



# Mirland Development Corporation Plc.

דו"ח מעקב | ינואר 2011

1

**מחבר:**

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

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[ranq@midroog.co.il](mailto:ranq@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## Mirland Development Corporation Plc.

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa2 לסדרות אג"ח א' ו- ב' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת Mirland Development Corporation Plc. (להלן: "מירלנד" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנת פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 31.12.10 (אלפי \$)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עג האג"ח 31.12.10 (אלפי \$)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2015	9,147	מדד	6.50%	8,037	דצמ-07	1108349	א'
2010-2015	43,814	דולר	Libor+2.75%	43,814	דצמ-07	1108356	ב'
2012-2016	53,377	מדד	8.50%	52,730	אוג-10	1120286	ג'
2014-2017	17,900	מדד	6.00%	17,900	נוב-10	1121342	ד'
	124,238			122,481			סה"כ

\* אג"ח ד' מוצג בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף עג של כ- 17 מיליון דולר (כ-61 מיליון ₪). כמו כן, חברות האם מחזיקות בכ- 30 מיליון דולר אג"ח ב' מתוך ה-43 מיליון דולר המוצגים בטבלה לעיל. **סדרות ג' ו- ד' אינן מדורגות.**

### שיקולים עקריים לדירוג:

דירוג הסדרות משקף את חשיפת החברה לכלכלת רוסיה, אשר למרות מגמת ההתאששות מהמשבר הכלכלי העולמי בתקופה האחרונה, הינה בעלת מאפייני סיכון התואמים פרופיל סיכון של כלכלה מתפתחת; פרופיל ייזמי גבוה, הנובע ממצבת הקרקעות והנכסים בבנייה; העדר תזרים מזומנים פרמננטי יציב ומשמעותי לאחר כיסוי ההוצאות; תלות בטווח הבינוני-ארוך בהצלחת פרויקטים בהיקף משמעותי מאוד לבניית כ- 9,163 יח"ד בסנט פטרסבורג ומוסקבה (מתוכם החברה מצויה במהלך בניית שלב א' לכל אחד מהפרויקטים לכ-577 יח"ד). מנגד, החברה מדווחת על התאוששות בפעילות, הבאה לידי ביטוי בשיפור משמעותי בהכנסות משכ"ד, בהמשך לפתיחה ואכלוס של נכסים חדשים ושיפור בתפוסה ועל התקדמות במכירת יח"ד; חרף גידול בחוב הפיננסי, לחברה יחסי איתנות טובים ביחס לדירוגה; הנזילות הינה סבירה ויש בה כדי לכסות את החלויות השוטפות לשנה הקרובה (ללא החזר הלוואות לחברות האם).

**שינוי האופק משלילי ליציב משקף את השלמת בניית ואכלוס המרכז המסחרי ב-Saratov בתפוסה של כ-99%, אשר אמור לייצר NOI שנתי (לפי חוזים) חתומים של כ- 10 מיליון דולר; התקדמות בפיתוח הפרויקטים למגורים ומכירת מלאי יח"ד לאחרונה בשלב הראשון של פרויקט Perkhushkovo, אשר בנייתו הושלמה בכ 98%, מגדילה את הסבירות לחילוץ ההון העצמי ורווח מהפרויקט; שיפור בתפוסה וב- NOI לפי חוזים חתומים של הנכסים המניבים של החברה (למעט החלק שנשרף בפרויקט MAG); שיפור בנגישות החברה למקורות מימון, כולל אפשרות לקבלת מימון בנקאי על נכסים בתנאים נוחים מבעבר וכן הנפקת אג"ח נוספות.**

שיפור מסוים במצב השוק הרוסי השפיע לחיוב על החברה; למשק הרוסי ישנם מאפייני פרופיל סיכון של כלכלה מתפתחת בעלת תלות במחירי אוצרות טבע ובפרט במחיר הנפט הגולמי; לחברה תלות בהמשך התאוששות השוק הרוסי

חוסנה הפיננסי של החברה ויכולתה ליצור תזרים פרמננטי אשר ישרת את פעילותה, נשענים על קצב התאוששותה של רוסיה מהמשבר הפיננסי בכלל והתאוששות שוק הנדל"ן המסחרי והנדל"ן למגורים במדינה, בפרט. בשנה האחרונה חל שיפור במדדים הפיננסיים של רוסיה ותחזיות הכלכלה הרוסית. להלן ריכוז של מספר אינדקטורים כלכליים:

