

גירון פיתוח ובניה בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	סדרה ב'
-------------------	----	---------

הדירוג ניתן לגיוס חוב בסך של עד 50 מ' ₪ באמצעות הרחבת אג"ח סדרה ב'. דירוג הסדרה 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- non recourse (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%.

התפתחויות אחרונות ממועד פרסום פעולת דירוג ביוני 2006

לאחר בחינת ההתפתחויות שחלו בעסקי החברה ובפרט, הגדלת משקל פעילות הייזום, אשר משקפת עליה ברמת הסיכון העסקי, למדיניות רומניה ופולין, מידרוג מודיעה על הורדת אופק הדירוג של גירון פיתוח ובניה בע"מ (להלן "החברה") מיציב לשלילי. מידרוג תמשיך לעקוב אחר התפתחות עסקי החברה. המשך הגדלת משקל פעילות הייזום יכולה להוביל להורדת הדירוג.

להלן ההתפתחויות העיקריות:

הרחבת פעילות הייזום תוך עליה בסיכון העסקי בהתחשב באופי הפרויקטים ומדיניות הפעילות – פולין ורומניה

- במהלך שנת 2006 השקיעה החברה סכום של כ-68 מ' ₪ ברכישת מניות חברת IIC המהוות כ-29.75% מהון מניותיה. נכון ליום 31.12.2006 מחזיקה החברה כ-71.2% מזכויות ההצבעה ב-IIC. סך ההשקעה של גירון ב-IIC מסתכמת נכון ל-31.12.2006 בכ-90 מ' ₪. IIC עוסקת בהקמת מרכז מסחרי בוורשה. חילוקי דיעות משפטיים בין חברת IIC לבין קבלן הביצוע של הפרויקט המסחרי בפולין הביאו לביטול התקשרותו והפסקת ביצוע עבודות הבניה באופן זמני. נכון למועד כתיבת הדוח, הוסדרו חילוקי הדעות עם הקבלן המבצע ו-IIC תשלם לקבלן כ-8 מ' ₪ מעבר למוסכם בחוזה המקורי.
- סיום בניית פרויקט Garrun ברומניה הכולל הקמת מרכז מסחרי בשטח של כ-4.4 אלף מ"ר. חלקה של החברה (50%) בעלות הפרויקט עד ה-31.12.2006 הסתכם בכ-10 מ' ₪. מרבית המרכז המסחרי אוכלס.
- רכישת קרקע בשטח של כ-32 דונם בפולין בתמורה לכ-3.9 מ' דולר באמצעות השותפות עם חברת אורתם-סהר הנדסה (להלן "גירון-אורתם") בהמשך לתהליך רכישה שהחל ב-2005. הקרקע צפויה לשמש לבניה למגורים. גירון התחייבה להעמיד לשותפות הלוואות בסכום של עד כ-6 מ' דולר (אשר כ-2 מ' דולר כבר הושקעו למועד הדוח) במידה ויידרש לשם השלמת פרויקט קרקוב על ידי אורתם פולין, המוחזקת על ידי השותפות (לרבות במידה ויידרש לדלל את חלקם של השותפים האחרים באורתם פולין). ההלוואות יועמדו בדרך של הלוואות בעלים. בנוסף, לגירון-אורתם באמצעות חברת בת, קרקע בקרקוב בשטח כולל של כ-11 דונם.

מחברת:
אביטל איגנר
אנליסטית בכירה
a.ignier@midroog.co.il

אשת קשר:
אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 8.5.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

4. שותפות גירון – אורתם מחזיקה ב-82.5% מהון המניות של חברת אנרגיה פולנית. חברת האנרגיה התקשרה בהסכם עקרונות עם חברת אנרגיה פולנית להקמת פרויקטים להפקת חשמל בעיר דמביצ'ה בפולין וכן בכוונתה לפעול כדי להתקשר בהסכם עם עיריית דמביצ'ה לרכישת מקרקעין לצורך הקמת פרויקט האנרגיה.

5. רכישת קרקע ברומניה באמצעות חברת בת בבעלות משותפת של גירון ואאורה השקעות בע"מ (להלן "אאורה") בשטח של כ-25 אלף מ"ר בעיר זנגוב כ-40 ק"מ צפונית לבוקרשט. הקרקע הינה ביעוד למגורים וטרם נקבע היקף הפרויקט שיבנה. עלות הקרקע הסתכמה בכ-1.56 מיליון יור.

