

גירון פיתוח ובניה בע"מ

A1	הרחבת סדרה ב'
----	---------------

הדירוג ניתן לתוספת חוב באמצעות הרחבת אג"ח סדרה ב' בסכום של 50 מ' ש"ח ערך נקוב. על פי תוצאות ההנפקה מיום 6.6.2006 גייסה החברה 53 מ' ש"ח. הדירוג נעשה על סמך התחייבות החברה כי יחס ההון העצמי לסך המאזן לא ירד מ-30% לכל אורך חיי האג"ח. לצורך חישוב יחס ההון העצמי לסך המאזן לא יילקחו בחשבון הלוואות המוגדרות כ-recourse non (אשראי ללא זכות חזרה ללווה) של חברות מאוחדות. כמו כן התחייבה החברה כי בגין רווחי שנת 2006 ועד לתום חיי האג"ח לא יחולק דיבידנד לבעלי המניות מעבר לשיעור של 25% מהרווח השנתי הנקי. אג"ח סדרה ב' עומדות לפרעון ב-14 תשלומים חצי שנתיים שווים החל מיום 30 באפריל 2006 ועד ליום 31 באוקטובר 2012 (ועד בכלל) כשהן צמודות למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית נקובה בשיעור 5.5%.

מחברת:  
אביטל איגנר  
אנליסטית  
[a.igner@midroog.co.il](mailto:a.igner@midroog.co.il)

אשת קשר:  
אביטל בר דיין  
ראש תחום תאגידיים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

**התפתחויות אחרונות ממועד פרסום דוח המעקב באוגוסט 2005**

**מימוש נכסים באנגליה אשר תרמו לתזרים החברה כ-34 מ' ש"ח**

החברה מכרה באפריל 2006 את מניותיה (17.4% בשרשור) של חברה המחזיקה בשלושה נכסי מקרקעין באנגליה תמורת כ-4 מיליון ליש"ט אשר תרמו תזרים מזומנים של כ-34 מ' ש"ח. במהלך שנת 2005 ביצעה החברה refinance לנכסים אלו אשר תרמו לתזרים החברה כ-40 מ' ש"ח.

**סיום פרויקט תל מונד בדצמבר 2005**

חברה מאוחדת של החברה סיימה את מכירת המגרשים בפרויקט תל מונד אשר במסגרתו נמכרו כל המגרשים לבניית 137 יחידות דיור בתל מונד על קרקע בשטח כולל של כ-55 דונם. עד ליום 31.12.2005 נמכרו כל המגרשים. תרומת מכירת המגרשים להכנסות החברה בשנת 2005 עמדה על כ-7.8 מ' ש"ח והתרומה לרווח הגולמי הסתכמה ב-4.4 מ' ש"ח.

**חלוקת דיבידנד ברבעון האחרון של שנת 2005 בסך של 35 מ' ש"ח**

החברה חילקה דיבידנד בנובמבר 2005 בסך של כ-35 מ' ש"ח לאחר קבלת אישור בית משפט להפחתת הון. סך הדיבידנד שחולק בשנת 2005 עמד על כ-52.6 מ' ש"ח.

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002

[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## התפתחות התוצאות הכספיות

**עליה בהכנסות משכירות כתוצאה מהתאוששות במחירי שכר הדירה מחד וסיום פרויקטים בתחום הייזום אשר הגדילו את הכנסות החברה בשנים האחרונות**

הכנסות החברה מדמי שכירות עלו לכ-24.5 מ' ש"ח מכ-22.8 מ' ש"ח בשנת 2004. עיקר העלייה מקורה בעליה בדמי השכירות כתוצאה מחידוש חוזים במחירים גבוהים יותר ולא כתוצאה משינויים בשיעורי התפוסה אשר הינם גבוהים מאוד ועומדים על כ-95%. סך הכנסות החברה עמדו על כ-60 מ' ש"ח בשנת 2005 ונותרו יציבות ביחס לשנת 2004. ההכנסות כוללות מרכיב גבוה יחסית של הכנסות מתחום הייזום אשר רובן הסתיימו בשנת 2004 ולא צפויות לתרום הכנסות בסדר גודל כזה בשנים הקרובות. ההשפעה של ההכנסות מתחום הייזום על הרווח של החברה היתה גבוהה בשנת 2005 ועמדה על כ-6.4 מ' ש"ח לעומת הפסד של כ-0.7 מ' ש"ח בשנת 2004 (כתוצאה מעיתוי רישום הכנסות והוצאות בגין פרויקטי ייזום).