נתונים מאקרו כלכלי חסיה						
*2012F	*2011F	2010F*	2009	2008	2007	דולרה'ב
138.1	138.7	140.7	141.2	141.8	142.1	אוכלוסיה (מיליון)
\$2,421	\$2,339	\$2,239	\$2,132	\$2,311	\$2,188	תל"ג (מיליארד דולר)
\$17,534	\$16,862	\$15,911	\$15,100	\$16,300	\$15,400	תל"ג לנפש
3.5%	4.50%	4.20%	-7.90%	5.60%	8.10%	שיעור צמיחה ראלי
5-6%	6-7%	7.80%	8.80%	13.30%	11.90%	שיעור אינפלציה
7.1%	7.40%	7.70%	8.20%	7.80%	6.10%	שיעור אבטלה
78	75	75	62	97	71	מחיר נפט ממוצע

\* התחזית לשנים 2010-2012 נלקחו ממספר מקורות מידע, כולל תחזית הבנק העולמי, credit swiss ואתר ה-CIA

תחזית הבנק העולמי לצמיחה מתבססת, בין היתר, גם על צפי למחיר נפט ממוצע של כ- \$76 לחבית כאשר, נכון למועד דוח דירוג זה, מחיר חבית הנפט עומד על כ- \$90 לחבית. לפי דוחות של VTB, Cushman & Wakerfield, E&Y ו-CAPITAL בנוגע למגזרי הנדל"ן הרלוונטיים ברוסיה, התאוששות המשק הרוסי חלחלה גם למגזרי פעילות החברה. אולם בחלק מהמגזרים, כמו במסחר ומכירת דירות למגורים, ההתאוששות יותר מורגשת ובמגזרים אחרים, כגון השכרת משרדים ההתאוששות פחות מורגשת. יצוין כי רוסיה מדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa1 אופק יציב אשר משקף פרופיל סיכון, המאפיין כלכלות מתפתחות. המשך השיפור במדדים הפיננסיים של רוסיה והתממשות התחזיות שפורטו לעיל, עשויים להשפיע לחיוב על פעילותה של החברה ויכולתה לעמוד בפני האתגרים הניצבים בפניה. בהתאם לכך, דירוג החברה בעתיד יושפע מאופן המשך התאוששות כלכלת רוסיה, כפי שתתבטא בפעילות החברה.

שיפור בתפוסה במצבת הנכסים המניבים, כמו גם פתיחת ואכלוס המרכז המסחרי ב-Saratov, צפויה לשפר את ה-NOI

ולייצר תזרים שיורי יציב לצורך שירות החוב וההוצאות התפעוליות של החברה

NOI לאחר פינוי	הוצ' פי מונ' שנתי	LTV	תפוסה ממוצעת			NOI חלק החבה		NOI מייצג **	שוי הונן חלק חבה	שימוש	% החזקה בנכס	שטח להשכרה מ"ר	ער	אלפי דולר
			2009	30.09.10	כיום	2009	Q1-Q3 10							
2,437	1,728	41%	91%	96%	98%	3,915	3,038	4,165	35,084	מסחר	49%	34,057	ירוסלב	Yaroslavl ph.1
2,463	1,437	23%	91%	58%	58%	4,559		3,900	56,200	משרדים	100%	18,200	מוסקבה	MAG
5,200	-	-	69%	55%	90%	1,301	1,900	5,200	58,700	משרדים	100%	17,198	מוסקבה	Hydro
4,998	-	-	33%	85%	93%	ל"ר	4,575	4,998	44,727	משרדים	51%	21,680	מוסקבה	Century
15,098	3,165	22%	73%	78%	87%	9,775	9,513	18,263	194,711	-	-	91,135	-	סה"כ ללא סאטוב
7,862	1,335	51%	ל"ר	ל"ר	99%	ל"ר	ל"ר	9,197	96,000	מסחר	100%	27,400	* Saratov	* Saratov
22,960	4,500	31%	73%	78%	***90%	9,775	9,513	27,460	290,711	-	-	118,535	-	סה"כ

\* הנכס נפתח לאחר תאריך המאזן ולפני סוף השנה \*\* לפי חוזים חתומים נכון להיום \*\*\* בנטרול המבנה שניזוק בשריפה בפרויקט MAG, התפוסה הינה כ- 96%