פרויקטי ייזום של החברה

נכס	מיקום	יעוד	שטח / יח"ד	עלות בספרים ליום 31.12.2006	שיעור החזקה בפרויקט/ חברה	התקדמות בפרויקט (סטטוס אישורים)
מרכז מסחרי בוורשה	פולין (וורשה)	מסחר	13 אלף מ"ר מסחרי +זכויות בניה נוספות למגורים	83.3 מ' ש	69% (72% בשליטה) חברת IIC	החל השיווק של השטח המסחרי בתהליך בניה (סכסוך עם הקבלן המבצע)
פרויקט אנרגיה	פולין (דמביצ'ה)	תחנת כח			50%	
מגורים בקרקוב 1	פולין (קרקוב)	מגורים	32 דונם	8.5 מ' ש	41.5%	קרקע בהליכי תכנון
מגורים בקרקוב 2	פולין (קרקוב)	מגורים	11 דונם	2.7 מ' ש	22.5%	קרקע בהליכי תכנון
מרכז מסחרי ברומניה Nassaud	רומניה (בוקרשט)	מסחרי פאוור סנטר	4,400 מ"ר	10.2 מ' ש	50%	מעל 95% מושכר ומאוכלס
מגורים בזנגוב	רומניה (זנגוב)	מגורים	25 אלף מ"ר	0.5 מ' ש (רק מקדמה)	34%	

רכישה עצמית של אג"ח להמרה סדרה א' בהיקף של כ-30 מ' ש ומימוש אג"ח להמרה סדרה א' וכתבי אופציה אשר הוסיפו לסך ההון של החברה סכום של כ-20 מ' ש

החברה רכשה ברכישה עצמית אג"ח להמרה סדרה א' בערך נקוב של כ-26 מ' ש תמורת סך של כ-30 מ' ש. מתוך סך זה, כ-21 מ' ש ערך נקוב נרכשו לאחר תאריך המאזן. בנוסף, התבצעו המרות של אג"ח להמרה סדרה א' בהיקף אשר הוסיף להונה העצמי של החברה סך של כ-21 מ' ש.

התפתחות התוצאות הכספיות

ירידה בהכנסות החברה ממכירת דירות ומגרשים כתוצאה מסיום פרויקטים באנגליה ותל מונד - יציבות בהכנסות מדמי שכירות בנכסים המניבים בישראל

הכנסות החברה ירדו בשנת 2006 לכ-36 מ' ש"ח מכ-60 מ' ש"ח בשנת 2005. הירידה נובעת מסיום פרויקטי הבניה באנגליה ובתל-מונד. לעומת זאת, ניתן לראות המשך יציבות בהכנסות מדמי שכירות, בנכסים בישראל אשר הסתכמו לכ-24.6 מ' ש"ח בשנת 2006 לעומת סכום דומה בשנת 2005.

הרווח התפעולי של החברה הסתכם בשנת 2006 בכ-10.5 מ' ש"ח לעומת כ-19 מ' ש"ח בשנת 2005 כתוצאה מהירידה בתחום הבניה למגורים והעלייה בהוצאות ההנהלה והכלליות אשר עלו כתוצאה מעדכון הסכם ההעסקה של המנכ"ל ומעליה בהוצאות שכר עבודה.

הוצאות המימון של החברה ירדו באופן משמעותי מכ-15.7 מ' ש"ח בשנת 2005 לכ-10.4 מ' ש"ח בשנת 2006 כתוצאה מהקטנת שיערוך אג"ח צמודות מדד בגלל המדד הנמוך בשנת 2006.

נתונים פיננסיים עיקריים

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	אלפי ש"ח
60,178	60,389	35,756	הכנסות
22,893	24,497	24,604	מזה, הכנסות מהשכרה
29,482	27,692	2,855	מזה, הכנסות ממכירות דירות/מגרשים
12,570	19,610	10,482	רווח תפעולי
10,558	15,674	10,391	הוצאות מימון
24,097	12,796	19,141	חלק ברווחי חברות כלולות
22,440	14,553	15,184	רווח נקי
223,880	223,163	235,183	חוב פיננסי
160,741	181,308	155,583	חוב פיננסי נטו
63,139	41,855	79,600	יתרות מזומן ופיקדונות
203,721	201,465	213,422	רכוש קבוע
102,424	70,263	56,178	השקעה בחברות כלולות ואחרות
63,203	66,036	101,914	פרויקטים להשכרה בהקמה
41%	35%	35%	הון עצמי לסך מאזן
46%	40%	43%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
50%	57%	54%	חוב ל-CAP
36%	46%	36%	חוב נטו ל-CAP
10,512	16,533	9,854*	FFO בניכוי רווח ממכירת דירות/מגרשים (עד שנת 2005)
21.3	13.5	23.9*	חוב פיננסי ל-FFO ללא מכירת דירות/מגרשים
15.3	11.0	15.8*	חוב נטו ל-FFO ללא מכירת דירות/מגרשים

*למעט בשנת 2006 אשר הפעילות בתחום פרויקטי הנדל"ן למגורים אינה מהותית

חלק החברה ברווחי חברות כלולות הסתכם בכ-19 מ' ש"ח וכולל רווח משערוך נכסים של החברות הכלולות אשר משערכות נכסים בהתאם לתקני ה-IFRS המיושמים בדוחותיהן וכן רווחי הון ממכירת נכסים באנגליה.

