



# Mirland Development Corporation plc.

מעקב והמשך Credit Review - דצמבר 2014

1

## מחברים:

רו"ח אורן שרייבר, אנליסט  
[orans@midroog.co.il](mailto:orans@midroog.co.il)

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

**אנשי קשר:**  
רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי), סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## Mirland Development Corporation Plc.

דירוג סדרות	דירוג: B1	Credit review השלכות שליליות
-------------	-----------	------------------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות אג"ח א', ב', ד', ה' ו-ו' שבמחזור, אותן הנפיקה Mirland development corporation plc. (להלן: "החברה") מ-Baa1 ל-B1, והמשך בחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות, זאת בהמשך לדוח הדירוג מיום 16.12.2014 בדבר הכנסת דירוג סדרות החברה ל-Credit Review עם השלכות שליליות.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח ליום 30.9.14, מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1108349	דצמ-07	6.50%	סדד	15	2014-2015
אג"ח ב'	1108356	דצמ-07	3.08%	מט"ח	67	2014-2015
אג"ח ג'	1120286	אוג-10	8.50%	סדד	129	2015-2016
אג"ח ד'***	1121342	נוב-10	6.00%	סדד	241	2014-2017
אג"ח ה'	1129394	יול-13	7.21%	שקלי	382	2016-2020
אג"ח ו'	1133461	ספט-14	5.50%	שקלי	144	2015-2019
סה"כ					979	

\*סדרה ג' אינה מדורגת

\*\*סדרה ד' מוצגת בקיזוז רכישה עצמית על ידי חברות בנות, בהיקף ע.ג. של כ-49 מ' ש"ח

הורדת הדירוג לרמת ה-B1 והותרת דירוג החברה ב-Credit Review עם השלכות שליליות הינה, בין היתר, לאור הודעת החברה מיום 18.12.2014 כי לאחר זימון אסיפת בעלי אגרות החוב לתאריך 22.12.2014 החברה מתכוונת להשהות את תשלום האג"ח של דצמבר 2014, אירוע המהווה כשל פירעון לפי הגדרות מידרוג וכן משקף את ההרעה במצבה הפיננסי של החברה וההרעה המהותית בנגישותה למימון חוץ בנקאי ובנקאי, כפי שיתואר בהמשך.

האמור הינו בהמשך להתעצמות ההתפתחויות השליליות בכלכלת רוסיה (כאשר דירוג הבינלאומי הורד במהלך חודש אוקטובר מ-Baa1 ל-Baa2 עם אופק שלילי) וממצב הנזילות של החברה ובעיקר לאור הרעה מהותית בנגישותה למקורות מימון, הן בשוק ההון והן מהמערכת הבנקאית.

הפגיעה בכלכלה הרוסית כוללת, בין היתר, הרעה במצב הגיאופוליטי והיחסים עם מדינות המערב לצד ירידה משמעותית במחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפחות שער הרובל ביחוד אל מול הדולר. יתרה מכך, עליית ריבית הבנק המרכזי של רוסיה מ-10.5% ל-17% ומצב המערכת הפיננסית במדינה צפויים להביא לקשיים במחזור חובות בנקאיים בתנאים דומים לאלו של השנים הקודמות.

מכיוון שבשלב זה ישנה אי ודאות לגבי השווי הכלכלי של נכסי החברה בשוק וביחוד בבחינת יכולת הנזלתם לצורך מימוש מהיר, הדירוג טרם משקלל את שיעור השיקום (Recovery) של חובות האג"ח בהינתן תרחיש של כשל פירעון.



השארת דירוג האג"ח תחת **Credit Review** עם השלכות שליליות הינה על מנת שבמהלך התקופה הקרובה תבחן מידרוג את שיעור השיקום הנגזר לבעלי אגרות החוב. זאת, בהתאם לנתונים נוספים הנוגעים להתפתחות הכלכלה הרוסית ונתונים נוספים לגבי המשך התפתחות המקורות והשימושים העתידיים של החברה.