### **רווח משערוך נכסים לפי שווי הוגן בשנת 2004**

בשנת 2004 רשמה החברה רווח נקי של כ-22.4 מיליון ש"ח אשר נבע ברובו מיישום תקן חשבונאי בינלאומי מספר 40, אשר לפיו מוצג נדל"ן מניב על פי שווי הוגן, ושינויים בשווי ההוגן נזקפים לדוח רווח והפסד. בשנת 2004 רשמו חברות כלולות רווח מעליית ערך הנדל"ן המניב המוחזק על ידן אשר לאחר השפעת מס והפרשה לירידת ערך השקעות, הסתכם חלקן ברווח לכ-17.3 מיליון ש"ח. עליית ערך הנכסים לוותה בביצוע מימון מחדש לנכסים אלו אשר תרמו לתזרים החברה בשנת 2005 כ-40 מ' ש"ח אך לא תרמו לרווח הנקי אשר עמד על כ-15.5 מ' ש"ח בשנת 2005.

### **יציבות בסך החוב הפיננסי ביחס לשנת 2004 אך ירידה ביחסי האיתנות הפיננסית לאחר חלוקת דיבידנד**

סך החוב הפיננסי של החברה עמד נכון ליום 31.12.2005 על כ-223 מ' ש"ח ונותר ברמה זהה לחוב נכון ל-31.12.2004. בשנת 2006, על פי לוחות הסילוקין של חובות החברה היא צפויה לפרוע כ-38 מ' ש"ח. על אף היציבות בחוב הפיננסי בשנתיים האחרונות, יחסי האיתנות הפיננסית הורעו כתוצאה מחלוקת דיבידנד בסכום כולל של כ-52.6 מ' ש"ח בשנת 2005 (חלקו באמצעות הפחתת הון). יחס ההון העצמי לסך המאזן ירד מכ-41% נכון ל-31.12.2004 ל-35% נכון ל-31.12.2005 ויחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מכ-46% לכ-40% בתקופות אלו בהתאמה. יחס החוב והחוב נטו ל-CAP עלו מכ-52% ו-37% בהתאמה נכון ל-31.12.2004 לכ-57% ו-46% בהתאמה נכון ל-31.12.2005. מידרוג מעריכה כי על אף הירידה ביחסי האיתנות הפיננסית, אלו עדיין תואמים את דירוג החברה והחברה עומדת באמות המידה הפיננסית אשר התחייבה להם בדוח הדירוג ממרץ 2004 (שמירה על יחס הון עצמי לסך המאזן שלא ירד מ-30%).

### **שיפור ביחסי הכיסוי בעיקר כתוצאה מהגידול ב-FFO מנכסים באנגליה**

יחסי הכיסוי של החברה בשנת 2005 רשמו שיפור בעיקר בעקבות שיפור ב-FFO מנכסים באנגליה. ה-FFO אינו כולל את תרומת ההכנסות ממכירת מגרשים ודירות. כך שיחס החוב ל-FFO והחוב נטו ל-FFO ירדו מ-21.3 ו-15.3 נכון ל-31.12.004 לכ-13.5 ו-11.0 נכון ל-31.12.2005 בהתאמה. מכירת הנכסים באנגליה צפויה להקטין את ה-FFO מחברות כלולות ומאידך, התמורה ממכירת הנכסים יכולה להקטין את החוב נטו.

