



דוח אנליטי
יוני 2008

Mirland Development Corporation Plc

A3	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאג"ח שבמחזור וכן לסדרות חדשות של אגרות חוב בסך של עד 150 מיליון דולר ארה"ב שתנפיק Mirland Development Corporation Plc. אגרות החוב יהיו צמודות לדולר ארה"ב ויפרעו בין שלושה לארבעה תשלומים שנתיים, החל משנת 2011. יחד עם אגרות החוב כאמור בכוונת החברה להנפיק אופציות למניות של החברה.

להלן פירוט אג"ח במחזור של החברה:

מספר תשלומים	שנות פרעון	ריבית נקובה	הצמדה	ערך נקוב, אלפי ש"ח	סדרה
6	2010-2015	6.5%	מדד	39,260	אג"ח א'
6	2010-2015	L+2.75%	דולר ארה"ב	204,874	אג"ח ב'

פרופיל החברה

Mirland Development Corporation Plc ("מירלנד" או "החברה") הינה חברה, שהוקמה ונתאגדה בקפריסין ביום 10.11.2004 תחת השם Bastwick Investment Limited. ביום 09.08.2006 אושר הסכם מיזוג בין החברה הכלכלית ירושלים בע"מ (להלן: "חכ"ל"), לבין מבני תעשיה בע"מ ובין דרבן השקעות בע"מ, כולן בשליטת אליעזר פישמן, (להלן: "חברות קבוצת פישמן"), לפיו, כל פעילות חברות קבוצת פישמן ברוסיה תתבצע דרך מירלנד ובהתאם הועברו נכסי חברות קבוצת פישמן המצויים ברוסיה לידי מירלנד, כנגד הנפקת מניות לחברות (לרבות תשלומי איזון בין החברות), כך שחכ"ל החזיקה בשיעור של 40%, מבני תעשיה – 40%, ודרבן – 20%. ביום 11.12.2006 שינתה החברה את שמה לשמה הנוכחי וכן קיבלה החלטה להירשם כחברה ציבורית. ביום 18.12.2006 החלו מניות החברה להיסחר בבורסת ה-AIM בלונדון, לפי שווי של כ- 658 מיליון דולר ארה"ב, בטרם גיוס הון. כיום שיעור ההחזקות בחברה הינו כך שחכ"ל מחזיקה 27.42%, מבני תעשיה 27.75% ודרבן השקעות 13.52% וחברת T. Rowe Price Associates, Inc (להלן: "T. Rowe") עם אחזקות של 7.81% (לא מקבוצת פישמן), והיתרה מוחזקת על ידי הציבור. החברה פועלת, נכון להיום, ברוסיה בלבד, באמצעות חברות בנות, ברכישה, ייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ואף בייזום למגורים. לכל פרויקט מוקמת חברה יעודית רוסית. נכון ליום 31.3.2008 לחברה 13 פרויקטים יזמיים ברחבי רוסיה- 9 בתחום הנדל"ן המסחרי, בשטח כולל של כ- 481,000 אלף מ"ר, בערים מוסקבה, סנט פטרסבורג, סראטוב, ירוסלב, קאזן ופנזה ו-4 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, בשטח כולל של כ- 817,000 מ"ר, להקמתם של כ- 10,947 יח"ד, אשר צפויים להניב כ- 2,624 מיליוני דולר הכנסות ממכירה. בנוסף, לחברה 3 נכסים מניבים, בשווי מוערך של כ- 247,854 אלפי דולר, הצפויים להניב NOI שנתי בסך של כ- 28,040 אלפי דולר לכלל הכנסות הנכסים (כולל חלק שותפים), האחד מצוי בעיר ירוסלב (להלן: "ירוסלב"), בעל שיעורי תפוסה של כ- 95%, צפוי להניב NOI שנתי בסך של כ- 8,262 אלפי דולר לכלל הנכס ובו שני שוכרי עוגן; השני-Hydro (להלן: "Hydro"), בעל שיעור תפוסה של כ- 72% וצפוי להניב NOI שנתי בסך של כ- 10,063 אלפי דולר; השלישי, פרויקט MAG (להלן: "MAG"), בעל שיעור תפוסה של כ- 92% וצפוי להניב NOI שנתי של כ- 9,715 אלפי דולר. פרויקט מוביל בתחום הנדל"ן למגורים הינו פרויקט סנט פטרסבורג, בהיקף של כ- 408 דונם אשר יכלול כ- 9,000 יח"ד, מבני ציבור ומסחר, בשטח של כ- 82 דונם.

מחברים:

ענבל כהן - אנליסטית

inbal@midroog.co.il

רן גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות

פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01.06.2008 אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב

מירלנד : נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד)*
באלפי דולר ארה"ב

FY 2005	FY 2006	FY 2007	Q1 2008	
732	3,707	10,446	3,958	הכנסות מדמי שכירות
-	533	1,977	547	הכנסות מדמי ניהול
3,000	29,949	64,880	4,602	רווח נקי כולל שערך נדל"ן
(1,114)	(5,929)	(17,258)	6,095	רווח (הפסד) נקי בנטרול שערך נדל"ן
460	93,049	154,657	155,864	סך חוב פיננסי לסוף תקופה
460	21,719	83,251	84,654	חוב פיננסי בנטרול פיקדון ייעודי
-	-	103,980	113,023	מלאי בניינים למכירה בהקמה לסוף התקופה
49,929	475,545	658,042	674,201	סך מאזן לסוף תקופה
6,654	366,552	472,843	486,836	הון עצמי לסוף תקופה
6%	20%	24%	24%	חוב / CAP
6%	6%	15%	15%	חוב פיננסי בנטרול פיקדון ייעודי / CAP בנטרול פיקדון ייעודי
13.33%	77.08%	71.86%	72.2%	הון עצמי / סך מאזן

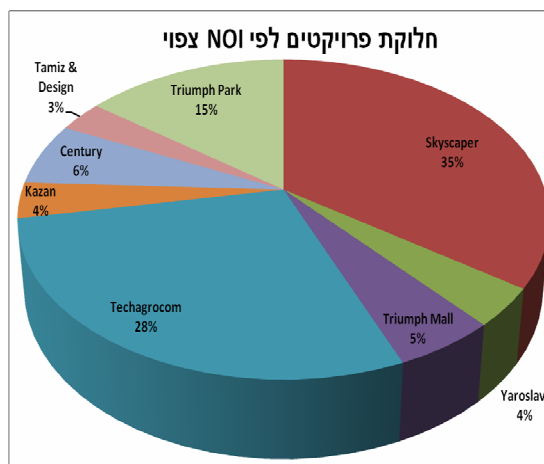
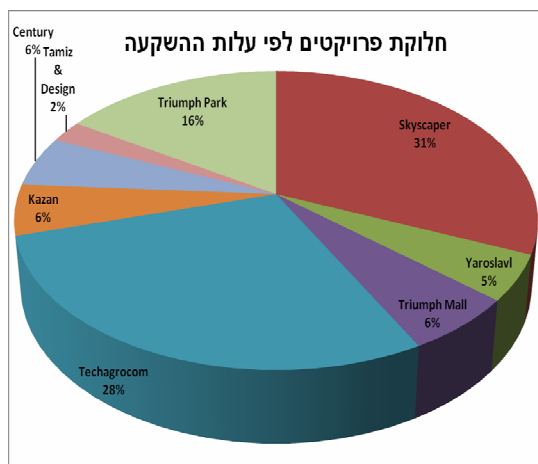
* החברה מדווחת על פי תקני החשבונאות הבינלאומיים IFRS.

להלן נתונים עיקריים על הפרויקטים המסחריים המצויים בשלבי תכנון או בנייה (נכון ליום 31.3.2008):

שם הפרויקט	מיקום	שיעור החזקה של החברה	חלוקת רווחים המגיעים לחברה	סוג הפרויקט	שטח כולל להשכרה (מ"ר)	מועד תחילת/סיום בניה	שיעור השלמה ליום 31.3.2008	שיעור השקעה כולל קרקע ליום 31.3.2008	סך עלויות הקמת הפרויקט הצפויות (אלפי דולר) (כולל קרקע)	NOI צפוי (אלפי דולר) לכלל הנכס ¹	שיעור תשואה צפוי	סטטוס
Triumph Mall	סראטוב	*95%	*95%	מסחרי	28,000	-6/2007 Q2/2009	25%	33%	64,400	11,700	18%	בניה
Century	מוסקבה	51%	50%	משרדים	20,614	-11/2006 Q4/2008	60%	55%	58,900	14,100	24%	בניה
Triumph Park	סנט פטרסבורג	100%	100%	מסחר	90,000	-Q4/2009 Q4/2011	0%	36%	172,439	32,580	19%	תכנון
Techagrocom	מוסקבה	50%	50%	מסחרי ומשרדים	156,320	-Q1/2009 Q3/2012	0%	שלב א'	שלב א'	21%	תכנון	
								שלב ב'	שלב ב'			
								שלב ג'	שלב ג'			
								סה"כ				
Skyscraper	מוסקבה	100%	100%	מסחרי ומשרדים	91,900	-Q4/2008 Q2/2011	0%	10%	337,000	76,900	23%	תכנון
Tamiz & Design	מוסקבה	100%	100%	משרדים	10,743	-Q2/2008 Q2/2009	0%	52%	25,800	7,100	28%	תכנון
Kazan	קזאן	100%	100%	מסחרי	34,085	-Q3/2008 Q2/2010	0%	2%	59,000	8,000	14%	תכנון
-Yaroslavl שלב 2	ירוסלב	49%	49%	מסחרי	50,000	-Q4/2008 Q1/2010	0%	3%	52,700	8,500	16%	טרום תכנון ראשוני
Penza	פנזה	100%	100%	מסחרי	טרם נקבע	טרם נקבע	0%	0%	0%	בבחינה	בבחינה	שלבי רכישה
סה"כ					481,662				1,074,239	221,480	21%	

* לאחר תאריך המאזן עלה שיעור החזקת החברה בפרויקט ורווחיה ל- 95%.