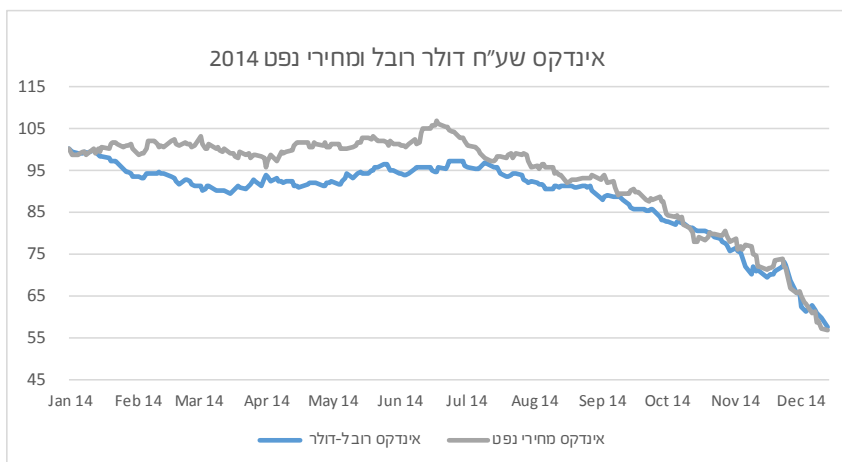
### פירוט גורמי מפתח לדירוג

#### המצב הכלכלי הקשה אליו נקלעה רוסיה, מעיב על כלל פעילות החברה ועל יכולתה לייצר תזרים בהיקף מספק ובנראות גבוהה לצורך שירות החוב

כלכלת רוסיה מתפתחת לכדי מיתון, כאשר אינדיקטורים כלכליים שונים מצביעים על עומק, ובהם ניתן לציין את התדרדרות ערך מטבע הרובל (שירד בכ-20% בהשוואה לדולר מתחילת השבוע של ה-14.12.2014), גידול בשיעורי האינפלציה הקיימים ותחזית צמיחה שלילית לשנת 2015, שנכון למועד הדו"ח עומדת על כ-4.5%, לעומת תחזית של צמיחה בשיעור של כ-1% מספר חודשים קודם למועד הדו"ח.

הסיבות להתדרדרות המתמשכת בכלכלת רוסיה כוללות, בין היתר, את נפילת המחיר של חבית נפט בעולם. על מנת להבין את התלות של כלכלת רוסיה בנפט ותוצריו, ניתן לראות כי על פי מחקרים שונים, בהתאם לתקציב המתוכנן של רוסיה לשנת 2015, נדרשה המדינה למכור חבית נפט במחיר של כ-100 דולר לחבית לעומת סביבת מחירים של 55-65 דולר לחבית כיום. כמו כן, נציין את הסביבה הגיאופוליטית המתוחה בה נמצאת רוסיה, בעיקר לאור ההתפתחויות עם אוקראינה וחצי האי קרים, שהביאו לסנקציות כלכליות מהקהילה הבינלאומית. סנקציות הכוללות הגבלות מהותיות על יכולת מחזור חובות קיימים וגיויס חובות חדשים על ידי תאגידים רוסים.

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 צפויים להשפיע לשלילה על התזרים הפוטנציאלי אשר עשוי להיות מופק ממימוש נכסי החברה.



\*מקורות: עיבוד נתוני eia ו-oanda

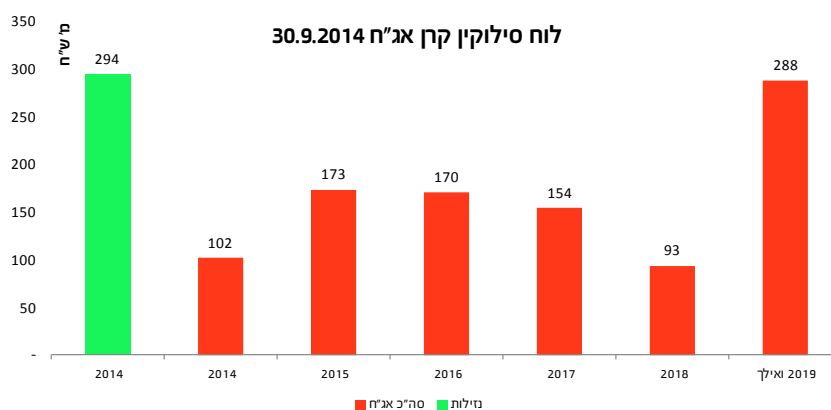


## היקף נזילות נמוך ביחס לעומס הפירעונות; החברה הודיעה כי היא לא תשתמש בנזילות הקיימת לצורך פירעון החוב הקרוב (בחודש דצמבר 2014)

נכון ליום 30.09.14 נזילות החברה עמדה על כ-79 מיליון דולר. אולם, לאור פירעונות אג"ח שהתבצעו לאחר מועד זה, נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה יתרת נזילות בהיקף של כ-40 מיליון דולר (חלק מסכום זה מצוי בפריקט סנט פטרסבורג בחשבון הפריקט ובמטבע רובל). פירעון קרנות האג"ח השנתי מסתכמות לכ-43 מ' דולר, בממוצע בשנים 2015-2017. בנוסף, ישנן הלוואות בנקאיות, כאשר רוב ההלוואות הינן הלוואות נכס.

