



Mirland Development Corporation Plc.

פעולת דירוג - אוגוסט 2014

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - 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.

אופק הדירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק יציב לסדרות אג"ח א', ב', ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת Mirland Development Corporation Plc. (להלן: "מירלנד" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ- 150 מיליון ₪ ע.ג., שתמורתה תשמש לפירעון הלוואות קיימות ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 28.08.14 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.14 אלפי \$	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1108349	דצמ-07	6.50%	מדד	4,518	2014-2015
ב'	1108356	דצמ-07	libor+2.75%	דולר	17,589	2014-2015
ג'	1120286	אוג-10	8.50%	מדד	58,194	2014-2016
ד'	1121342	נוב-10	6.00%	מדד	63,691	2014-2017
ה'	1129394	יול-13	7.21%	ללא הצמדה	112,782	2016-2020
סה"כ					256,774	

*אג"ח ד' מוצג בביקוז רכישה עצמית ע"י חברות בנות, בהיקף עג של כ- 18 מיליון דולר ** כמו כן, סדרה ג' אינה מדורגת.

להרחבה על שיקולי הדירוג, הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחדש דצמבר 2013¹



¹ מפורסם באתר מידרוג WWW.MIDROOG.CO.IL

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר ארה"ב)

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014	נתונים פיננסיים אלפי דולר ארה"ב
17,213	20,506	43,601	50,956	47,760	28,547	הכנסות מדמי שכירות ודמי ניהול
0	1,078	3,932	8,079	56,050	17,752	הכנסות ממכירת דירות
-	-292	-2,347	-4,754	9,370	805	רווח גולמי ממכירת יח"ד
9,775	10,150	22,686	32,560	30,390	20,175	NOI
-16,463	29,822	33,485	-37,258	55,212	8,776	שינוי בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
21	-839	-6,349	21,675	-33,967	-5,803	הפרשי שער בדוח רווח והפסד
-3,931	-2,734	5,479	1,409	20,233	11,361	EBITDA בנטרול שערוכים
-22,984	23,155	28,525	-42,302	6,206	324	רווח (הפסד) לתקופה
255,795	317,623	357,022	350,890	423,891	508,096	חוב פיננסי
20,971	10,974	32,333	26,685	66,154	83,150	נזילות
234,824	306,649	324,689	324,205	357,737	424,946	חוב פיננסי, נטו
583,923	668,761	701,245	665,800	794,166	889,053	CAP
562,952	657,787	668,912	639,115	728,012	805,903	NET CAP
319,201	341,023	347,138	317,347	331,717	326,558	הון עצמי וזכויות מיעוט
372,462	427,621	443,774	448,417	490,600	605,001	נדל"ן להשקעה ובהקמה
0	7,587	7,099	80,957	75,684	100,170	מקדמות מרוכשי דירות
611,723	696,901	732,506	692,261	817,486	931,522	סך מאזן בנטרול מקדמות
43.8%	47.5%	50.9%	52.7%	53.4%	57.2%	חוב פיננסי/CAP
41.7%	46.6%	48.5%	50.7%	49.1%	52.7%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
52.2%	48.9%	47.4%	45.8%	40.6%	35.1%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות
-12,849	-17,942	-19,250	-15,298	-8,511	-7,632	FFO
53.2%	42.5%	32.3%	31.3%	26.8%	25.5%	היקף ייזום מסך מאזן *
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	חוב פיננסי נטו/FFO
שלילי	-112	59	230	18	19	חוב פיננסי,נטו/EBITDA

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

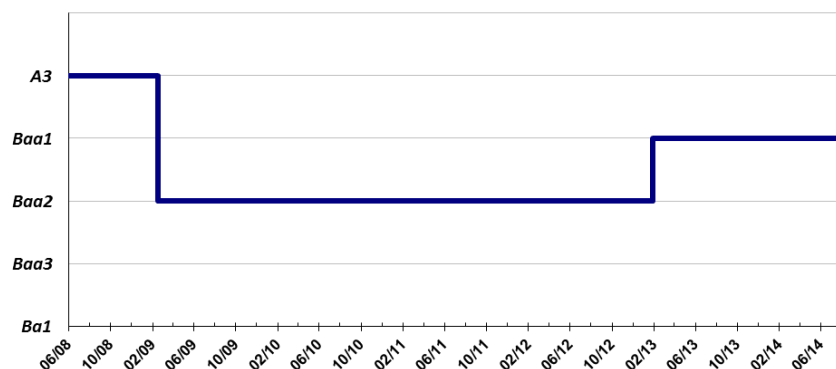
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי הנובע מהשכרת נכסים וביחסי הכיסוי, ככל שיתמכו באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- קיטון בשיעור המאזן המיוחס לקרקעות לא מניבות, תוך שמירה על יחסי האיתנות הנוכחיים
- המשך שיפור בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ואופק הדירוג

- גריעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ללא יצירת תזרים פרמננטי משמעותי
- אי עמידה בתחזיות החברה, בדגש על מכירת יח"ד והתקדמות בפרויקט הייזום
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה

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.

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

דוח קודם: דוח פעולת דירוג - דצמבר 2013

תאריך דוח: 28.08.14

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.

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 מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון 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 פירעון, 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.

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 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 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 מודייס (Moody's) (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.