(1) NOI מתייחס ל-100% תפוסה ומתבסס על הערכת Cushman & Wakefield



לחברה קיימים שלושה פרויקטים מרכזיים אשר בהם צפויה מרבית ההשקעה של החברה במשרדים ומסחר

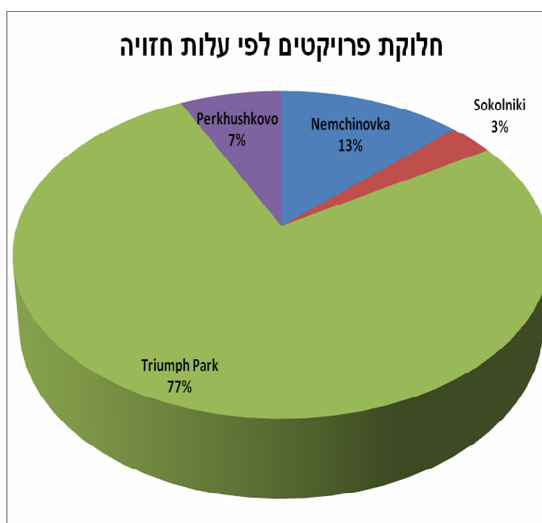
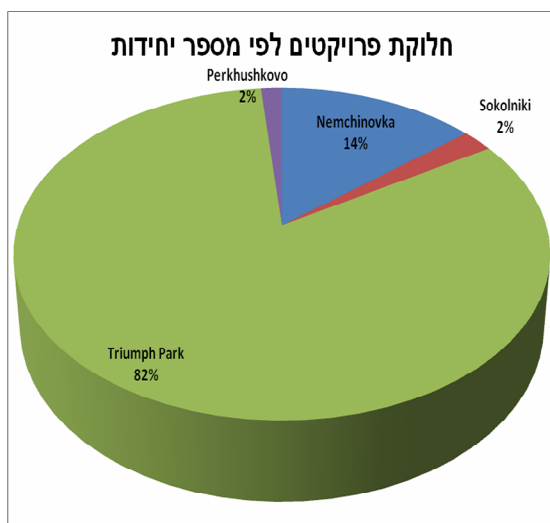
סה"כ לחברה קיימים 9 פרויקטים לייזום נדל"ן למסחר ומשרדים, שלושה מתוך פרויקטים אלו הינם פרויקטים מרכזיים של החברה, אשר סך עלות ההשקעה הצפויה בהם מסתכמת בלמעלה מ- 800 מיליון דולר ארה"ב (כ- 80% מסך ההשקעות הנדרשות של החברה בפרויקטים למשרדים ומסחר). כך, פרויקט Skyscraper הינו פרויקט אשר ממוקם בחלקו הצפוני של הרובע האדמיניסטרטיבי – דמיטרובסקיה- במוסקבה, בסמוך לעורקי תחבורה ראשיים, בקרבת תחנת רכבת, הצפוי להפוך לאזור עסקים מפותח, ונועד להקמת מבנה משרדים בן 47 קומות, המצריך השקעה צפויה של כ- 337 מיליון דולר ארה"ב. פרויקט Techagrocom, בשותפות של 50% עם Woklam Investment Ltd., הכולל ארבע חלקות, בשטח כולל של כ- 220 דונם, הממוקמות קילומטר אחד מכביש הטבעת החיצוני של מוסקבה. ייעוד השטח הינו לפארק עסקים, הכולל מרכז מסחרי ובנייני משרדים. הפרויקט צפוי לפיתוח בשלבים במהלך 2008 ועד אמצע שנת 2012, בעלות השקעה כוללת של כ- 304 מיליון דולר ארה"ב ופרויקט Triumph Park, הפרויקט הגדול בתיק הנכסים של החברה, הכולל פרויקט מגורים בשטח של כ- 400 דונם, הסמוכים לכביש הראשי המחבר בין שדה התעופה למרכז סנט פטרסבורג. בכוונת החברה להקים מלבד יחידות מגורים, גם שטח מסחרי כולל של כ- 82 דונם, כאשר העלות הכוללת להקמת השטח המסחרי הינה כ- 172 מיליון דולר ארה"ב. מידרוג סבורה, כי לאור מיעוט הפרויקטים של החברה ולאור היקפם של שלושה פרויקטים אלו, קיימת לחברה תלות משמעותית בהצלחת פרויקטים אלו, כמו-גם, לאור היקפם, פרויקטים אלו יציבו בפני החברה אתגרים הנדסיים ותכנוניים, במיוחד בפרויקט Skyscraper. בנוסף, מרבית הפרויקטים נמצאים בשלבי פיתוח ולכן אין יכולת לעמוד בוודאות על כלל העלויות הצפויות של הפרויקט, לרבות יכולת החברה להשלים את הפרויקטים במועדם, ויהיה בכך כדי להשפיע על תוצאות החברה. יחד עם זאת, מדיניות החברה הינה לחלק את הפרויקטים לשלבים, למעט פרויקט Skyscraper, ובכך להקטין את סיכוני הפרויקטים, לרבות הכנסת שותפים פיננסיים לפרויקט.

ביום 31.3.08 זכתה החברה במכרז לרכישת שטח מקרקעין בעיר פנוזה תמורת כ- 4.25 מיליון דולר. בכוונת החברה להקים על השטח מרכז מסחרי.

להלן טבלת נתונים עיקריים על פרויקטים לייזום נדל"ן למגורים, המצויים בשלבי תכנון או בנייה (נכון ליום 31.12.2007) :

שם הפרויקט	מיקום הפרויקט	שיעור החזקה	חלוקת רווחים	סך יחידות	מועד אכלוס צפוי	מחיר ממוצע למ"ר (דולר)	עלות קרקע (אלפי דולר)	סך עלות חזויה (אלפי דולר)	סך הכנסה צפויה (אלפי דולר)	שיעור השקעה (כולל קרקע)	רווח צפוי (אלפי דולר)	שיעור רווח צפוי	סטטוס
Perkhushkovo	מוסקבה	100%	100%	163	Q2/2009	2,836	22,500	120,500	198,300	41%	77,800	39%	בניה
Nemchinovka	מוסקבה	51%	50%	1,541	Q1/2010	3,674	* -	217,000	432,500	6%	215,500	50%	עבודות הכנה על פי היתר ממשרד הביטחון
Sokolniki	מוסקבה	51%	50%	243	Q4/2009	4,932	* -	53,300	93,700	4%	40,400	43%	סיום תכנון מפורט
Triumph Park	סנט פטרסבורג	100%	100%	9,000	Q2/2010	3,079	37,000	שלב א' 186,000	שלב א' 283,000	6%	630,000	33%	תכנון
								שלב ב' 271,000	שלב ב' 404,250				
								שלב ג' 271,000	שלב ג' 404,250				
								שלב ד' 271,000	שלב ד' 404,250				
								שלב ה' 271,000	שלב ה' 404,250				
								סה"כ 1,270,000	1,900,000				
סה"כ				10,947		3,200	59,500	1,465,500	2,624,500		963,700	37%	

*הקרקעות הינם בבעלות ממשלת רוסיה. החברה זכתה יחד עם חברת Department 494 הרוסית בזכויות לפיתוח הפרויקט לכן לא קיימת עלות קרקע.



לחברה קיים פרויקט מרכזי ומהותי לייזום מגורים באזור ס. פטרסבורג

לחברה בסה"כ ארבעה פרויקטים לייזום נדל"ן למגורים, אשר המרכזי שביניהם, Triumph Park, מצוי בסנט פטרסבורג וכולל הקמתן של כ- 9,000 יח"ד דיור, בעלות כוללת של כ- 1.3 מיליארד דולר ארה"ב (כ- 77% מתוך העלות החזויה של פרויקטים בייזום נדל"ן למגורים). הפרויקט כולל הן מגדלי מגורים רבי קומות (עד 22 קומות) והן מגדלי מגורים של עד 9 קומות. פרויקט שני בעל היקף משמעותי הינו ב- Nemchinovka, להקמת 1,541 יח"ד, בעלות כוללת של כ- 216 מיליון דולר ארה"ב. מידרוג סבורה, כי החברה חשופה במיוחד לסיכונים הטמונים בפרויקטים אלו, לאור היקפם היחסי ליתר הפרויקטים בייזום נדל"ן למגורים. יחד עם זאת, לדעת מידרוג, האסטרטגיה של החברה, לפיה החברה תבנה את הפרויקטים בשלבים בהתאם לקצב המכירות, יש בה כדי להקטין את הסיכון הגלום בפרויקטים אלו.

להלן נתונים עיקריים על הנדל"ן המניב של החברה:

שם הפרויקט	שיעור אחזקה	מיקום הפרויקט	סוג הפרויקט	מועד הפעלה	שיעור תפוסה 2007	מספר שוכרים	מספר שוכרים מהותיים	שטח כולל להשכרה (מ"ר)	לפי חוזים קיימים לכלל הנכס (אלפי דולר)	NOI צפוי לכלל הנכס (אלפי דולר) ¹	הערכת שווי-חלק החברה (אלפי דולר)	עלות בספרים**	הלוואה על הנכס (חלק החברה)	LTV
-Yaroslavl שלב 1	49%	ירוסלב	מרכז קניות	4/2007	95%	89	2	32,249	7,602	8,262	*44,384	40,260	21,000	47.3%
***MAG	100%	מוסקבה	משרדים	2/2006	92%	36	3	18,355	6,886	9,715	101,080	90,225	-	-
***Hydro	100%	מוסקבה	משרדים	7/2005	72%	42	4	17,889	6,841	10,063	102,390	89,360	-	-
סה"כ						167	9	68,493	21,329	28,040	247,854	219,845	21,000	8.5%

* מייצג את חלק החברה בפרויקט

** בכוונת ההנהלה למכור את מניות החברות המחזיקות בנכסים ולא את הנכסים עצמם ולכן לא נרשמו מסים נדחים בגין התאמות השווי ההוגן של הנדל"ן. עם זאת, על פי הנחיית הרשות, השווי ההוגן, הופחת על מנת לשקף את השווי ההוגן של התחייבויות המס הנדחה, שהחברה מעבירה לקונה עם מכירת החברות המחזיקות בנכסים. ההפחתה חושבה לפי שיעור מס ההכנסה ברוסיה בשיעור של 24%.

(1) NOI מתייחס לכלל הנכס ול-100% תפוסה ומתבסס על הערכת Cushman & Wakefield, הכוללת עליית מחירי השכירות בנכס *** הפרויקט הופעל בשלבים.

להלן תיאור כללי של הנדל"ן המניב של החברה:

Yaroslavl - מתחם מסחרי, המשתרע על שטח של כ-300 דונם, הממוקם במרחק של כ-6 ק"מ ממרכז העיר, סמוך לרובע מגורים ובקרבת צומת דרכים. שיעור החזקה של החברה בפרויקט הינו 49%, כאשר השותף בפרויקט הינו Gazprombankinvest¹. החברה מפתחת את הפרויקט בשני שלבים ולמועד כתיבת דוח זה הושלם השלב הראשון. השלב השני צפוי להסתיים באפריל 2010. למרכז שני שוכרי עוגן, Real - רשת סופרמרקטים גרמנית, השנייה בגודלה ברוסיה ו-Home Center LLC - חברה בשליטת פישמן, המתמחה בשיטת "עשה זאת בעצמך". לשני השוכרים חוזה ארוך טווח לתקופה של 10 שנים, שעתיד להסתיים באפריל 2017 וכן אופציה להארכת חוזה השכירות. ההכנסה השנתית הצפויה משני שוכרים אלו הינה כ-1,912 אלפי דולר.

