



Mirland Development Corporation Plc.

פעולת דירוג - יוני 2013

1

מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית

inbals@midroog.co.il

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

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



Mirland Development Corporation Plc.

אופק הדירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרות א, ב, ד'
-------------------	------	----------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש לדירוג Baa1 באופק יציב לסדרות אג"ח א, ב' ו- ד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת Mirland Development Corporation Plc. (להלן: "מירלנד" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד כ- 200 מיליון ש"ח, שתמורתה תשמש לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.06.2013. 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 31.3.2013 אלפי \$	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1108349	דצמבר-07	6.50%	מדד	6,392	2013-2015
ב'	1108356	דצמבר-07	2.75% +libor	דולר	26,784	2013-2015
ד'	1121342	נובמבר-10	6.00%	מדד	42,799	2014-2017
סה"כ					75,975	

לחברה סדרת אג"ח נוספת (סדרה ג'), שיתרתה כ- 70 מיליון דולר, שאינה מדורגת על ידי מידרוג. לאחר תאריך המאזן, הרחיבה החברה את אג"ח סדרה ד', בהנפקה פרטית, בהיקף של כ- 17 מיליון דולר (כ- 62 מיליון ש"ח). סדרה ד' מוצגת בקיזוז יתרות המוחזקות בהחזקה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג. של כ- 17 מיליון דולר.

להרחבה על שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח המעקב מחדש פברואר 2013.¹

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג: www.Midroog.co.il

31.12.2010*	31.12.2011*	31.03.2012	31.12.2012	31.03.2013	איחוד יחסי ירוסלביל 31.03.2013	אנ"ח שהונפק באפריל 2013	הנפקת 200 מיליון ש"ח אנ"ח	נתונים פיננסיים - אלפי דולר ארה"ב
21,584	47,533	9,911	41,951	11,849	13,808			סה"כ הכנסות
10,150	22,686	4,176	18,998	6,090	7,490			NOI
29,822	33,485	-22,927	-31,554	12,582	13,545			שינוי בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
664	13,907	-440	-11,597	1,704	3,104			EBITDA בנטרול שערוכים
23,155	28,525	-19,840	-42,302	511	2,021			רווח (הפסד) לתקופה
317,623	357,022	331,512	329,858	347,360	359,094	376,316	431,872	חוב פיננסי
10,974	32,333	13,272	25,669	30,576	30,576	30,576	30,576	נדילות
306,649	324,689	318,240	304,189	316,784	328,518	345,740	401,296	חוב פיננסי, נטו
668,761	701,245	695,453	644,855	685,188	696,922	714,144	769,700	CAP
657,787	668,912	682,181	619,186	654,612	666,346	683,568	739,124	NET CAP
341,023	347,138	365,824	317,347	340,709	340,709	340,709	340,709	הון עצמי וזכויות מיעוט
7,587	7,099	13,817	77,321	91,281	91,281	91,281	91,281	מקדמות מרוכזי דירות
696,901	732,506	716,004	666,333	709,116	720,850	738,072	793,628	סך מאזן בנטרול מקדמות
47.5%	50.9%	47.7%	51.2%	50.7%	51.5%	52.7%	56.1%	חוב פיננסי/CAP
46.6%	48.5%	46.7%	49.1%	48.4%	49.3%	50.6%	54.3%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
48.9%	47.4%	51.1%	47.6%	48.0%	47.3%	46.2%	42.9%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות
-40,191	-16,071	-5,867	5,043	4,080	6,123			תזרים מפעילות שוטפת CFO
-17,942	-19,250	-6,869	-23,528	-4,560	-2,626			FFO
42.5%	32.5%	35.1%	32.6%	31.7%	31.7%			היקף ייזום מסך מאזן
שילי	שילי	שילי	שילי	שילי	שילי			חוב פיננסי נטו/FFO מותאם
462	23	שילי	שילי	46	26			חוב פיננסי, נטו/EBITDA

* נתוני 2010, 2011, מוצגים באיחוד יחסי של חברות מוחזקות באיחוד יחסי

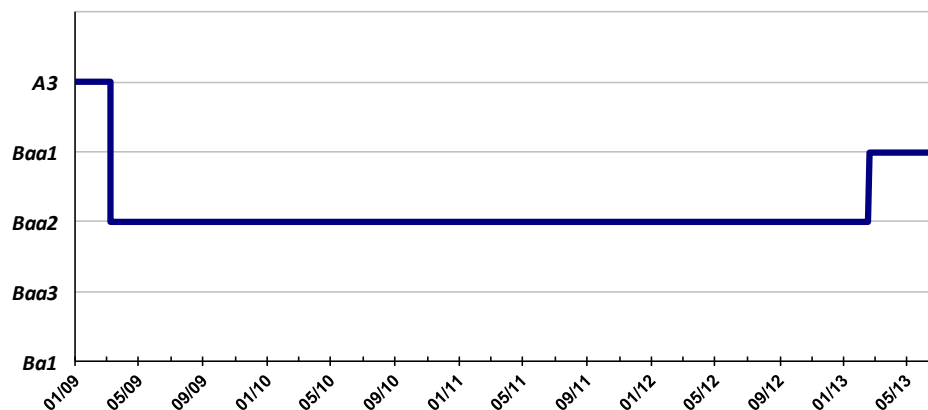
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי הנובע מהשכרת נכסים וביחסי הכיסוי, ככל שיתמכו באופן משמעותי בפעילות 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

- שינוי במבנה השליטה בחברה
- 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



פרופיל החברה

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 בידי 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 כ-600,000 מ"ר להשכרה. בנוסף, לחברה 2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתן של כ-9,160 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 מעקב פברואר 2013

תאריך דוח: 26 ביוני 2013

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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפטה 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 שיפטה 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 שיפטה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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") 2012.

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 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 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.