### נתונים פיננסיים עיקריים

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	
69,758	60,178	60,389	הכנסות
22,308	22,893	24,497	מזה, הכנסות מהשכרה
39,682	29,482	27,692	מזה, הכנסות ממכירות דירות/מגרשים
19,283	24,383	26,782	EBITDA* (כולל כלולות וללא מכירת דירות ומגרשים)
28%	41%	44%	שיעור EBITDA (כולל כלולות וללא מכירת דירות ומגרשים)
6,826	10,558	15,674	הוצאות מימון
5,173	24,097	12,796	רווח מחברות כלולות
15,309	22,440	15,550	רווח נקי
161,676	223,880	223,163	חוב פיננסי
107,855	160,741	181,308	חוב פיננסי נטו
53,821	63,139	41,855	יתרות מזומן ופקדונות
204,128	203,721	201,465	רכוש קבוע
81,709	102,424	65,436	השקעה בחברות כלולות ואחרות
54%	41%	35%	הון עצמי לסך מאזן
54%	46%	40%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
45%	52%	57%	חוב ל-CAP
30%	37%	46%	חוב נטו ל-CAP
8,155	10,512	16,533	FFO בניכוי רווח ממכירת דירות/מגרשים
19.8	21.3	13.5	חוב פיננסי ל-FFO ללא מכירת דירות/מגרשים
13.2	15.3	11.0	חוב נטו ל-FFO ללא מכירת דירות/מגרשים
8.4	9.2	8.3	חוב פיננסי ל-EBITDA כולל כלולות וללא מכירת דירות/מגרשים
5.6	6.6	6.8	חוב נטו ל-EBITDA כולל כלולות וללא מכירת דירות/מגרשים
2.8	2.3	1.7	EBITDA להוצאות מימון

\*עיבודי מידרוג

### חוב ואיתנות פיננסית פרופורמה

31.12.2004	31.12.2005	פרופורמה* לאחר גיוס חוב של 50 מיליון ₪ ותוספת ממימוש נכסים	אלפי ₪
223,880	223,163	273,163	חוב פיננסי
160,741	181,308	197,308	חוב נטו
46%	40%	36%	הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן
41%	35%	31%	הון עצמי למאזן
52%	57%	62%	חוב ל-CAP
37%	46%	45%	חוב נטו ל-CAP

\* עיבודי מידרוג לנתונים שהתקבלו על יד החברה

### שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיית עסקית הכוללת בעיקר אחזקה בנכסים מניבים; לחברה פעילות ביזום פרויקטים אם כי בהיקפים נמוכים ביחס לתיק הנדל"ן המניב; בסיס טוב של נדל"ן מניב בארץ אשר משמש כפלטפורמה להשקעות נוספות בארץ ובחו"ל; ההשקעות בחו"ל נעשות עם שותפים ולחברה בדרך כלל אין שליטה בנכסים; הפעלת מנגנון BMBY לפירוק השותפות ושינוי בהנהלה הבכירה ובמבנה הבעלות בתחילת 2005; גמישות פיננסית הכוללת בעיקר נכס מהותי שאינו משועבד ויתרות נזילות; ייעוד תמורת ההנפקה ישמש להרחבת תיק הנכסים המניבים.

## **אודות המנפיק**

---

גירון פיתוח ובנייה בע"מ, עוסקת במישרין ובעקיפין באמצעות חברות בנות ואחרות בהשכרת נכסים בישראל ובחו"ל, ייזום פיתוח ובנייה של נכסי מקרקעין בישראל ובחו"ל, אחזקת מבנים אשר בבעלות הקבוצה, ניהול נכסים של החברה ושל צדדים שלישיים וכן השקעות נדל"ן לא מניבים בישראל ובחו"ל. שטח הנכסים אשר בבעלותה של החברה עומד נכון ליום 31.12.2005 על כ-70 אלף מ"ר (חלק החברה) מתוכו כ-56 אלף מ"ר בישראל והיתרה באנגליה וסקוטלנד. סך עלות ההשקעה בנכסים אלו הסתכמו נכון ליום 31.12.2005 על כ-256 מיליון ₪. שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בישראל עומד על כ-95% ואילו שיעורי התפוסה באנגליה וסקוטלנד עומדים על 100%. לחברה עתודות קרקע בישראל ובפולין המיועדים בעיקר למגורים ולמסחר אשר הינם בשלבי תכנון בלבד.

## סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

**דוח מספר :**

**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 למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006**

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוננו או שינויו 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, 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. 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.