Hydro - ממוקם בלב רובע העסקים, בחלקה הצפוני של מוסקבה ומשתרע על שטח של כ-12 דונם. החברה פועלת להפיכת ייעוד השטח מתעשייה למשרדים ואין החברה צופה כי תיתקל בקשיים בהסדרת ייעוד השטח. במרכז שני שוכרים מהותיים (United media ו-Karfour), המניבים הכנסה שנתית של כ-2,574 אלפי דולר ותקופת התקשרותם הינה עד אוקטובר 2012 ופברואר 2010, בהתאמה. Home Center LLC - חברה בשליטת פישמן, המתמחה בשיטת "עשה זאת בעצמך", שוכרת במרכז זה 730 מ"ר ואמורה להניב הכנסה שנתית של כ-256 אלפי דולר.

MAG - שוכן סמוך למתחם Hydro ברובע העסקים הצפוני של מוסקבה ומשתרע על כ-22 דונם. במרכז שני שוכרים מהותיים (MCFER ו-IBS Platformix) אשר צפויים להניב הכנסה של כ-3,123 אלפי דולר ותקופת התקשרותם הינה עד ינואר 2017 ודצמבר 2011, בהתאמה.

¹ Gazprombank הינו בנק בעל היקף נכסים של כ-31,668 מיליון דולר ארה"ב והון עצמי של כ-6,650 מיליון דולר ארה"ב, בהתאם לנתוני דוחות כספיים לשנת 2006.

להלן טבלת שוכרים מהותיים לפי נכסים מניבים (נכון ליום 31.3.08):

נכס	שוכר מהותי	תחילת הסכם	סיום הסכם	דמי שכירות שנתיים (אלפי דולר)
Yaroslavl	Real	8/2007	8/2017	768
	Home Center LLC	8/2007	8/2027	1,144
Hydro	United Media	10/2007	10/2012	1,295
	Karfour	11/2007	2/2010	1,279
	UK EKFI	11/2007	11/2012	976
	GNPP Airogeofizika	6/2007	8/2012	493
	Home Center LLC	3/2007	10/2011	256
MAG	MCFER	01/2007	01/2017	2,205
	IBS Platformix	12/2006	12/2011	918
	Peter Service	12/2006	11/2012	794
	Nike	12/2007	11/2008	766

להלן טבלת פקיעת חוזים (נכון ליום 31.3.08):

שנה	מספר שכירויות מסתיימות	שטח מושכר	% מתוך סך הנכסים המושכרים	תשלומי שכירות בגין החוזים לכלל הנכס (אלפי דולר)	% מכלל דמי השכירות
2008	32	5,120	8.8%	2,881	13.5%
2009	2	237	0.4%	130	0.6%
2010	5	2,565	4.4%	1,347	6.3%
2011	13	6,370	11.0%	2,890	13.6%
2012	52	13,618	23.5%	8,133	38.1%
2013 ואילך	50	30,098	51.9%	5,948	27.9%
סה"כ	154	58,008	100%	21,329	100%

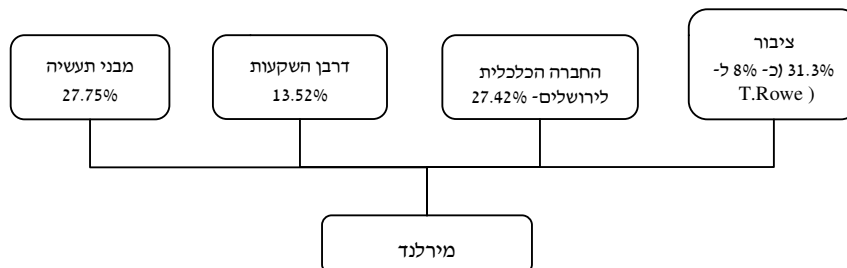
ניהול ואסטרטגיה

בשנת 2006, במסגרת הסכם מיזוג בין חברות בשליטתו של אליעזר פישמן, הכוללות את החברה הכלכלית לירושלים, מבני תעשיה בע"מ ודרבן השקעות בע"מ, הועברה פעילות חברות אלו ברוסיה למירלנד.

החברה עוסקת, באמצעות חברות בנות, ברכישה, ייזום ופיתוח של פרויקטים נדל"ן ברוסיה. לכל פרויקט מוקמת חברה ייעודית נפרדת.

דירוג מידרוג לחברה הכלכלית לירושלים הינו A2, דרבן השקעות A2 ומבני תעשיה Aa3.

מירלנד: מבנה אחזקות



פעילות החברה מתוחמת לרוסיה; בכוונת החברה להתמקד ברכישת קרקעות לייזום בערים גדולות, המונות מעל 500,000 תושבים

בהתאם להסכם המיזוג, החברה אמורה לרכז את פעילות קבוצת חברות פישמן ברחבי מדינת רוסיה. החברה פועלת במוסקבה ובערים ראשיות אחרות, יחד עם זאת, בכוונת החברה לאתר הזדמנויות השקעה בפרויקטים לפיתוח בערים משניות, שאוכלוסייתן עולה על 500,000 תושבים, שבהן הציפייה לרמת ביקוש גבוהה וקיים ביקוש הגבוה מהיצע הנכסים.

אסטרטגיית השקעות בייזום נדל"ן מניב, בעלי שיעורי תשואה גבוהים והחזקתם ואף השקעה בנדל"ן מניב בעל פוטנציאל השבחה לשם יצירת תזרים פרמננטי קבוע לחברה

לצד פעילותה היזמית, החברה שוקלת רכישת נכסים מניבים, בעלי הזדמנות להחזר אטרקטיבי על ההשקעה, לרבות רכישת נכסים מניבים בעלי פוטנציאל השבחה. יתר על כן, החברה פועלת לייזום נדל"ן מניב והשכרתו על מנת ליצור תזרים פרמננטי קבוע. יחד עם זאת, החברה לא שוללת מימוש נכסים על מנת לנצל הזדמנויות עסקיות.

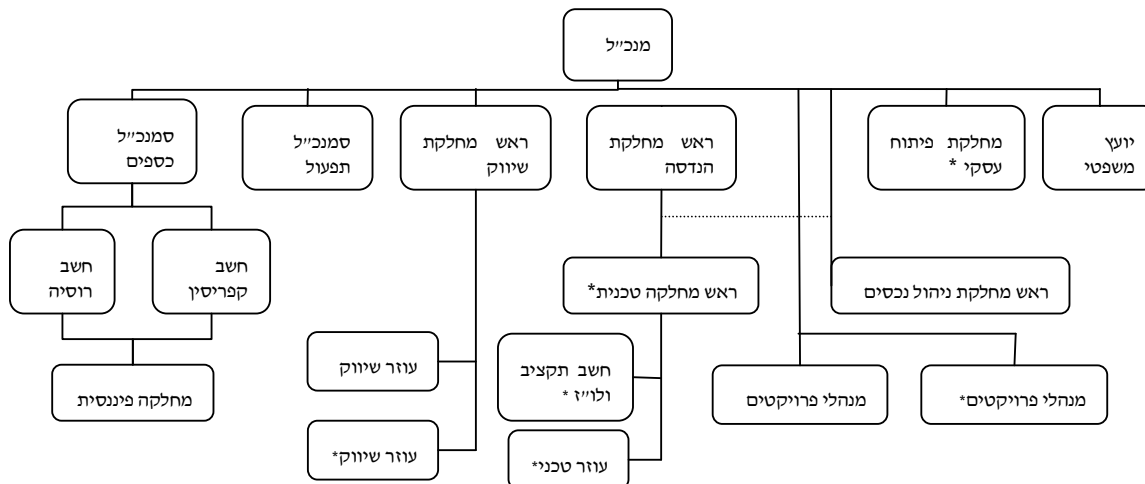
בכוונת החברה להתמקד בפרויקטים מסחריים ולמגורים אולם שוקלת השקעה גם בפרויקטים הקשורים למבני לוגיסטיקה ואחסון

עיקר פעילות החברה הינו ייזום נדל"ן למשרדים, מסחר ומגורים, יחד עם זאת, במסגרת בחינת השקעות נוספות בתחום הנדל"ן המסחרי, שוקלת החברה התמקדות השקעה בפרויקטים הקשורים למבני לוגיסטיקה ואחסון, שכן הזדמנויות הגדלת ההון ויצירת תזרים מזומנים משתנים, בהתאם ליכולת הקבוצה לבחון את מטרת הנכס ולהחליט לאיזו מטרה לייעד אותו.

הנהלה מנוסה מאוד בתחום ייזום הנדל"ן בשווקי הפעילות המרכזיים ומטות עצמאיים תורמים למיצוב העסקי של החברה ולהצלחת הפעילות

החברה מעסיקה מטה רחב של עובדים באזורי פעילותה. להערכת מידרוג, רוחב המבנה ועומקו, לרבות הניסיון המקצועי של הצוות הניהולי, תומכים באופן משמעותי בפעילות החברה.

מירלנד – מבנה ארגוני



*בהליכי גיוס

השם	תפקידים בקבוצה	השכלה	תחילת כהונה	רקע
אליעזר פישמן (65)	דירקטור ומבעלי השליטה בקבוצת פישמן	רואה חשבון	נובמבר 2006	בעל ידע וניסיון רב, מעל 45 שנים, בתחום הנדל"ן הן בישראל והן בחו"ל. בבעלות מר פישמן מספר חברות ישראליות בתחומי תעשייה שונים. ניסיונו של אליעזר פישמן מחוץ לגבולות ישראל ברובו בתחום הנדל"ן.
נייג'ל גיימס רייט (54)	יו"ר הדירקטוריון	תואר במדעי המדינה וכלכלה	נובמבר 2006	30 שנה ניסיון בתחום הנדל"ן. עד לאחרונה שימש כמנכ"ל חברת London & Henley Property Holdings.
משה מורג (63)	מנכ"ל החברה	תואר ראשון - בכלכלה, מדעי המדינה תואר שני - במנהל עסקים	נובמבר 2006	בעל ניסיון של כ-18 שנים בתחום הנדל"ן, רובן כמנכ"ל חברת מבני תעשייה, אחת מחברות הנדל"ן הגדולות בישראל.
יהודה מרום (56)	מהנדס ראשי	תואר ראשון - הנדסה אזרחית	2006	בעל ניסיון של 28 שנים בהנדסה אזרחית. שימש כסמנכ"ל הנדסה בחברת מבני תעשייה במשך 12 שנים. מומחה לפרויקטים בהיקף רחב, לרבות בניינים רבי קומות למגורים, פארקים מסחריים ובנייני משרדים.
רומן רוזנטל (40)	מנהל כספים	תואר ראשון - בכלכלה וחשבונאות	נובמבר 2006	ניסיון של 10 שנים בניהול כספים, הן בחברות ישראליות והן בחברות בינלאומיות. עבד בפירמת רואי החשבון PWC ישראל.
הלנה ואלאובה (34)	מנהלת שיווק	תואר שני - הנדסה	2007	10 שנות ניסיון בנדל"ן ברוסיה. בעבר שימשה כמנהלת שיווק של חברת Knight Frank Newmark.