מאז דוח הדירוג האחרון, אשר התבסס על נתוני מרץ 2010, חל שיפור משמעותי בתפוסה וה- NOI שנכסי החברה צפויים להניב לפי חוזים חתומים, בין היתר, בשל פתיחת ואכלוס המרכז המסחרי ב-Saratov והמשך אכלוס בנייני

המשרדים Century. ה- NOI הנמוך בשלושת הרבעונים הראשונים של 2010 נובע מהוצאות חד פעמיות בגין שריפה בחלק מפרויקט MAG ובשל הוצאות fit out, שנבעו מאכלוס שטחי משרדים. יצוין כי שלושת הפרויקטים למשרדים ממוקמים באותו המתחם במוסקבה וכי ברבעון השני החברה צופה להתחיל את האכלוס של בניין משרדים נוסף במתחם Tamiz, בשטח להשכרה של כ-12.2 אלפי מ"ר, אשר משווק בכ-10% נכון להיום. התאוששות שוק המשרדים במוסקבה עשויה לתרום לשיפור התפוסה בבניין הנוסף.

החברה פועלת להארכת מועד פירעון ההלוואה בפרויקט ירוסלב מפרברואר 2011. במסגרת זו, ההלוואה תמוחרז באופן אשר יעלה את התזרים החופשי מהנכס, לאחר תשלומי קרן וריבית.

לחברה מלאי קרקעות בהיקף ניכר (זכויות בנייה של כ-445 אלף מ"ר). פיתוח הנכסים הנ"ל כפוף לקבלת הלוואות ליווי בנקאי ובחינת הביקושים. חלק ממלאי המקרקעין הינו בסמיכות לפרויקטים קיימים ומהווה למעשה הרחבה.

#### **פוטנציאל ניכר מייזום בניה למגורים**

החברה מצויה במהלך ביצוע של השלבים הראשונים של 2 פרויקטים משמעותיים למגורים, כדלקמן:

- בניית 77 מתוך 163 יח"ד צמודות קרקע בפאתי מוסקבה צפויה להיות מושלמת במהלך הרבעון השני של 2011 (שעור השלמה נוכחי כ-98%). עלות בניית השלב הראשון עד כה, כמו גם עלות הפיתוח הסביבתי והיסודות לכלל הפרויקט, הסתכמו לכ-77.5 מיליון דולר בתוספת לעלות קרקע של כ-22.5 מיליון דולר. כלל ההוצאות הנ"ל (כ-100 מיליון דולר) מומנו מהונה העצמי של החברה. עד כה נמכרו 17 יח"ד (בהיקף של כ-13 מיליון דולר - מרביתו טרם התקבל) המהווים כ-22% ממלאי הדירות למכירה. מובחנת התאוששות מתונה בהיקף המכירות בחודשים האחרונים. הימשכות מגמה זו עתידה לשפר באופן ניכר את תזרים המזומנים.

- בניית כ-500 מתוך 9,000 יח"ד במגדלי מגורים בסנט פטרסבורג - החברה סיימה את בניית היסודות לשלב הראשון (שיווק טרם החל) כמו גם ביצוע עבודות פיתוח סביבתי לכלל הפרויקט. עד כה הסתכמו עלויות אלה בכ-73 מיליון דולר בתוספת לעלות קרקע של כ-37 מיליון דולר. כלל העלויות הנ"ל (כ-110 מיליון דולר) מומנו מתוך הונה העצמי של החברה. החברה מתכוונת להמשיך לממן את המשך הפיתוח בהלוואת ליווי בנקאי (מתקיימים מגעים עם בנקים). החברה צופה הכנסות של כ-80 מיליון דולר משלב א' אשר יביאו ליתרת תזרים עודף של כ-35 מיליון דולר.

מכירת המלאי בבנייה והמלאי העתידי הינם בעלי משמעות אקוטית ליכולתה של החברה להפיק נזילות לשירות חובה הפיננסי, כבר בטווח הקצר. למרות השיפור שחל במגזר הבנייה למגורים ברוסיה, לאור השלב הראשוני של הפרויקטים והיקפם המשמעותי, מידרוג רואה את הפרויקטים הנ"ל (ובייחוד את הפרויקט בסנט פטרסבורג) כבעלי פרופיל סיכון בינוני-גבוה.

