



Mirland Development Corporation Plc.

פעולת דירוג | מרץ 2009

1

מחברת:

ענבל כהן, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



Mirland Development Corporation Plc.

אופק הדירוג: שלילי	Baa2	דירוג סדרות א', ב'
--------------------	------	--------------------

Mirland Development Corporation Plc. ("מירלנד" או "החברה"), מדירוג A3 לדירוג Baa2 וקביעת אופק שלילי.
אופן הנפיקה Mirland Development

הדירוג ניתן לסדרות האג"ח שבמחזור, ככל שהחברה תנפיק סדרות אג"ח חדשות יבחן הדירוג מחדש. להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

מספר תשלומים	מועד פירעון שנתי	שנות פירעון האג"ח	שיעור ריבית שנתי	הצמדה	ערך נקוב (אלפי ש"ח) ליום 30.9.08	סדרת אג"ח
6	31/12	2010-2015	6.5%	מדד	39,260	אג"ח א'
6	31/12	2010-2015	L+2.75%	דולר ארה"ב	204,874	אג"ח ב'

הורדת הדירוג מ-A3 ל-Baa2 והצבת האופק השלילי נתמכת, בין היתר, בשל ירידה ברמת הנזילות של החברה, תוך הסבת כספים לפרוייקטים אשר רמת הוודאות להיקף התזרים העתידי מפרוייקטים אלו ומועד התממשותם, ירדה. כך בפרוייקט *Perkushkovo*, בו קיימים שיעורי מכירות נמוכים, השקיעה החברה, נכון לדצמבר 2008, סך של כ- 59 מיליון דולר, מתוך השקעה צפויה של כ- 127 מיליון דולר (בשני השלבים של הפרוייקט, כאשר כרגע החברה מבצעת את שלב א' בלבד). החברה צפויה להמשיך ולהשקיע את יתרת הסכום הנדרש להשלמת הפרוייקט. בנוסף, לחברה צבר השקעות עתידי בפרוייקטים להקמת נדל"ן מניב ונדל"ן למגורים, הנמצאים בשלבי בניה שונים, בהיקף השקעה של כ- 186 מיליון דולר, לגביהם לא קיימת וודאות בקבלת המימון או בהיקפו, דבר אשר יש בו כדי להשפיע על נזילות החברה.

מידרוג אף סבורה כי חלה עלייה ברמת הסיכון העסקי והפיננסי של החברה, נוכח חשיפת החברה להשפעות משבר האשראי על רוסיה. לאחרונה פרסמה *Moody's* כי דירוגה של רוסיה שונה מ-Baa1 באופק חיובי, ל Baa1 באופק יציב. השפעתו המהותית של המשבר מתבטאת בירידה בשערי החליפין רובל - דולר, לשערו הנמוך מאז ינואר 1998. ירידת שע"ח, יחד עם ירידה חדה במחירי הנפט, תרמו להתדלדלות עתודות המט"ח של המדינה, שגודלן היה השלישי בעולם, בכ- 200 מיליארד דולר, כתוצאה מהניסיון לבלום את נפילת המטבע המקומי. יש לציין, כי רוסיה הינה מדינה עתירת מחצבים, המייצרת בעיקר נפט, גז טבעי ומתכות. לפיכך, תלות רוסיה במשאבים אלו הופכת את כלכלתה לפגיעה במיוחד. האינפלציה ברוסיה עודנה במגמת עליה ורוסיה סובלת מבריחת הון של משקיעים זרים. בריחת המשקיעים הזרים הינה בעלת השפעה מהותית על הפעילות העסקית ברוסיה, לרבות תחום הנדל"ן, בשל ירידה משמעותית בהיקף ההשקעות ובהתאם קיטון בהיקף העסקאות.



בהתאם לכך, לאור השינויים בכלכלה הרוסית, הכוללים גם קיפאון במתן הלוואות, עליה בריביות וירידה בביקושים למכירת דירות, ערכה החברה שינויים במתווה התוכנית העסקית של החברה, כפי שהוצגה בעת הדירוג הראשוני והתאימה את הנחותיה לתנאי השוק הקיימים ברוסיה. שינוי מתווה זה כולל, בין היתר, קיטון בהיקף הפרויקטים בביצוע שתוכננו, דחיית תזרימים מפרויקטים ושינויים בעלויות שתוכננו. כמו-כן, אין בכוננת החברה להיכנס להשקעות משמעותיות בפרויקטים ללא קבלת מימון ועמידה בתחזיות שהציבה בפניה.