אסטרטגיית שיווק הפרויקטים עוד בשלב הפיתוח לשם הקטנת עלויות המימון

בכוונת החברה להתחיל בהליך שיווק הפרויקטים כבר בשלב הפיתוח ובכך להבטיח ייצור הכנסה במהלך הפרויקט, בין היתר, על מנת להקטין עלויות מימון. כך לדוגמא, בפרויקט סראטוב החברה כבר חתמה על כ-17 חוזי שכירות בהיקף של כ-3,635 אלפי דולר הכנסה שנתית.

מדיניות חלוקת דיבידנד בהתאם לרווחי החברה ותזרים המזומנים שלה

מאז הקמתה לא חילקה החברה דיבידנדים. ביום 27.11.2006 אימץ דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד, בהתאם לרווחי החברה ותזרים המזומנים שלה. בכוונת החברה להכריז על חלוקת דיבידנד בגין שנת 2008, בשיעור של 2% משווי הנכסים נטו של החברה, במועד הנפקתה בבורסת AIM בלונדון, ושיעור של 7% בגין שנת 2009, להערכת החברה, מדובר בדיבידנד בהיקף של כ-84 מיליון דולר. החברה טרם החליטה האם יחולק דיבידנד זה ומה יהיה היקף החלוקה, היה ויחולק דיבידנד. כמו כן, שוקלת החברה להגדיל בהמשך את שיעור הדיבידנד, בהתאם לגידול בתזרים המזומנים.

שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה מטה רחב ובעל עומק ניהולי וניסיון; החברה משתייכת לקבוצת חברות פישמן, הידועה כאחת מקבוצת חברות הנדל"ן הגדולות והמוכרות; ניסיון רב ומוניטין של בעל השליטה, התורם רבות להתפתחות החברה ולמיצובה העסקי; נגישות לשוק ההון; לחברה איתנות פיננסית גבוהה; צפי לשיעורי תשואה בשיעור גבוה; שליטה ברוב הפרויקטים, המאפשרת גמישות ניהולית; עם זאת, החברה פועלת במדינת כלכלה מתפתחת אשר טרם הוכחה כיצבה; קיימת תלות בבעל שליטה בקביעת אופי הפעילות העסקית השוטפת של החברה וקשריה העסקיים; לחברה מספר פרויקטים מועט, הגורם לתלות וריכוזיות בפרויקטים מרכזיים, בעלי היקף השקעה רב; רוב הפרויקטים של החברה נמצאים בשלבי התכנון; חשיפה לשינויים בעלויות הבניה כתוצאה מאינפלציה, יחד עם זאת, החברה סבורה כי כנגד עלייה זו, תהא עליית מחיר מכירת הדירות או השכירות; לחברה היעדר תזרים פרמננטי כנגד השקעות גדולות בפרויקטים.

חוזקות

בעל שליטה אשר הינו בעל ניסיון ומוניטין בתחום הנדל"ן ובעל תרומה מהותית לפעילות החברה

לבעל השליטה בעקיפין, מר אליעזר פישמן, ניסיון רב ומוניטין בתחום הנדל"ן, הן בארץ והן בחו"ל. מירלנד נהנית מתרומתו של מר אליעזר פישמן, כחבר דירקטוריון בה, לפיתוח העסקי שלה ולהצלחתה, לרבות נגישות החברה לשוק ההון. מידרוג מעריכה, כי גרעין שליטה המזוהה עם אליעזר פישמן ופעילותו הינו בעל השפעה חיובית על הדירוג במגוון היבטים. יתר על כן, החברה נמנית על קבוצת החברות פישמן, הידועה כאחת מקבוצות חברות הנדל"ן הגדולות והמוכרות ביותר בישראל - קבוצה בעלת ניסיון רב ומוניטין בתחום הנדל"ן ונהנית בהתאם מהמערך הניהולי והניסיון של חברות קבוצת פישמן, כבעלות מניות בחברה.

יחסי איתנות טובים

נכון ל-31.3.2008 יחסי האיתנות של החברה טובים. לחברה שני נכסים מניבים, לא משועבדים וללא הלוואות, בשווי מוערך של כ-203 מיליון דולר ונכס מניב נוסף, המשועבד כנגד הלוואה, בשיעור LTV של 47.3%. כמו כן, לחברה חוב פיננסי נטו נמוך. יחס החוב הפיננסי ל-CAP עומד על 24% ובנטרול פיקדון ייעודי כנגד הלוואה לז"ק מתאגיד בנקאי, עומד יחס החוב הפיננסי, בנטרול פיקדון יעודי, ל-CAP, בנטרול פיקדון יעודי, על 15%. יחס ההון העצמי לסך המאזן של החברה עומד על 72% ובהתחשב בהלוואות צפויות עתידיות, חלוקת דיבידנד ובהנפקת אג"ח, מורע יחס זה עד לשיעור של 51%, יחס החוב הפיננסי ל-CAP עולה ל-46% ויחס חוב פיננסי מתואם ל-CAP מתואם עולה ל-40%.

החברה מעסיקה מטה רחב של עובדים באזורי פעילותה. לחברה מטה ניהולי וחברי דירקטוריון בעלי ניסיון רב ומוניטין בתחום הנדל"ן אשר תומכים בפעילות החברה ומהווים בסיס לקידום פעילותה העסקית.

קיימת שליטה של החברה ברוב הפרויקטים

מירב נכסי החברה מוחזקים בבעלות מלאה על ידי החברה. להערכת מידרוג, השליטה בנכסים מאפשרת לחברה התנהלות גמישה, מקלה על קבלת החלטות מהירה ביחס לנכסים ותורמת להקטנת רמת הסיכון ברמת קבלת החלטות.

גורמי סיכון עסקיים

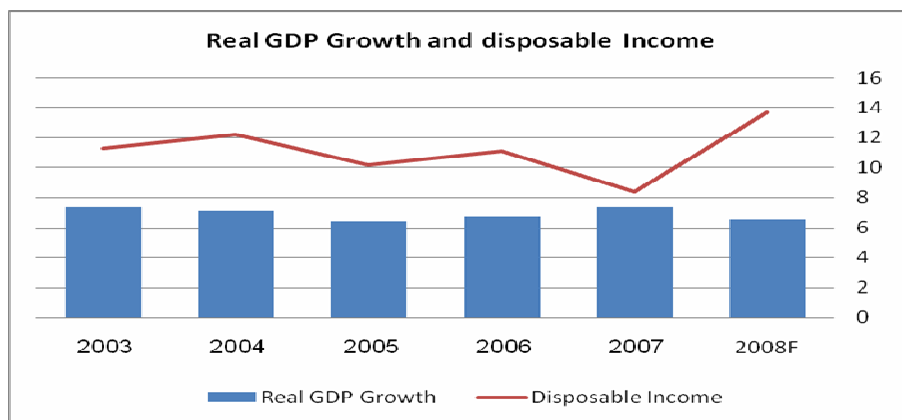
אי יציבות פוליטית במדינת פעילות החברה – תלות החברה בפעילות ברוסיה, המדורגת על ידי Moody's, Baa2

דירוג Moody's לרוסיה הינו Baa2, בהתאם למתודולוגיה של Moody's משנת 2006, דירוג בינ"ל של תאגיד שמרכז ברוסיה, שההשקעה בו הינה במטבע זר, יכול להגיע ל-A2. עד לאחרונה רוסיה אופיינה בשינויים בהרכב הממשלה, יחד עם זאת, החלפת הנשיא שנערכה בחודש מרץ 2008, הינה המשך השלטון הקיים. שינוי מהותי במדיניות הממשלה והיעדר קונצנזוס בין הנשיא, הממשלה והפרלמנט, יכולים להוביל לאי יציבות פוליטית אשר תשפיע על הפעילות הכלכלית במדינה. כמו כן, אופי המשטר והתרבות השלטונית הנהוגה ברוסיה מקשה לחזות מגבלות בביצוע השקעות זרות. מחלוקות בין השלטונות הפדרליים וסכסוכים פוליטיים עלולים ליצור סביבת עבודה בלתי וודאית, כמו גם חוסר הוודאות בפרשנות החוק הרוסי. היעדר שקיפות במוסדות וברשויות השונות עלול להוביל לסביבת פעילות סבוכה. החברה פועלת במדינת כלכלה מתפתחת אשר טרם הוכחה כיציבה. מיתון כלכלי יוביל לירידת רווחיות העסקים, עלייה בשיעורי האבטלה וירידה בביקוש לנכסים. שוק מתפתח חשוף לסיכונים כלכליים, חוקיים ופוליטיים משמעותיים. הרעה במצב הכלכלה ברוסיה עלולה להשפיע על הביקוש לפרויקטים ולהאטה בקצב חדירת גופים בינלאומיים לשוק הרוסי.

תלות החברה ביציבות הכלכלה והתפתחות שוק הנדל"ן ברוסיה ותלות בפעילות הנדל"ן במוסקבה בפרט

כיום, חלק גדול מפעילות החברה הינו במוסקבה ובכוונתה להתרחב לערים נוספות, מעבר לערים בהן היא פועלת כיום, פחות מוכרות לחברה, ברחבי רוסיה. התרחבות זו עלולה להוביל להתמודדות מול אתגרים ניהוליים ותפעוליים לא מוכרים לחברה, העלולים לפגוע בתוצאות פעילות החברה. יחד עם זאת, לדעת מידרוג, לחברה קיים מרחב התפתחות גדול, שכן רוסיה הינה המדינה הגדולה בעולם שקיימת בה עלייה חדה בהכנסה הפנויה בקרב תושביה ובהתאם- הרצון לשידרוג תנאי המחיה, הגורמים לעלייה בביקושים לדירות מגורים ברחבי רוסיה. בעקבות הביטחון הגדל בשוק הרוסי, המתבטא בגידול בביקוש לנדל"ן מסחרי ופרטי והתנאים המאקרו-כלכליים המעודדים, גדל היקף ההשקעות מצד משקיעים זרים. כמו-כן, הביקושים הגבוהים לעומת ההיצע הנמוך של נכסי מסחר ברוסיה, מובילים לשיעורי תפוסה הנעים בין 96% ל-99% במשרדים ומרכזים לוגיסטיים ובין 97% ל-99% במרכזי קניות (השטח המסחרי לנפש הינו כשליש מהממוצע האירופאי). התוצר הגולמי של סנט פטרסבורג, שם קיים לחברה פרויקט מהותי, גדל באופן עקבי ובשיעור העולה אף על ממוצע הגידול של רוסיה כולה. במרבית ערי המחוז של רוסיה, המונות מעל 500,000 נפש אין כל נכסי נדל"ן מודרניים, מה שהופך את מגזר הנדל"ן המסחרי בערי המחוז לאטרקטיבי במיוחד ובעל שיעורי תשואה גבוהים. להנחת מידרוג, לאור הנתונים הכלכליים של רוסיה והיותה מדינה מתפתחת, בעלת שיעור צמיחה גבוה, קיים פוטנציאל לשיעורי תשואה גבוהים לפרויקטים של החברה וכן יכולת למימוש הפרויקטים. להלן מתוארת בגרף הצמיחה השנתית אל מול ההכנסה הפנויה ברוסיה, הנמצאת במגמת עליה².