31.12.2008	30.09.2009	31.12.2009	30.09.2010	פחפורמה גיוס לאחר 30.09.10	נתונים פיננסיים אלפי דולר אח"ב
17,949	11,115	14,754	10,489		הכנסות מדמי שכירות
-	-	-	1,089		הכנסות ממכירת דירות
2,411	1,865	2,459	2,366		הכנסות מדמי ניהול
<b>20,360</b>	<b>12,980</b>	<b>17,213</b>	<b>13,944</b>		<b>סה"כ הכנסות</b>
<b>13,069</b>	<b>7,875</b>	<b>9,775</b>	<b>4,792</b>		<b>חוח גולמי</b>
64.2%	60.7%	56.8%	34.4%		<b>% חוח גולמי</b>
-58,768	-15,508	-16,463	18,138		עליי ה/ירידה בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
-4,373	-2,132	-4,241	-6,518		EBITDA בנטרול שערכים
34,842	-954	-3,022	734		הוצאות מי מון, נטו
-104,831	-20,791	-22,984	8,575		רווח (הפסד) לתקופה
150,938	226,683	255,795	306,505	311,305	חוב פיננסי
9,822	13,961	20,971	24,020	24,020	נדלות**
<b>141,116</b>	<b>212,722</b>	<b>234,824</b>	<b>282,485</b>	<b>287,285</b>	<b>חוב פיננסי, נטו</b>
498,082	561,365	583,923	648,176	652,976	CAP
488,260	547,404	562,952	624,156	628,956	NET CAP
342,236	327,041	319,201	327,201	327,201	הון עצמי זכויות מיעוט
529,948	587,821	611,723	674,110	678,910	סך מאזן
30%	40.4%	43.8%	47.3%	44.0%	חוב פיננסי/CAP
<b>29%</b>	<b>39%</b>	<b>42%</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.7%</b>	<b>חוב פיננסי נטו / NET CAP</b>
65%	56%	52%	48.5%	48.2%	הון עצמי / מאזן
-73,295	-26,961	-40,859	-36,090		תזרים מפעילות שוטפת CFO
<b>-11,407</b>	<b>-8,570</b>	<b>-12,849</b>	<b>-15,542</b>		<b>FFO</b>
51%	53.2%	55.7%	56.5%		היקף ייזום מסך מאזן**
-0.1	2.2	1.4	שלי		EBITDA בנטרול שערכים/הוצאות מי מון, נטו

\* הפרפורמה כוללת גיוס אג"ח סדרה ד' על ידי החברה ביום 9.11.10 בסכום של כ-17.9 מיליון דולר בניכוי פירעון אג"ח והלוואות בנקאיות בכ-13.1 מיליון דולר \*\* היקף ייזום מסך מאזן חושב על בסיס הנדל"ן להשקעה בהקמה ומלאי בניינים למכירה/סך מאזן. פתיחתו של המרכז המסחרי בסארטוב צפויה להקטין את % הייזום

**ניצני מעבר מחברה יזמית לחברה המשלבת אחזקה בנכסים מניבים לצד פעילות ייזום**

פעילות החברה בשנתיים האחרונות אופיינה בעיקר בהשקעות בייזום נכסים בסביבה כלכלית קשה. תזרים המזומנים שהתקבל מהנכסים הפעילים לא כיסה את ההוצאות הכלליות והוצאות המימון. השלמת הפרויקטים והשיפור בסביבה הכלכלית מסייעים לשיפור תזרים המזומנים מנכסים מניבים וממכירת דירות. בהמשך לפתיחת המרכז המסחרי ב-Saratov ותחילת אכלוס Tamiz ברבעון 2 2011, כמו גם השיפור בתפוסה ודמי השכירות, צפוי שיפור מסוים ב-FFO והוא צפוי לעמוד על עודף קטן, ללא מכירת יח"ד. אולם, תזרים מזומנים עודף חיובי מותנה במכירת משמעותיות בפרויקט Perkhushkovo. לצד זאת, להערכת מידרוג, החוב הפיננסי צפוי לגדול בשל פיתוח/רכישת נכסים מניבים נוספים והשקעה בפרויקט למגורים בסנט פטרסבורג.