מידרוג מציינת לחיוב את תמיכתם התזרימית של החברות המחזיקות (חברה כלכלית ירושלים בע"מ, חברת מבני תעשיה בע"מ, דרבן השקעות בע"מ) בפעילותה של החברה, בהתאם לניסיון העבר במתן הלוואות והעמדת ערבויות, וכן את העובדה שלחברה מספר נכסים מניבים, התורמים תזרימים פרמננטי לחברה.

התפתחות התוצאות הכספיות

תוצאות החברה לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008 מצביעות על גידול בהכנסות החברה מהשכרת נכסים מניבים, אשר לא הניבו הכנסות על פני כל שנת 2007. החברה חזתה גידול זה בעת מתן הדירוג הראשוני. על אף הגידול בהכנסות נראית שחיקה ברווחיות החברה, הנובעת ברובה מירידת ערך נכסי נדל"ן מניב וגידול בהוצאות המימון. הגידול בהוצאות המימון נבעו מהנפקת אג"ח בחודש דצמבר 2007, מפחות חד ברובל אל מול הדולר אשר גרמו להפרכי תרגום בין הרובל לדולר- מטבע הצגת הדוחות, ומקיטון ביתרות המזומנים שהיו ברשותה בעבר ונזקפו בגינם הכנסות מימון. יש לציין כי מרבית הוצאות המימון אינן תזרימיות.

FY 2007	¹ Q1 2008	Q1-3 2008	נתונים עיקריים מדו"ח רו"ח (אלפי \$)
10,446	3,958	13,563	הכנסות מדמי שכירות
1,977	547	1,742	הכנסות מדמי ניהול
12,423	4,505	15,305	סך הכנסות
6,384	1,732	5,849	עלויות אחזקה וניהול
6,039	2,773	9,456	רווח גולמי
48.61%	61.55%	61.78%	% רווח גולמי
26,706	4,760	13,899	הוצאות הנה"כ
82,138	(1,493)	(22,643)	עליה (ירידה) בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
56,022	(3,480)	(27,086)	רווח (הפסד) תפעולי
14,301	10,228	(12,132)	הכנסות (הוצאות) מימון
64,880	4,602	(38,341)	רווח (הפסד) נקי
(17,258)	6,095	(15,698)	רווח (הפסד) נקי בנטרול שיערוך נדל"ן להשקעה

נכון ליום 30.09.2008, קטנה כמות המזומנים בחברה ואף שוחררו כספי הפיקדון, אשר שימשו כביטחון להלוואות החברה, כנגד העמדת ערבויות להלוואות אלו ע"י החברות המחזיקות בחברה. כספי הפיקדון והמזומנים שימשו את החברה בעיקר להשקעה. נציין כי נכון למועד כתיבת דוח זה, יתרת המזומנים של החברה הינה כ-13 מיליון דולר

¹ מועד הדירוג הראשוני

31.12.2007	² 31.3.2008	30.9.2008	נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי \$)
117,758	77,599	45,286	מזומנים ושווי מזומנים
71,406	71,210	-	פיקדון מוגבל
103,980	113,023	144,252	מלאי בניינים למכירה
227,030	238,100	211,866	נדל"ן להשקעה
87,963	103,002	117,124	נדלן להשקעה בהקמה
76,696	72,669	59,210	אשראי לזמן קצר מבנקים
15,873	19,339	16,275	הלוואות מתאגידיים בנקאיים לזמן ארוך
62,088	63,796	63,686	אגרות חוב
472,843	486,836	437,122	הון עצמי
658,042	674,201	612,798	סך מאזן
154,657	155,864	139,171	חוב פיננסי
83,251	84,654	139,171	חוב פיננסי מותאם ³
שילי	7,055	93,885	חוב פיננסי מותאם נטו
632,404	648,495	579,417	CAP
560,998	577,285	534,131	CAP מותאם ⁴
72%	59%	71%	הון עצמי לסך המאזן
24%	24%	24%	חוב פיננסי ל- CAP
15%	15%	24%	חוב פיננסי מותאם ל- CAP מותאם