² Russia- Credit Analysis, November 2007, Moody's Investor Service



בעל שליטה אשר הינו בעל ניסיון ומוניטין בתחום הנדל"ן

לבעל השליטה בעקיפין, מר אליעזר פישמן, ניסיון רב ומוניטין בתחום הנדל"ן, הן בארץ והן בחו"ל. יתר על כן, החברה נמנית על קבוצת חברות פישמן, הידועה כאחת מקבוצות חברות הנדל"ן הגדולות והמוכרות בישראל. מידרוג מעריכה, כי לשינוי בשליטה בחברה עלולה להיות השפעה מהותית על הכיוון האסטרטגי ארוך הטווח של פעילות החברה ולעמידה בהתחייבויותיה ובתוכניות האסטרטגיות שלה.

לחברה מספר פרויקטים מועט אשר גורם לתלות וריכוזיות בפרויקטים מרכזיים בעלי היקף גדול

הסיכון בקיום מספר מצומצם של פרויקטים גדולים מוביל להשפעה מהותית של תוצאות פרויקט אחד על תוצאות החברה כולה. Skyscraper ו-Triumph Park, Techagrocom הינם הפרויקטים המובילים של החברה בתחום המסחר והמשרדים והינם עתירי השקעה (כ- 800 מיליון דולר). בהתאם להיקפם, הם עתידים להניב הכנסה מרובה לחברה. הנבת תוצאות נמוכות מהצפוי עלול להשפיע על התוצאות העסקיות של החברה, במיוחד בשל העובדה שפרויקטים אלו צורכים השקעה גדולה. לאור היקף ההשקעה, בכוונת החברה לחלק את ביצוע הפרויקטים לשלבים, למעט פרויקט Skyscraper אשר במסגרתו שוקלת החברה להכניס שותפים או למצוא פתרונות להקטנת הסיכונים המימוניים ובכל מקרה, בכוונתה לקבל אישור מימון מראש. כמו-כן, לחברה תלות בפרויקטי יזום נדל"ן למגורים בסנט פטרסבורג, בעל היקף השקעה כולל של כ- 1.3 מיליארד דולר ארה"ב. יחד עם זאת, לאור אופי הפרויקט, בכוונת החברה להשלים את הפרויקט בשלבים, בהתאם לקצב המכירות ובכך להקטין את הסיכון בהיקף ההשקעה מול היקף המכירות. מכל מקום, בכוונת החברה לאשר מימון בטרם כניסתה לפרויקטים גדולי היקף ואף שוקלת הכנסת שותפים, שישאו בנטל המימון של פרויקטים מסויימים והקטנת הסיכונים הגלומים בהם.

חשיפת החברה לעלויות חריגות משמעותיות בהקמת הפרויקטים

היות ופעילות החברה מרוכזת במדינה מתפתחת, ללא תשתיות מתאימות לפרויקטים גדולי היקף, יתכן והחברה תיאלץ לשאת בעלויות חריגות משמעותיות בהקמת הפרויקטים, כך לדוגמא, בפרויקט Skyscraper אמורה החברה להשקיע סך של כ- 60 מיליון דולר ארה"ב לחיבור המבנה לתשתית החשמל של מוסקבה.

חברה בתחילת דרכה אשר טרם הוכיחה יכולת יציבות עסקית – רוב הפרויקטים בשלבי תכנון

החברה הוקמה בסוף שנת 2004 ולכן צעירה יחסית בשוק הנדל"ן ברוסיה. מירלנד הינה חברה צעירה יחסית, בעלת ניסיון מועט ביזום ופיתוח פרויקטים מסחריים ולמגורים ברוסיה. לחברה בסה"כ שלושה פרויקטים שהסתיימו, בתחום הנדל"ן המסחרי, הנוקפים להצלחתה ורוב הפרויקטים מצויים בשלבי תכנון. רמת הסיכון הגבוהה אף מתבטאת לאור גודל הפרויקטים אותם אמורה החברה ליזום.

חשיפה לסיכוני בניה וקבלת אישורי תכנון

היעדר חוסן כלכלי לקבלנים משניים וראשיים, איכות ביצוע עבודה, מחסור בעובדים מוסמכים, עיכובים בביצועים וליקויי בניה יכולים להעיב על סיום בניית הפרויקט וגורמים לסיכונים מצד החברה. מחסור בחומרי גלם, אותו חווה שוק הבנייה ברוסיה מעת לעת, ועליית התשומות אשר יוטלו על החברה על ידי הקבלים, מובילים להעלאת מחירים וחריגה מהתקציב בהתאם. כמו כן, הליך קבלת היתרים ברוסיה, לצורך פיתוח הקרקע, מערב מספר רב של רשויות פדרליות ומקומיות, ארוך, מסורבל ויקר. היעדר האישורים המתאימים ואי יכולת החברה להשיג את הרישיונות המתאימים יכולים להשפיע לרעה על פעילותה.

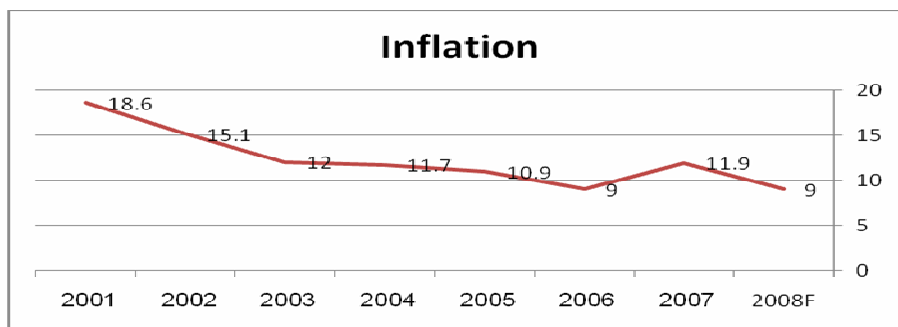
חישוב המס של החברה כפוף לפרשנויות של חוקים ואמנות מס וכפוף לשינויים באמנות למניעת כפל מס

מקום התאגדותה של החברה בקפריסין ואופי פעילותה, קרי, באמצעות חברות בנות, המחזיקות נכסים מניבים ברוסיה, מכפיפה את חישוב המס של החברה למספר משטרי מס ואמנות מס. שינויים בדיני המס, אמנות וחוקים, לרבות פרשנויות של דיני המס השונים, עלולים להטיל על החברה עלויות מס אשר יתכן ויהיה בהן כדי להשפיע על התוצאות הכספיות של החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

חשיפה לשיעורי אינפלציה גבוהים

אחת הבעיות המרכזיות בכלכלת רוסיה הינה שיעורי האינפלציה הגבוהים יחסית. עלייה באינפלציה עלולה לייקר את עלויות פעילות הקבוצה ולפגוע בתוצאותיה, שכן שיעור אינפלציה גבוה יוביל לעליית התשומות של הבניה אשר יוטלו על החברה ועלולים להוביל לחריגה מהתקציב. בהתאם, ככל שלא תהיה עלייה בשיעור דומה של מחיר המכירות או מחירי ההשכרה, כך התוצאות הכספיות של החברה עלולות להיפגע. להלן טבלה המפרטת את שיעורי האינפלציה ברוסיה לאורך השנים³:



חברה יזמית אשר צפויה לתנודתיות בתזרים המזומנים לאור קצב התפתחות פרויקטים; היעדר תזרים פרמננטי

מאפייני פעילות החברה יכולים להוביל לתנודתיות בתוצאות הפעילות מתקופה לתקופה, בשל מימוש ורכישת פרויקטים. תנודתיות זו עלולה לפגוע ביכולת החברה לתכנן את תקציבה ואת פעילותה העסקית. בטווח הקצר, לאור השלבים המוקדמים של הפרויקטים, לחברה אין תזרים פרמננטי, התומך בהוצאות החברה. עם זאת, לחברה אסטרטגיית השקעות, הכוללת השקעה בנדל"ן המניב שיעורי תשואה גבוהים והחזקתו, לשם יצירת תזרים פרמננטי לחברה, היכול לנטרל תנודתיות זו.

³ Russia- Credit Analysis, November 2007, Moody's Investor Service

חשיפה לשינויים בשערי החליפין דולר מול רובל

מטבע הפעילות של החברה הינו דולרי ולכן החברה מושפעת מתנודות בשער מטבע הרובל מול הדולר. שינויים בשערי החליפין עלולים לייקר את עלויות החברה ולפגוע בתוצאותיה, ככל שעלויות החברה יוצמדו לרובל. החברה פועלת להצמדת הלוואות, פיקדונות וחוזים עיקריים לדולר. מרבית הנכסים וההתחייבויות של החברה נקובים בדולר, או צמודים לו ולכן אינם רגישים לשינויים בשערי החליפין.

חשיפה לשינויים חדים בשערי ריבית שעלולים לפגוע בתזרימי המזומנים וברווחיות

פעילות החברה חשופה לשינויים בשערי הריבית בכמה מישורים שונים, אך בעלי קשרי גומלין ביניהם: שינויים בשערי ריבית משפיעים על רמת הביקושים לדירות למגורים; הלוואות לליווי בנייה (Construction Loan) מבוססות, על פי רוב, על ריבית משתנה וסביבת ריבית עולה עלולה להשפיעה לרעה על יכולת החברה לממש את נכסיה בעת בה תבקש לעשות זאת. החברה אינה מגדרת את סיכוני הריבית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- השלמת פרויקטים ומסירתם בהתאם לתחזיות החברה
- יצירת תזרים פרמננטי התומך באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- גידול פיזור הנכסים ופרויקטים של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי במבנה השליטה בחברה
- היחלשות מתמשכת בקצבי המכירות של פרויקטים מרכזיים, שיש בה להעיד על מגמות פרמננטיות בביקושי השווקים
- עלייה ביחס החוב הפיננסי בניטרול פיקדון יעודי, ל-CAP בניטרול פיקדון יעודי, מעל ל- 55%.
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה

החברה מדווחת בהתאם לכללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS). מטבע ההצגה של הדוחות המאוחדים הינו דולר ארה"ב.

תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד

הכנסות החברה נובעות ברובן מהשכרת הנדל"ן המניב שבבעלותה. הגידול בהכנסה מ-4,240 אלפי דולר בשנת 2006 ל-12,423 אלפי דולר בשנת 2007 ול-4,505 ברבעון הראשון של שנת 2008, המשקפים הכנסה שנתית צפויה של כ-18 מיליון דולר, נובע מגידול השטח המושכר בשני הפרויקטים MAG ו-Hydro וכן מהשכרת פרויקט ירוסלב. על פי תקני ה-IFRS, על החברה להכיר בהכנסה ממכירת דירה רק בעת מסירתה ללקוח ולכן, טרם הכירה החברה בהכנסות מפרויקט נדל"ן למגורים. שיעור הרווח הגולמי של החברה ברבעון הראשון של השנה עומד על 62% לעומת 48.6% בשנת 2007 ו-79.6% בשנת 2006. שינויים אלו, מקורם בגידול בעלויות האחזקה והניהול אשר נובעות בעיקר מהשלמת הפרויקטים, אכלוסם וכן עלויות בגין המרכז המסחרי בירוסלב, שנפתח באפריל 2007. הגידול במצבת העובדים, יחד עם אימוץ תוכנית תגמול מבוסס מניות, גידול בהוצאות הייעוץ בשל התרחבות החברה וגידול בהפרשה לנותני שירותים, התחייבות לחברות הניהול לתשלום 10% מהרווח הצפוי בעת מכירת הנכסים, הובילו לגידול בהוצאות הנהלה וכלליות בין השנים 2006 ל-2007, אשר אינן הוצאות תזרימיות. על פי הערכת החברה, הוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2008 צפויות לקטון ל-21,000 אלפי דולר, בשל קיטון ברישום ההפרשה לנותני שירותים בשנת 2008. במהלך הרבעון הראשון של השנה, רשמה החברה ירידת ערך בגין נכס מניב, בסך של כ-1.5 מיליון דולר בשל שחיקת שער החליפין של הדולר, לעומת עליית ערך של 82,138 אלפי דולר שנת 2007 (עד למועד דוח זה רשמה החברה שיערוך בגין נכסיה בסך כולל של כ-120 מיליון דולר). החברה לא זוקפת מיסים נדחים בגין השערוך בשל כוונתה למכור את מניות החברה המחזיקה בנכסים ולא את הנכסים עצמם. עם זאת, השווי ההוגן הופחת על מנת לשקף את השווי ההוגן של התחייבויות המס הנדחה שהיה חל על החברה עם מכירת החברות המחזיקות בנכסים. ההפחתה חושבה לפי שיעור מס ההכנסה ברוסיה בשיעור של 24%. הכנסות החברה מריבית בגין פיקדונות בנקאיים, ריבית על הלואות שניתנו ושינויים בשער החליפין של הרובל לדולר ארה"ב הובילו לגידול בהכנסות המימון של החברה. יחד עם זאת, הגידול באשראי החברה הוביל גם לגידול בהוצאות המימון. הכנסות המימון נטו של החברה ברבעון הראשון של השנה הינם 10,228 אלפי דולר לעומת 14,301 אלפי דולר בשנת 2007 ו-2,330 אלפי דולר בשנת 2006. נטרול הכנסות/הפסדי החברה משערוך הנדל"ן להשקעה מראה כי החברה סיימת את הרבעון ברווח של כ-6 מיליון דולר לעומת הפסד של כ-17 מיליון דולר בשנת 2007.

מירלנד (מאוחד): תמצית רווח והפסד

באלפי דולר				
	2006	2007	31.3.2008	*2005
הכנסות מדמי שכירות	3,707	10,446	3,958	732
הכנסות מדמי ניהול ויעוץ	533	1,977	547	-
עלות החזקה וניהול	863	6,384	1,732	168
רווח גולמי	3,377	6,039	2,773	564
% רווח גולמי	79.6%	48.6%	62%	77%
הוצאות הנהלה וכלליות	8,839	26,706	4,760	1,162
הוצאות דמי חכירה	-	5,469	-	-
הכנסות (הפסדים) משערוך נדל"ן להשקעה	35,878	82,138	(1,493)	4,114
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	30,416	56,002	(3,480)	3,516
הוצאות מימון	1,226	8,703	3,822	284
הכנסות מימון	3,556	23,004	14,050	136
רווח לפני מסים	32,746	70,303	6,748	3,368
מסים על הכנסה	2,797	5,423	2,146	368
רווח נקי	29,949	64,880	4,602	3,000
רווח (הפסד) נקי בנטרול שערוך נדל"ן להשקעה	(5,929)	(17,258)	6,095	(1,114)

*מיום 10.11.2004 ועד 31.12.2005

מקורות ושימושים - תזרים מזומנים

ברבעון הראשון של שנת 2008 ובשנת 2007 נרשמה ירידה ביתרת המזומנים לעומת עלייה בשנת 2006. תזרים המזומנים של החברה הושפע בשנתיים האחרונות מהשקעות רחבות שביצעה במלאי קרקעות ובבניינים בהקמה. השקעות אלו מומנו בעיקר מקבלת הלוואות מבנקים ושותפים בפרויקטים, מגיוס הון עצמי ואג"ח.

מירלנד (מאוחד): דוח מקורות ושימושים

באלפי דולר

2005*	2006	2007	31.3.2008	
-	-	61,756	-	הנפקת אג"ח
3,070	259,222	30,811	-	הנפקת מניות
-	-	1,053	-	אחר
-	16,153	-	-	קבלת הלוואה לזמן ארוך
-	71,000	-	-	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
40,156	10,014	-	-	קבלת הלוואה מצדדים קשורים
46	-	-	-	תמורה ממכירת נדל"ן להשקעה
969	-	72,996	40,639	ירידה במזומנים שווי מזומנים
-	3,897	-	-	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
44,241	360,286	166,616	40,639	סך מקורות
42,729	93,490	103,167	14,591	רכישת רכוש קבוע, נדל"ן להשקעה, מלאי קרקעות וחברה כלולה
-	-	23,005	11,505	מתן הלוואה לשותפים
1,220	4,031	2,016	-	החזר הלוואה לזמן ארוך
-	71,000	-	-	הפקדה בפיקדונות מוגבלים לזמן קצר
-	191,765	-	-	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
292	-	38,428	14,543	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
44,241	360,286	166,616	40,639	סך שימושים

*מיום 10.11.2004 ועד 31.12.2005

מצב פיננסי – מאזן

נכון למאזן ליום 31.3.2008, נכסי החברה כוללים בעיקר פיקדונות ומלאי בניינים למכירה בהקמה של חברות הפרויקטים, המשקפים את הפעילות בפרויקטים הקיימים. גם סעיף הנדל"ן להשקעה גדל, בין היתר לאור שיערוך בשווי ההוגן של כ- 82 מיליון דולר ארה"ב בשנת 2007, רכישות נדל"ן להשקעה והיתרות בגין מיון סעיף מאזני של קניון ירוסלב לנדל"ן להשקעה בהקמה לנדל"ן להשקעה. יתרת הנכסים גדלה בהיקף ניכר במהלך הרבעון הראשון של שנת 2008 ובמהלך השנים 2007 ו-2006, בהשוואה לסוף שנת 2005, בעקבות גיוסי ההון שמימנו, כאמור לעיל, את ההשקעות בפרויקטים במקרקעין. הפיקדון המוגבל לזמן קצר נועד להבטחת עמידת החברה בהתחייבויותיה לתאגידים בנקאיים.

מירלנד (מאוחד): מאזן באלפי דולר – בטבל הזו לא עושים את הפרופורמה

IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.3.2008	
				נכסים
				רכוש שוטף
664	196,586	117,758	77,599	מזומנים ושווי מזומנים
-	71,330	71,406	71,210	פיקדונות מוגבלים לזמן קצר
-	-	7,692	18,948	הלוואות לזמן קצר
5	2,896	268	966	לקוחות
199	7,261	7,269	5,323	חייבים ויתרות חובה
24,736	76,193	-	-	מלאי קרקעות לצורך הקמת בניינים למכירה
-	-	103,980	113,023	מלאי בניינים למכירה בהקמה
				נכסים בלתי שוטפים
12,863	65,709	227,030	238,100	נדל"ן להשקעה
11,358	46,930	87,963	103,002	נדל"ן להשקעה בהקמה
-	-	14,829	15,179	הלוואה לזמן ארוך
-	1,600	1,080	1,796	מקדמה על חשבון השקעה
-	-	-	1,089	נגזר פיננסי
104	1,082	4,866	5,350	רכוש קבוע נטו
-	-	796	958	הוצאות נדחות
-	5,958	12,891	20,672	חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך
-	-	214	986	מסים נדחים
49,929	475,545	658,042	674,201	סך נכסים
				התחייבויות
				התחייבויות שוטפות
57	1,207	1,490	2,550	מסים לשלם
935	2,385	6,640	4,962	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
1,376	6,284	4,505	4,242	זכאים ויתרות זכות
-	71,330	76,696	72,669	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
460	-	-	-	הלוואה לזמן קצר מצדדים קשורים
				התחייבויות לזמן ארוך
-	21,719	15,873	19,399	הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך
-	-	62,088	63,796	אג"ח, נטו
-	-	50	-	נגזר פיננסי
582	4,313	12,739	12,966	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
39,564	-	-	-	הלוואות לזמן ארוך מבעלי מניות
301	1,755	5,118	6,781	מסים נדחים
				הון עצמי
7	1,000	1,036	1,036	הון מניות
3,717	328,510	359,803	359,803	פרמיה על מניות
-	2,348	6,199	6,682	כתבי אופציה
3,000	32,267	96,629	101,231	יתרת רווח
-95	2,402	9,151	18,059	קרן הון בגין הפרשי תרגום
25	25	25	25	זכויות מיעוט
49,929	475,545	658,042	674,201	סך התחייבויות

יחסי איתנות פיננסיים

נכון ל-31.3.2008 יחסי האיתנות של החברה טובים. החוב הפיננסי נטו של החברה (לאחר קיזוז מזומנים ושוי מזומנים וכל הפיקדונות) עומד על כ-8 מיליון דולר. יחס החוב הפיננסי ל- CAP עומד על 24%, כאשר החוב הפיננסי, בניטרול פיקדון יעודי המיועד לתשלום הלוואת ז"ק מתאגיד בנקאי (On-Call) – להלן: "**חוב פיננסי מותאם**", ל- CAP בניטרול פקדון יעודי, להלן: "**CAP מותאם**", עומד על 15%. יחס ההון העצמי לסך מאזן עומד על 72%. הגידול בהון העצמי בין השנים 2006 ל-2007 נובע בעיקר מזקיפת רווחים בגין שיערוך נכסים ומימוש אופציות למניות ע"י חתמים. בהתחשב בהלוואות עתידיות שאושרו, חלוקת דיבידנד והנפקת אג"ח, יעמוד יחס החוב הפיננסי ל- CAP על 46%, יחס חוב פיננסי מתואם ל- CAP מתואם על 40% ויחס ההון העצמי לסך מאזן על 51%.