**יציבות ביחסי האיתנות הפיננסית אשר הינם טובים ביחס לדירוג החברה**

למרות שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות של החברה בשל גידול בחוב הפיננסי (אשר צפוי לגדול בטווח הבינוני בהתאם לתוכניות הפיתוח של החברה), יחסים אלה משקפים רמה גבוהה ביחס לדירוגה. בעקבות תחילת ההתאוששות האמורה במשק הרוסי, מגמת השחיקה בהון העצמי נבלמה בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010, בעיקר, כתוצאה מהפסקת ירידת ערכם של נכסי הנדל"ן של החברה ואף עלייה של כ-18 מיליון דולר בשוויים.

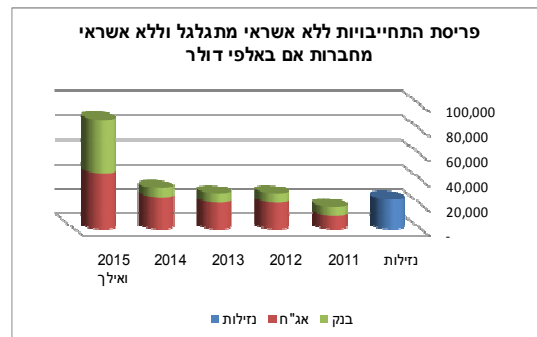
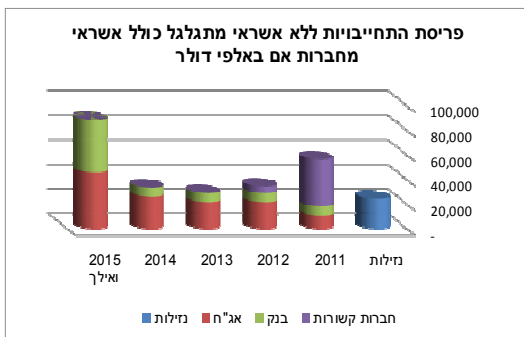
**גמישות פיננסית נתמכת בשיפור הנגישות למקורות מימון ברוסיה הבאה לידי ביטוי ברמת LTV נמוכה בפרויקטים מניבים וירידה בעלות הכסף**

יתרות הנזילות, יחס הכיסוי ורמת התזרים הינם במגמת שיפור אולם אינם בולטים לטובה. להערכת מידרוג רמת הנזילות תואמת את הדירוג הנוכחי. השלב העסקי בו מצויה החברה מאפשר שיפור ברמת הנזילות אשר נתמך בהשלמת נכסים מניבים ובפתיחתו של שוק המימון ברוסיה אשר מאפשר מימון נכסים מניבים פעילים ברמת חוב וריביות סבירות. בהקשר הזה החברה פועלת לקבלת הלוואות כנגד נכסים לא משועבדים כגון Hydro, Century ו-Tamiz (בשווי כולל של כ- 185 מיליון \$), בגין הנכסים המשועבדים ב-LTV נמוך ו-NOI מנכסים מניבים אשר צפוי לגדול בשנים הקרובות. כמו כן, לפי תחזיות החברה הנשענות בין היתר על מגעים עם הבנקים, סך התמורה בגין מימונים הצפויה בשנת 2011 הינה כ- 48 מיליון דולר ובשנת 2012 כ- 30 מיליון דולר. כמו כן, צפוי תזרים חיובי ממכירת דירות.

לצד זאת, לחברה עומס פירעונות משמעותי: לאור האמורטיזציה הצפויה של התחייבויות החברה בשנים 2011 ו-2012 וצפי החברה למחזור חוב בנקאי, עומס הפירעונות הצפוי עומד על כ- 56 מיליון דולר (מתוכו, כ- 11 מיליון \$ מיוחס לאג"ח, כ- 7 מיליון \$ מיוחס להלוואות בנקאיות וכ- 38 מיליון \$ מיוחס להלוואות מחברות האם) וכ- 34 מיליון דולר (מתוכו כ- 21 מיליון \$ מיוחס לאג"ח, כ- 7 מיליון \$ מיוחס להלוואות בנקאיות וכ- 6 מיליון \$ מיוחס להלוואות מחברות האם) בשנים אלו, בהתאמה. להערכת מידרוג, למרות שבכוונת החברה להחזיר את הלוואות לחברות האם, עיתוי החזר הלוואות לחברות האם הינו גמיש ובעבר נדחה מספר פעמים.