לגבי המקורות, תוכניות החברה כוללות קבלת תזרימים משמעותיים מפריקט למכירת דירות למגורים בסנט פטרסבורג. בשלב זה קשה לעמוד מהי התמורה בגין פריקט זה במונחים דולרים שכן המכירות נקובות ברובל. כמו כן, חוזי השכירות של החברה בנכסים המניבים אמורים להניב NOI משמעותי. אולם, בשל שחיקת שע"ח כאמור קיים חשש כי חלק מהשוכרים ידרשו הנחות ולפיכך קיימת אי וודאות לגבי היקף התזרים השוטף ושווי נכסים אלו.

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה, בין היתר, בשל מחנק אשראי מסוים הקיים במערכת הבנקאית ברוסיה באופן המקשה על מימון מחדש וקבלת תזרים עודף בגין הגדלת הלוואות קיימות.



\*נתוני נזילות בתרשים מתייחסים ליתרות הנזילות של החברה נכון ל-30.9.2014 בהתאם לשע"ח שקל/דולר שהיה נכון לאותו מועד, בקיזוז רכישה עצמית של אג"ח ד' שבוצעה על ידי חברות בנות

**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר ארה"ב)**

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.9.2013	31.12.2013	30.9.2014	דוחות מאוחדים - אלפי דולר
317,623	317,623	350,890	329,858	423,891	500,161	חוב פיננסי
10,974	10,974	26,685	25,669	66,154	79,449	נזילות
306,649	306,649	324,205	304,189	357,737	420,712	חוב פיננסי, נטו
668,761	668,761	665,800	644,855	794,166	856,621	CAP
657,787	657,787	639,115	619,186	728,012	777,172	NET CAP
341,023	341,023	317,347	317,347	331,717	306,759	הון עצמי וזכויות מיעוט
427,621	427,621	448,417	354,341	490,600	585,800	נדל"ן להשקעה ובהקמה
7,587	7,587	80,957	77,316	75,684	114,388	מקדמות מרוכשי דירות
696,901	696,901	692,261	666,333	817,486	901,206	סך מאזן בנטרול מקדמות
47%	47%	53%	51%	53%	58%	חוב פיננסי / CAP
47%	47%	51%	49%	49%	54%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
49%	49%	46%	48%	41%	34%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות

\*היקף הייזום מחושב לפי שיעור הנדל"ן להשקעה ומלאי בניינים בבנייה מסך המאזן ובנטרול מלאי הקרקעות המוצגות בנכסים לטווח ארוך

**אופק הדירוג**

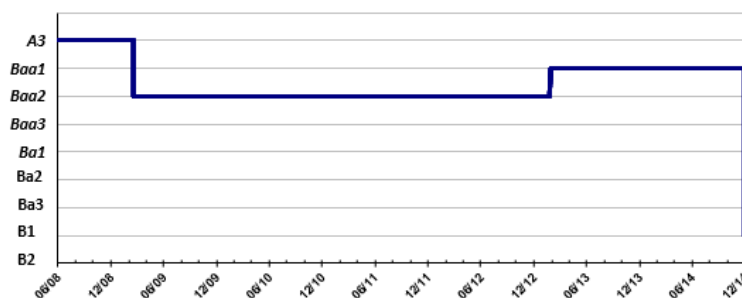
**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- שיפור משמעותי בנזילות החברה וקיטון משמעותי בחוב הפיננסי כתוצאה ממכירת נכסים/מימון מחדש של נכסים משמעותיים
- מכירת דירות בקצב משמעותי בפרויקטים הקיימים, באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואת אופק הדירוג**

- המשך הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים וכתוצאה יוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של החברה
- קיטון משמעותי בשווי הנכסים באופן הפוגע בהיקף ההחזר הצפוי לבעלי האג"ח.

**היסטוריית דירוג**



*Mirland Development Corporation Plc* ("מירלנד" או "החברה") מצויה בשליטת חברות שבשליטת אליעזר פישמן (להלן: "חברות קבוצת פישמן"), כך שכל פעילות הנדל"ן של חברות קבוצת פישמן ברוסיה מתבצעת דרך מירלנד. החברה נמצאת בבעלות חברה כלכלית ירושלים בע"מ, חברת מבני תעשייה בע"מ, דרבן השקעות בע"מ, בשיעור כולל של כ-85%, והשאר על ידי גורמים פרטיים נוספים ובידי הציבור. החברה פועלת, נכון למועד דוח זה, ברוסיה בלבד, בייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ובייזום למגורים. לחברה נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ-130 אלף מ"ר ופרויקטים יזמיים לבניית נכסים מניבים נוספים. בנוסף, לחברה 2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתן של אלפי יח"ד.

#### דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

תאריך דוח קודם: 16 בדצמבר 2014

תאריך דוח: 18 בדצמבר 2014

מונחים פיננסיים עיקריים

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

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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](http://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 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. 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.