12.05 (אלפי דולר)	12.06 (אלפי דולר)	12.07 (אלפי דולר)	3.08 (אלפי דולר)	פרופורמה לאחר תשלום דיבידנד* צפוי בגין השנים 2008-2009 (אלפי דולר)	פרופורמה בתוספת הלוואה שכבר אושרה לאחר תאריך המאזן** (אלפי דולר)	פרופורמה לאחר גיוס אג"ח בסך של 150 מיליון דולר – (אלפי דולר)	
460	93,049	154,657	155,864	162,265	210,765	360,765	חוב פיננסי
460	21,719	83,251	84,654	91,055	139,555	289,555	חוב פיננסי מותאם לאחר נטרול פיקדון יעודי
664	125,256	117,758	77,599	-	-	-	מזומנים ופיקדונות אחרים
(204)	(103,537)	(34,507)	7,055	91,055	139,555	289,555	חוב פיננסי נטו (לאחר נטרול פיקדון יעודי ומזומנים ופיקדונות אחרים)
7,415	461,356	632,618	649,481	571,882	620,382	770,382	CAP
7,415	390,026	561,212	578,271	500,672	549,172	699,172	CAP מותאם – לאחר נטרול פיקדון יעודי
6,654	366,552	472,843	486,836	402,836	402,836	402,836	הון עצמי
49,929	475,545	658,042	674,201	590,201	638,701	788,701	סך מאזן
6%	20%	24%	24%	29%	34%	47%	חוב פיננסי / CAP
6%	6%	15%	15%	18%	26%	41%	חוב פיננסי מותאם / CAP מותאם
13%	77%	72%	72%	68%	63%	51%	הון עצמי / סך מאזן

* הנחה של חלוקת מלוא הדיבידנד בסך של כ-84 מיליון דולר, המוביל לקיטון מלוא המזומן והגדלת החוב הפיננסי.

** 48.5 מיליון דולר לפרויקט Triumph Mall בריבית L+2.5% לתקופה של 15 שנים

יחסי ביסוי

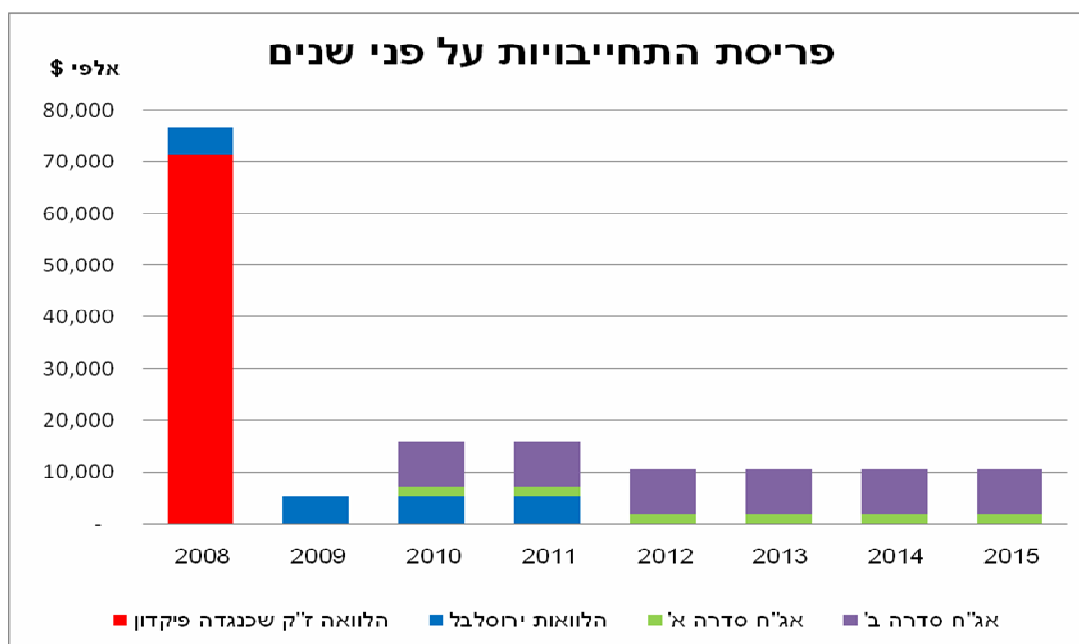
ה-FFO (תזרים פרמננטי) של החברה לרבעון הראשון של שנת 2008, הנובע מהכנסות הנכסים המניבים **בלבד**, הינו 2,289 אלפי דולר, המוביל ליחס החוב הפיננסי נכון ליום 31.3.2008 ל-FFO של 68.1 וליחס חוב פיננסי מותאם (בניטרול פיקדון יעודי) ל-FFO של 36.99. מטבע הדברים, היות והחברה הינה חברה יזמית, הרי שהיא צפויה לתגודתיות ב-FFO.

31.3.2008	
2,289	FFO בגין נדל"ן מניב בלבד
12,317	FFO חזוי בגין נדל"ן מניב בלבד
שלילי	EBITDA
שלילי	EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
155,654	חוב פיננסי
84,654	חוב פיננסי מותאם
68.1	חוב פיננסי / FFO מנדל"ן מניב
36.99	חוב פיננסי מותאם / FFO מנדל"ן מניב
6.87	חוב פיננסי מותאם / FFO חזוי מנדל"ן מניב

גמישות פיננסית

נכון ליום 31.3.2008, לחברה גמישות פיננסית טובה. לחברה שני נכסים מניבים אשר עליהם אין שעבודים והלוואות, אשר שוויים מוערך בכ- 203 מיליון דולר, כאשר הנכס הנוסף משועבד כנגד הלוואה, בשיעור LTV של 47.3%. יחד עם זאת, בהתאם לתחזיות החברה, צפויה החברה ליטול הלוואות נוספות על הנכסים הפנויים אשר יגדילו את שיעור ה-LTV הכולל על נכסי החברה, החברה מעריכה כ- 70% LTV. כמו כן, לחברה חוב פיננסי נמוך. יחד עם זאת, נטילת הלוואות נוספות תקטין את הגמישות הפיננסית של החברה.

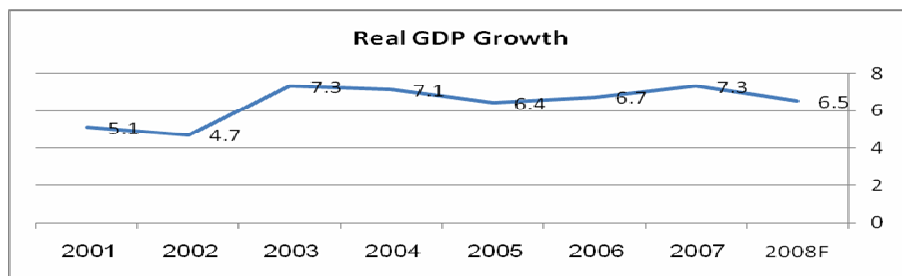
מלבד האג"ח שהנפיקה החברה, בסך של כ- 62 מיליון דולר, לחברה קיימת הלוואה בסך של 21 מיליון דולר, שנלקחה עבור הקמת נדל"ן מניב Yaroslavl וכן הלוואה לז"ק (On-Call) בסך של כ- 70 מיליון דולר. להלן גרף המתאר את פריסת התחייבויות החברה נכון ליום 31.12.2007. ניתן לראות כי רוב הלוואות החברה פרוסות באופן אחיד על פני תקופת ההחזר. בעת קבלת ההלוואה לז"ק הפקידה החברה פיקדון מוגבל בסכום ההלוואה, ולכן אין החברה צפויה להיקלע לקושי בפירעון ההלוואה.



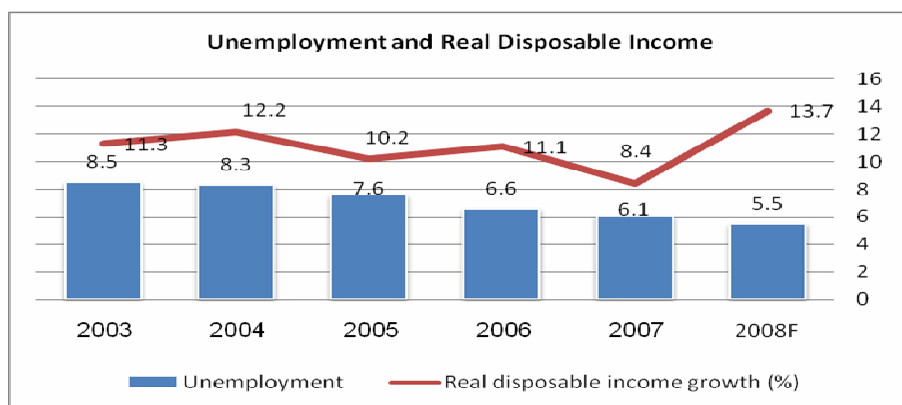
נספח א' – סקירת שוק רוסיה

רוסיה הינה מבין המדינות הגדולות בעולם. שטחה הינו 17,075 אלפי מ"ר ואוכלוסיית המדינה מונה למעלה מ- 140 מיליון תושבים. החל משנת 99, תפסה הכלכלה הרוסית תאוצה הנובעת בעיקרה ממחירי הנפט ולביקוש ההולך וגדל לסחורות בעולם. עלייתו של פוטין לשלטון הובילה לצמיחה נוספת בעקבות ביצוע רפורמה במס, הגדלת הזרבות בבנק המרכזי (416 מיליארד דולר בשנת 2007 לעומת 182 מיליארד דולר בשנת 2005) והקטנת החוב החיצוני (32% בשנת 2007 לעומת 91% בשנת 1999).

