



MLP GROUP S.A.

מעקב והודעה על הפסקת דירוג

נובמבר 2013

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



MLP GROUP S.A.

אופק דירוג: חיובי	A3	דירוג מנפיק (Issuer)
-------------------	----	----------------------

בהמשך לדירוג הראשוני A3 שניתן באפריל 2012 להנפקת סדרה עתידית והיות והחברה במהלך התקופה החברה לא ביצעה את הנפקת הסדרה. מידרוג מודיעה על הענקת דירוג מנפיק (Issuer) לחברת MLP GROUP S.A. (להלן "MLP", "החברה") ברמת A3 והצבת אופק חיובי. כמו-כן מידרוג מודיעה על הפסקת הדירוג, זאת בהתאם לבקשת החברה.

אישור מחדש של הדירוג והצבת האופק החיובי נובעים, בין היתר, מהמשך מגמת השיפור בתיק הנכסים המניבים של החברה, כפי שבאה לידי ביטוי בגידול בהכנסותיה מהנכסים המניבים (ההכנסות בחציון הראשון של 2013 לכ-45 מ' זלוטי, כ-90 מיליון זלוטי במונחים שנתיים, בשנת 2012 כ-86 מיליון זלוטי וכ-74 מיליון זלוטי בשנת 2011). שיפור זה הינו פועל יוצא של המשך הרחבת השטחים הבנויים של החברה והשכרתם, כך שכיום החברה מחזיקה בכ-305 אלפי מ"ר בנוי ומושכר לעומת כ-247 אלפי בשנת 2010. בנוסף, לחברה כיום כ-51 אלפי מ"ר בבניה ויכולת התרחבות משמעותית נוספת, הודות לזכויות בנייה נוספות של כ-362 אלפי מ"ר; החברה נהנית מפרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג, הכולל רמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי חוב ל-FFO מהירים, אשר נעים בטווח של 15-17 שנים באופן עקבי (במהלך החציון הראשון של 2013 חל גידול חד פעמי בהוצאות המימון של החברה כך שיחס זה עלה 17-19 שנים); אסטרטגיית הרחבת הפעילות של החברה ממוקדת בתחום ייזום ותפעול מרכזים לוגיסטיים ותעשייה בפולין, כאשר החברה ממתנת את הסיכון היזמי על ידי כך שלרוב השטחים נבנים רק לאחר חתימה על חוזה שכירות עם שוכר קצה. נציין, כי בשנה האחרונה החברה רכשה את הקרקע ב-Bierun, עליה היא מקימה כיום נכסים בהיקף של כ-22 אלפי מ"ר שכנגדם קיימים לחברה חוזי שכירות חתומים.

הנפקת החברה בבורסה הפולנית בחודש אוקטובר 2013 הגדילה את ההון העצמי ונזילות החברה (בכ-72.5 מ' זלוטי), ותורמת לשיפור איתנות החברה ומאפשרת את המשך התרחבות החברה בטווח הקצר; מינוף נמוך של החברה והעובדה כי לחברה אין חובות אשר אינם מגובים בנכסים מניבים, מפחיתים את צרכי הנזילות השוטפים של החברה, באופן שתזרים המזומנים של החברה אינו נסמך על השלמת מהלכים בעלי אי ודאות גבוהה יחסית, כגון מימושי נכסים ומחזור הלוואות ללא ביטחונות. בהתחשב בשעבוד נכסיה המניבים של החברה, אל מול צרכי הנזילות הנמוכים, מידרוג מעריכה כי גמישותה הפיננסית של החברה הינה סבירה; דירוג החברה משקף את העובדה כי נכסי החברה רשמים, לאורך זמן, שיעורי תפוסה גבוהים, אך מנגד, לחברה פיזור פעילות נמוך וחשיפה למתחם בודד: כ-50% מסך ההכנסות וכ-39% משווי הנכסים בחציון הראשון של 2013 הינם בגין המתחם המרכזי של החברה-MLP Pruszkow I, יצוין כי במתחם זה קיימים כ-44 שוכרים; דירוג החברה משקף את תחום הפעילות של החברה - מרכזים לוגיסטיים ותעשייתיים בפולין, אשר נחשב לתחום בעל רמת סיכון גבוהה יותר מתחומי נדל"ן מניב אחרים, כדוגמת תחום המשרדים והתחום המסחרי.

MLP – נתונים פיננסיים (אלפי זלוטי)

2010	2011	2012	2013Q2	מיליון זלוטי
67,899	74,268	86,055	45,456	הכנסות שוטפות - ללא חד פעמיים
40,046	46,094	54,796	27,988	רווח תפעולי (EBITDA) - ללא שערוכים וחד פעמיים
59%	62%	64%	62%	שיעור רווח תפעולי
64,305	47,432	4,206	53,107	רווחי/(הפסדי) שערך
80,971	22,588	44,535	57,182	רווח נקי
804,185	886,505	936,450	923,578	נכסים להשקעה
23,340	22,432	12,271	37,423	יתרות נזילות
442,612	486,899	466,004	436,696	חוב פיננסי
419,272	464,467	453,733	399,273	חוב פיננסי נטו
830,228	885,399	913,435	950,748	CAP
806,888	862,967	901,164	913,325	חוב נטו CAP
325,549	333,467	374,282	435,836	הון עצמי
861,501	949,647	987,577	1,011,387	מאזן
53%	55%	51%	45.9%	חוב ל- CAP
52%	54%	50%	43.7%	חוב נטו ל- CAP נטו
38%	35%	38%	43.1%	הון עצמי למאזן
27,346	29,792	31,043	11,531	FFO ישיר - במונחים שנתיים
16.2	16.3	15.0	18.9	חוב ל- FFO ישיר
15.3	15.6	14.6	17.3	חוב נטו ל- FFO ישיר

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: [דוח דירוג ראשוני אפריל 2012.](#)

תאריך הדוח: 10/11/2013



אודות החברה

MLP הוקמה בשנת 1998 באמצעות רכישת חברה ממשלתית, במסגרת הליכי הפרטה שביצע הממשל הפולני. פעילותה הנוכחית של החברה כוללת פיתוח, השכרה ותפעול שוטף של מרכזיים לוגיסטיים ותעשייתיים. נכון למועד הדוח, כוללת פעילות החברה החזקה ב- 5 מרכזים בפולין בשטח בנוי של כ-305 אלפי מ"ר, בעלי שיעור תפוסה של כ-96%. כיום החברה נמצאת בהליכי בינוי שונים של כ-51 אלפי מ"ר נוספים ולרשותה זכויות בניה לכ-362 אלפי מ"ר נוספים על הקרקעות בבעלותה. לחברה מרכז נוסף ברומניה שחשיפתה אליו מוגבלת. במהלך אוקטובר 2013 הונפקה החברה לראשונה בבורסה הפולנית כך שכיום 38.3% ממניות החברה מוחזקות ע"י חברת הכשרת הישוב, כ-20.83% בידי הציבור, והיתרה בידי מר איתן לוי ומר מיכאל שפירא.

מושגי יסוד

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 הוניות - 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 שיפוטת של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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: CRM111113000M

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") 2013.

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.

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.