יודגש כי בנוסף לסכומים שפורטו, ישנן הלוואות בגובה של כ- 70 מיליון דולר שניתנו על ידי בנקים בחו"ל, המגובות בערבות שניתנה על ידי חברות האם ואשר עומדות לפירעון בשנה הקרובה. לדברי החברה, כפי שסוכם עם הבנקים בעבר, מועד פירעון הלוואות אלו צפוי להידחות, בהתאם לחידוש הערבות מחברות האם. כאמור, מועד פירעון הלוואות הנ"ל הוארך מספר פעמים בעבר. יצוין, כי המשך דחיית פירעון הלוואות אלו, תלוי בחוסן הפיננסי של חברות האם, כמו גם בהמשך רצונן לתמוך בחברה. לצורך הדירוג מידרוג מניחה המשך תמיכה של חברות האם במתן הערבויות הנ"ל, ככל הנדרש.

למרות האמור, גמישותה הפיננסית של החברה נשענת גם על יכולתה לגייס מימון בנקאי, כמו גם אג"ח נוסף ולפיכך - במידה ומשבר האשראי ברוסיה יחזור, נזילות החברה עלולה להיפגע.



\* בנטרול אשראי מתגלגל בגובה של כ- 70 מיליון דולר לזמן קצר בערבות חברות האם. \*\* בהנחה שהלוואה כנגד הנכס בירוסלבל תמוחרז והאמורטיזציה השנתית תישאר זהה להיום

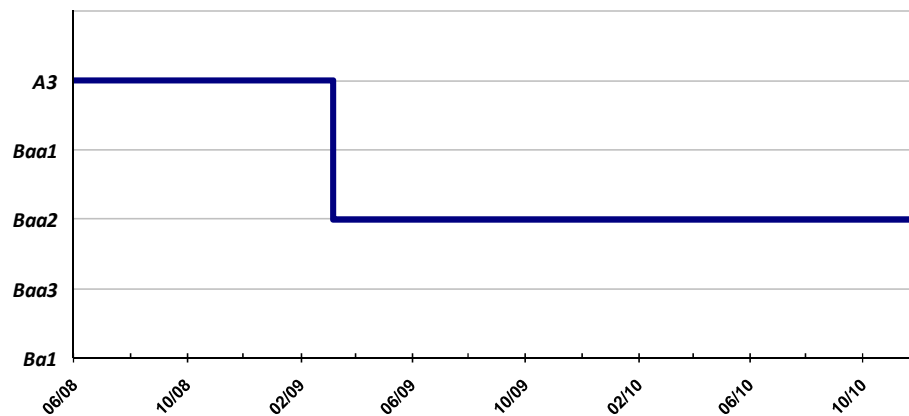
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי, התומך באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- שיפור משמעותי בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית
- מימוש נכסים בשלבי התכנון או הבנייה אשר לא צפויים להניב הכנסות בתקופה הקרובה
- גיוס הון משמעותי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי במבנה השליטה בחברה
- גריעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ועליה ברמת המינוף של החברה
- אי עמידה בתחזיות החברה, בדגש על השלמה ואכלוס נכסים בהקמה ונכסים פנויים ומכירת יח"ד
- 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 מתבצעת דרך מירלנד. החברה בבעלות חברה כלכלית ירושלים בע"מ, בשיעור של 29.55%, חברת מבני תעשייה בע"מ, בשיעור של 36.77%, דרבן השקעות בע"מ, בשיעור של 13.52%, והשאר - על ידי גורמים פרטיים נוספים ובידי הציבור. החברה פועלת, נכון למועד דוח זה, ברוסיה בלבד, באמצעות חברות בנות, ברכישה, ייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ואף בייזום למגורים. נכון ליום 30.09.10, לחברה 9 פרויקטים יזמיים ברחבי רוסיה - 7 פרויקטים בתחום הנדל"ן המניב, בשטח כולל של כ- 459 אלף מ"ר, בערים מוסקבה, סנט פטרסבורג, סרטוב, ירוסלב, קאזן ופנזה ו-2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתן של כ- 9,163 יח"ד. בנוסף, לחברה 5 נכסים מניבים, בשווי מוערך, לפי חלקה של החברה בפרויקטים, של כ-334 מיליון דולר.

## מחקרים מתודולוגיים

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

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

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



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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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 נכונות, שלמות, 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 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 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.