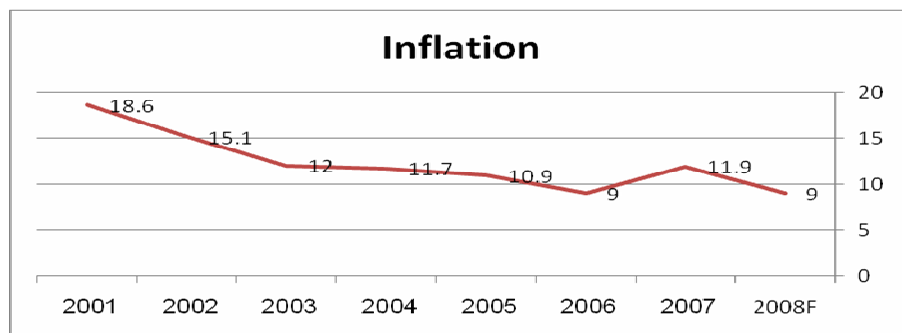
להלן מתוארת בגרף הצמיחה השנתית ברוסיה, הנמצאת במגמת עליה⁴.



שיעור האבטלה ברוסיה נמצא בירידה מתמדת וכן שיעור ההכנסה הפנויה לנפש נמצא בעלייה⁵.



למרות נתונים מעודדים אלו, שיעור האינפלציה ברוסיה גבוה מעט, אך טבעי בשוק בשלב הצמיחה כמו רוסיה⁶.



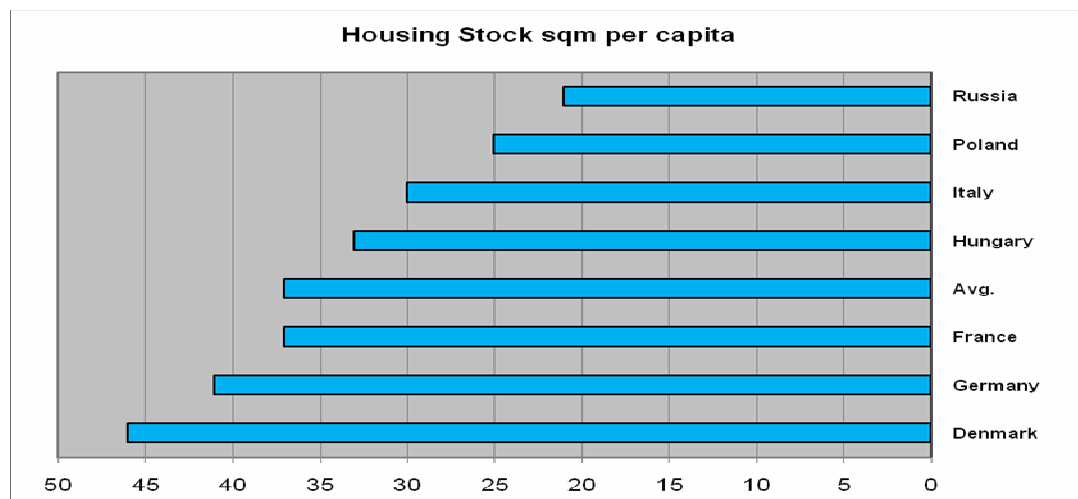
⁴ Russia- Credit Analysis, November 2007, Moody's Investor Service

⁵ CIA

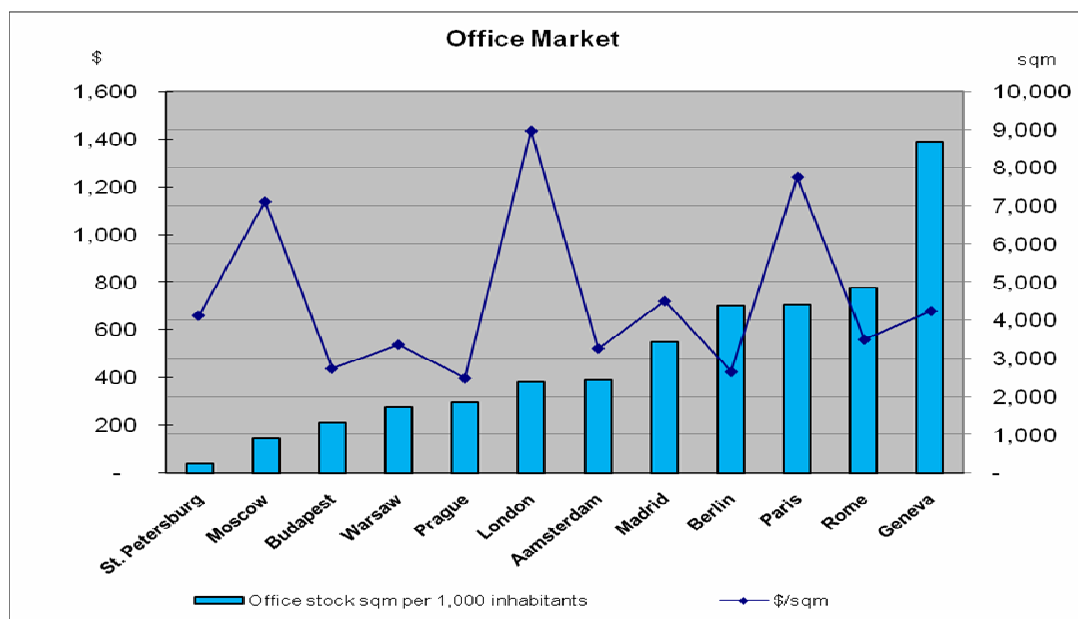
⁶ Russia- Credit Analysis, November 2007, Moody's Investor Service

התפתחויות עיקריות בשוק הנדל"ן ברוסיה

בשנים האחרונות מצאו משקיעים זרים את שוק הנדל"ן ברוסיה מעניין, בעקבות הביטחון הגדל בשוק הרוסי והגידול בביקוש לנדל"ן, הן מסחרי והן פרטי. בעקבות התנאים המאקרו-כלכליים המעודדים, יחד עם היציבות הפוליטית שהובילו לגידול בצריכה הפרטית, משקיעים מקומיים וזרים הרחיבו את פעילותם ברוסיה אף לערים בעלות היקף אוכלוסיה העולה על 300,000 תושבים⁷. מלאי הנדל"ן למגורים ברוסיה נמוך יחסית לשאר מדינות מזרח אירופה ו-35% מהמלאי הקיים דורש שיפוץ⁸.



אמנם מלאי המשרדים הוכפל מאז שנת 2000 אך היצע המשרדים נמוך מהביקוש. המחסור במשרדים מאיכויות גבוהות (class A & B) אילץ את השוכרים לחתום על הסכמי שכירות עוד בטרם הבנייה הושלמה. מלאי המשרדים ברוסיה נמוך משאר מדינות אירופה לעומת דמי שכירות גבוהים⁹.

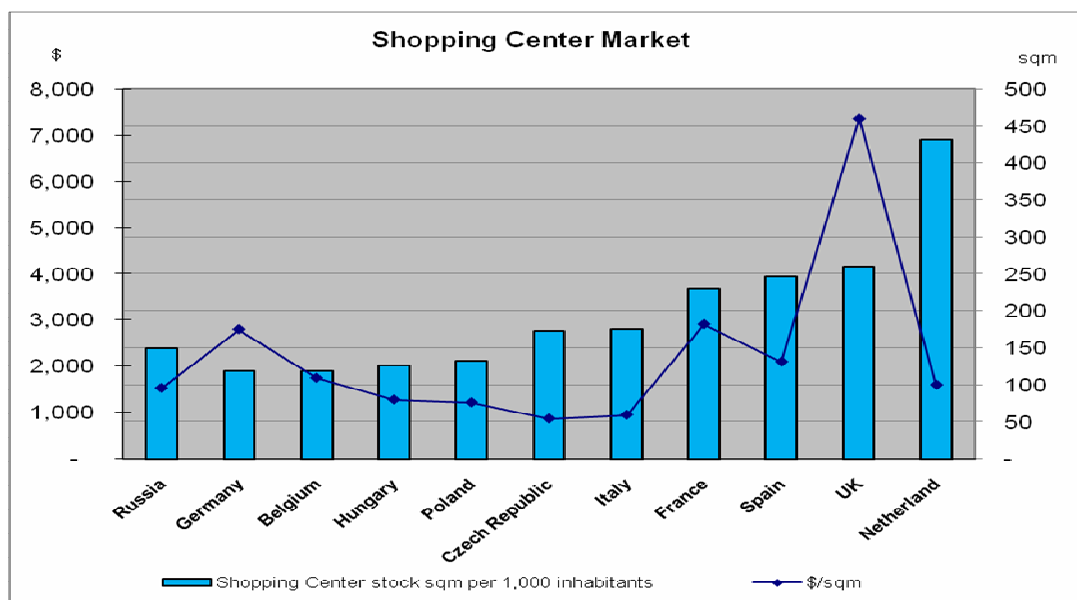


⁷ Collier International- Russia real estate review

⁸ Rosstat UNECE

⁹ Colliers International

שוק הנדל"ן המסחרי ברוסיה אטרקטיבי במיוחד לאור כמות המרכזים המסחריים לנפש מהנמוכות באירופה¹⁰. עד לאחרונה, רוב המשקיעים התמקדו במוסקבה, אך ניכרת התפתחות גם באזורים אחרים ברחבי רוסיה.



מוסקבה

דירוג Moody's לסנט פטרסבורג הינו Baa1. מוסקבה, המונה יותר מ-10 מיליון תושבים, צומחת בקצב מהיר, בשיעור הגבוה משיעור ממוצע הצמיחה ברוסיה. הגידול בפעילות הייזום, התכנון והבניה ניכר. הצמיחה מונעת מביקושים ושיעורי תשואה גבוהים ומהיצע נכסי נדל"ן נמוך. מוסקבה מאופיינת במאזן תפעולי יציב ונטל חוב נמוך.¹¹

סנט פטרסבורג

דירוג Moody's לסנט פטרסבורג הינו Baa3. העיר השנייה בגודלה, אחרי מוסקבה, המונה כ-4.6 מיליון תושבים. התוצר האזורי הגולמי של סנט פטרסבורג גדל, בחמש השנים האחרונות, בשיעור העולה על הממוצע ברוסיה ועוד צפוי לגדול בשיעור של 6% בשנים הבאות. העיר מהווה מוקד למשיכת אנשי עסקים מקומיים וזרים. התעשיות הבולטות בעיר הינן ייצור מכונות ועיבוד מזון.¹²

¹⁰ Shopping centre development- The boom goes on- Jones Lang LaSalle

¹¹ Moody's- The city of Moscow

¹² Moody's- The city of St. Petersburg

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) –דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמש 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CREMIR11150M\$

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"). 2008

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 בייעוץ 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס אינבסטורס סרויס לטד (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן : "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.