



Mirland Development Corporation Plc.

2014 דצמבר - Credit Review

1

מחברים:

רו"ח אורן שרייבר, אנליסט
orans@midroog.co.il

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

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי), סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il



Mirland Development Corporation Plc.

| שליחות של Credit review השלכות | Baa1 | דירוג סדרות |
|---------------------------------------|------|-------------|
|---------------------------------------|------|-------------|

Mirland Development Corporation Plc. (להלן: "החברה"), לבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות.

בחודשים האחרונים התעצמו ההתפתחויות שליליות בכלכלת רוסיה, בין היתר לאור הרעה במצב הגיאופוליטי וביחסים עם מדינות המערב וירידה משמעותית של מחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור לעיל, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפיחות שער הרובל בייחוד אל מול הדולר. בתגובה להתפתחויות אלו הבנק המרכזי של רוסיה העלה ביום 15/12/2014 את שיעור הריבית ("key interest") מ-10.5% ל-17%. אף על פי שבשלב זה טרם נראתה השפעה מהותית בדוחות הכספיים של החברה (למעט הפחתות שווי בדוחות הכספיים של הרבעון השלישי של שנת 2014 בהיקף של כ-19 מיליון דולר) ועל פעילותה התפעולית, הימשכות והעמקת המשבר בכלכלת המדינה צפוי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. כמו כן, יצוין כי עליית התשואות לפדיון על אגרות חוב החברה עלו באופן המקטין את נגישותה למחזור חובות ומגדיל את תלותה במקורות פנימיים לצורך עמידה בעומס הפירעונות הצפוי. לפיכך, בתקופה הקרובה, מידרוג מתכוונת לבחון את התפתחות המצב הכלכלי ברוסיה ובהתאם לבחון האם קיימות השלכות על הדירוג בראי האמור. במסגרת הבחינה יבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים:

- השפעות שחיקת הרובל ושינויים בהיקף התזרים, בדגש על השפעות ביחס לשירות חוב האג"ח, בהתייחס לכך שלחברה אג"ח שקלי (חלקו צמוד למדד המחירים לצרכן) בעוד שהתקבולים מפרויקט הדגל של החברה בסנט פטרסבורג - למכירת כ-10,000 יח"ד (חלקן כבר נמסרו) נקובים ברובל. מנגד, גם ההוצאות לרבות חוזים עם קבלנים, הסכמי הלוואות וכדומה בגין פרויקט זה נקובות ברובל. לאור האמור, סך התזרים המתקבל מדירות שנמכרו לפני מספר חודשים (הנקוב ברובל) הינו נמוך משמעותית ביחס לעומס פירעונות האג"ח (המשולם בשקל).
- לגבי פעילות הנכסים המניבים (2 קניונים בערים סראטוב וירוסלב ומתחם משרדים במוסקבה), היות שמרבית החוזים לרוב נקובים בדולר, חלה עלייה בעומס החל על השוכרים אל מול הפידיון אותו הם מייצרים באופן אשר עלול להוביל לדרישת מתן הנחות בשכ"ד. כמו כן, קיים חשש, כי לאורך זמן פדיונות החנויות בקניונים ישחקו, לפחות במונחים ריאליים באופן אשר להביא להרעה בעומס השוכרים.
- השפעת המצב הכלכלי על שווי הנכסים המניבים (אף מעבר להפחתת השווי בדוחות ה-30.09.14), ורווחיות הפרויקטים המתוכננים ובביצוע, שיעורי ההיוון ותנאי מימון בנקאי, לרבות זמינות האשראי. בהקשר זה, מידרוג תבחן את השפעת עליית שיעור הריבית, תלות במחזור חוב בנקאי והקרבה לאמות מידה פיננסיות בתרחיש של שחיקת שווי ותזרים המופק מהנכסים.
- מצב נזילות וגמישות החברה והתלות במחזור חוב אג"ח, מימוש נכסים מניבים וקבלת תזרים משמעותי מביצוע מימון מחדש של נכסים בטווח הקצר-בינוני.
- המשך ההתפתחות המצב הגיאופוליטי, מחיר הנפט ואינדיקטורים כלכליים משמעותיים.



מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: אוגוסט 2014

תאריך דוח: 16 בדצמבר 2014

| | |
|--|---|
| 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 בצידוד, 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 | Aaa | התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. |
| | Aa | התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. |
| | A | התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות 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, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי. |
| | B | התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה. |
| | Caa | התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד. |
| | Ca | התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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 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 שאלה 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: CRM101214000M

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") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 לסיכוני 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 (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. 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.