידור מטבעי למרבית גיוס האג"ח, שיעשה בשקלים צמודי מדד.

על אף האמור, לחברה נותרה חשיפה מאזנית לשינויים בשער"ח אירו-זלוטי, מכיוון שהדוחות מוצגים בזלוטי בעוד שההלוואות הבנקאיות נתקבלו, כאמור, באירו. חשיפה זו באה לידי ביטוי בעיקר בהוצאות והכנסות המימון של החברה אשר רשמיות תנודתיות גבוהה בין התקופות ומשפיעות באופן מהותי על הרווח הנקי. כך לדוגמה, רשמה החברה הוצאות מימון גבוהות בהיקף של עשרות מיליוני אירו בשנים 2008 ו-2011 עקב התחזקות האירו ביחס לזלוטי בתקופות אלו.

החברה טרם התנהלה כחברה ציבורית, על כל הנגזר מכך לגבי מבנה קבלת החלטות ומנגנוני בקרה

על אף שהכשרת היישוב הינה חברה ציבורית כבר עשרות שנים, אשר במסגרת דיווחיה לציבור אף מספקת מידע שוטף לגבי פעילותה של MLP, מידרוג מעריכה כי יש לבחון לאורך זמן את אופן הסתגלות החברה למעבר לחברה ציבורית מדווחת. בין היתר, יש לבחון כיצד ישפיע הדבר על מנגנוני הבקרה, כמו גם על מבנה הדירקטוריון ואופן קבלת ההחלטות.

MLP – נתונים פיננסיים (אלפי ז'לוט*)

2007	2008	2009	2010	2011	כולל חוזים חתומים	פרופורמה	
30,994	34,530	64,609	67,899	74,268			הכנסות שוטפות
		45,159	45,084	51,749			רווח גולמי (NOI)
		70%	66%	70%			שיעור רווח גולמי (NOI)
17,369	18,530	41,368	40,046	46,094			רווח תפעולי (EBITDA)
55%	53%	64%	59%	62%			שיעור רווח תפעולי
38,771	17,307	-34,770	64,305	47,432			רווחי/הפסדי) שערך
3,447	-44,629	-15,471	1,554	-58,757			הוצאות מימון נטו
47,769	25,343	-8,090	80,971	22,588			רווח נקי
329,456	723,230	703,090	804,185	886,505	926,411	905,534	נכסים להשקעה
73,327	53,675	27,208	23,340	22,432	19,772	119,055	יתרות נזילות
192,381	448,081	445,784	442,612	486,899	524,145	547,934	חוב פיננסי
119,054	394,406	418,576	419,272	464,467	504,373	428,879	חוב פיננסי נטו
403,604	762,955	740,689	830,228	885,399	857,612	936,018	CAP
330,277	709,280	713,481	806,888	862,967	837,840	816,963	CAP נטו
181,301	265,427	248,433	325,549	333,467	333,467	388,084	הון עצמי
413,814	791,129	764,509	861,501	949,647	986,893	1,065,299	מאזן
48%	59%	60%	53%	55%	61%	59%	חוב ל- CAP
36%	56%	59%	52%	54%	60%	52%	חוב נטו ל- CAP נטו
44%	34%	32%	38%	35%	34%	36%	הון עצמי למאזן
10,493	3,202	28,440	27,161	**32,462	**35,912	**33,455	FFO
18.3	139.9	15.7	16.3	15.0	14.6	16.4	חוב ל- FFO
11.3	123.2	14.7	15.4	14.3	14.0	12.8	חוב נטו ל- FFO

* החברה הינה חברה פרטית פולנית ** FFO Adjusted שהינו על פי חישוב ישיר מנכסים בניכוי הוצאות תזרימיות הכוללות, בין היתר, הנה"כ, מימון ומסים. הסכומים הנ"ל הינם המייצגים עבור החברה בכל נקודת זמן

נתוני הפרופורמה כוללים את גיוס ההון והחוב הצפוי וכן משקפים את הערכות מידרוג ביחס לשימוש הצפוי בחלק מהתמורה בטווח הזמן הקצר

נתוני ה- FFO המוצגים לשנת 2011 חושבו על בסיס נתונים המייצגים, להערכת מידרוג, את פעילותה הנוכחית של החברה. בעמודה שמימין לה, מוצג תחשיב של היחסים הפיננסיים הצפויים כתוצאה מחוזים שחתמה החברה לבנייה והשכרת כ- 25 אלף מ"ר בפארקים השונים החל מהחודשים הקרובים, ואשר בימים אלו מתקדמת הקמתם. עמודת הפרופורמה כוללת גיוס חוב בהיקף 100 מיליון ₪ והון בהיקף 65 מיליון ₪ (במונחי ז'לוט) וכן תרחיש הכולל שימוש בחלק מתמורת הגיוס לצורך ביצוע מספר מהלכים. מהלכים אלו כוללים רכישת הלוואות הבעלים של השותפים בנכס ברומניה ב- 3 מיליון אירו (הרווח בגינו יקוזז בהפחתת שווי הנכס), והחזר הלוואות הבעלים שניתנה לחברה בהיקף של כ- 5.8 מיליון אירו. תחשיב ה- FFO בפרופורמה אף כולל את עלויות הריבית (ובכללם עלויות הגידור המטבעי) בגין סדרת האג"ח החדשה.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול לאורך זמן בהיקף פעילות החברה וגידול עקבי בהיקף תזרים ה- FFO שמייצרת החברה
- שמירה על יציבות ביחסים הפיננסיים
- שיפור בגמישותה הפיננסית של החברה ובכלל זה החזקה בנכסים מניבים לא משועבדים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה ביחסי הכיסוי של החברה ויחסי האיתנות של החברה באופן שיגלם רמות מינוף גבוהות היסטורית ממתווה פעילותה הנוכחי
- חלוקת דיבידנד בהיקף אשר יפגע בנזילות החברה; במסגרת חישוב היקף הדיבידנד ייכלל החזר הלוואות בעלים
- שינויים מהותיים אשר יחולו בהרכב בעלי מניותיה של החברה
- גידול בהיקף החשיפה המטבעית של החברה, בין היתר, בגין אי ביצוע גידור מלא לשקל ולמדד של הלוואות האג"ח השקלית

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 ממחזקות יכולו 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, וככאלה 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 מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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.



דו"ח מספר: CRM110412100M

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") 2012.

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 בעיניה 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 צריכה 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.

15

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.