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נקבע, בין היתר, בהתייחס לשינוי תחזיותיה התזרימיות של החברה ולאור חשיפת החברה למשבר האשראי ברוסיה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בחברה, לרבות מצב השווקים, ומודיעה כי החמרה נוספת במצבה של רוסיה עלולה לגרום הורדת דירוג נוספת.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- יצירת תזרים פרמננטי, התומך באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- שיפור משמעותי בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי במבנה השליטה בחברה

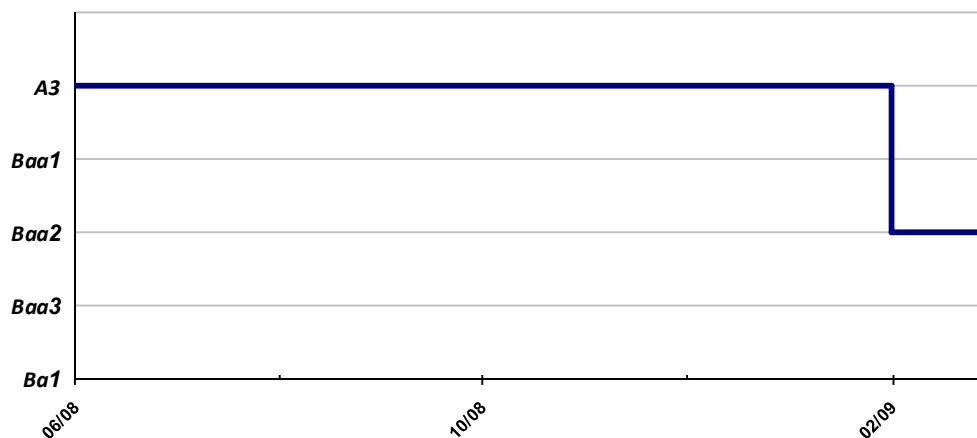
² מועד הדירוג הראשוני

³ חוב פיננסי בנטרול פיקדון ייעודי

⁴ CAP בנטרול פיקדון ייעודי

- היחלשות מתמשכת בקצבי המכירות של פרויקטים מרכזיים, שיש בה להעיד על מגמות פרמננטיות בביקושי השווקים
- גריעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ועליה ברמת המינוף של החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה
- חריגה מהותית ממתווה התוכנית העסקית של החברה

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

Mirland Development Corporation Plc ("מירלנד" או "החברה") הינה פרי מיזוג של חברות שבשליטת אליעזר פישמן (להלן: "חברות קבוצת פישמן"), לפיו כל פעילות חברות קבוצת פישמן ברוסיה תתבצע דרך מירלנד. החברה בבעלות חברה כלכלית ירושלים בע"מ, בשיעור של 28.77%, חברת מבני תעשייה בע"מ, בשיעור של 33.99%, דרבן השקעות בע"מ, בשיעור של 13.52%, קרן *Capital Venture Worldwide Group Lim.* בשיעור של 8.2% והשאר בידי הציבור. החברה פועלת, נכון להיום, ברוסיה בלבד, באמצעות חברות בנות, ברכישה, ייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ואף בייזום למגורים. נכון ליום כתיבת הדוח, לחברה 13 פרויקטים יזמיים ברחבי רוסיה - 11 פרויקטים בתחום הנדל"ן המסחרי, בשטח כולל של כ- 752,856 אלף מ"ר, בערים מוסקבה, סנט פטרסבורג, סראטוב, ירוסלב, קאזן ופנזה ו-2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתם של כ- 9,136 יח"ד, אשר צפויים להניב כ- 1.85 מיליארד דולר הכנסות ממכירה. בנוסף, לחברה 3 נכסים מניבים, בשווי מוערך של כ-258 מיליון דולר, הצפויים להניב *NOI* שנתי בסך של כ- 20,088 אלפי דולר לכלל הכנסות הנכסים (כולל חלק שותפים).

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

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

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: CRMIR110309000M

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") 2009.

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. דירוג 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 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (*Moody's Investors Service Ltd.*) (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.