סך הרווח הנקי של החברה בשנת 2006 הסתכם לכ-15 מ' ש"ח לעומת כ-14 מ' ש"ח בשנת 2005 ונבע בעיקרו מחלק החברה ברווחי חברות כלולות כמו גם בשנת 2005 ו-2004.

הגידול בפעילות הייזום מקבל ביטוי בעליה בסעיף פרויקטים להשכרה בהקמה

גידול משמעותי בסעיף הפרויקטים להשכרה בהקמה אשר עמד על כ-102 מ' שה נכון ל-31.12.2006 לעומת כ-66 מ' שה נכון ל-31.12.2005. עיקר העלייה נובעת מהתקדמות השקעות החברה בפרויקטים לייזום בניה ברומניה ובפולין סך של כ-28 מ' שה וכן בשל עודף עלות שנוצרה בהנפקת זכויות ורכישת מניות בחברת IIC.

יחסי האיתנות הפיננסית ממשיכים להיות טובים גם לאחר גיוס החוב הצפוי

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה שמרו על יציבות נכון ל-31.12.2006 לעומת ה-31.12.2005. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד על כ-35% בשתי שנים אלו ויחס ההון העצמי כולל זכויות מיעוט לסך המאזן עלה מכ-40% נכון ל-31.12.2005 לכ-43% נכון ל-31.12.2006. נתוני הפרופורמה מציגים שיפור מסוים ביחסי האיתנות הפיננסית גם לאחר גיוס חוב בסך של כ-50 מ' שה בעיקר כתוצאה מהמרות אג"ח שנעשו לאחר תאריך המאזן בסך כולל של כ-20 מ' שה אשר תרמו להגדלת ההון העצמי של החברה. לפי נתוני הפרופורמה, יחס ההון העצמי לסך המאזן צפוי לגדול לכ-37% ויחס ההון העצמי כולל זכויות מיעוט לסך המאזן צפוי לגדול לכ-44%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית הינם טובים.

יחסי איתנות פיננסית פרופורמה

אלפי שה	פרופורמה	31.12.2006	31.12.2005
חוב פיננסי	243,108	235,183	223,163
יתרות נילות	54,735	79,600	41,855
חוב פיננסי נטו	188,373	155,583	181,308
CAP	462,483	437,348	391,952
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	44%	43%	40%
יחס הון עצמי לסך מאזן לפי חישוב אמות מידה פיננסיות	37%	35%	35%
חוב ל-CAP	53%	54%	57%
חוב נטו ל-CAP	41%	36%	46%

הגדלת משקל פעילות הייזום אשר טרם מניבה הכנסות גרמה לירידת יחסי הכיסוי

יחסי כיסוי החוב של החברה הורעו בשנת 2006 ביחס לשנת 2005. הסיבה העיקרית להרעה ביחסי הכיסוי נעוצה בכך שהחברה הגדילה את משקל פעילות הייזום מסך הפעילות. החברה התקדמה בבנייה של מספר פרויקטים ברומניה ופולין וכן השקיעה סכומים נוספים להגדלת החזקתה ב-IIC. בנוסף, מכירת הנכסים באנגליה הקטינה את תזרים ה-FFO מחברות כלולות. מכיוון שסך החוב של החברה לא קטן והפרויקטים בייזום טרם החלו להניב, ניכרת הרעה ביחסי כיסוי החוב כך שיחס החוב הפיננסי ל-FFO עלה מכ-13.5 בשנת 2005 לכ-24 בשנת 2006 ויחס החוב נטו ל-FFO עלה מכ-11 בשנת 2005 לכ-16 בשנת 2006. מידרוג מעריכה כי יחסי הכיסוי הגבוהים אינם תואמים את דירוג החברה, אך אלו צפויים להשתפר כאשר נכסי הייזום יחלו להניב. החברה צופה כי המרכז המסחרי ברומניה יתחיל להניב סכום של כ-2.5 מ' שה לשנה החל משנת 2007.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הגדלת המסה והפיזור של הפעילות בכלכלות יציבות
- ביסוס והרחבת הפעילות בתחום אחזקה בנכסים מניבים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידת החברה בתנאים לדירוג אג"ח סדרה ב'
- הרחבת השקעות למדינות המדורגות ברמת סיכון בינונית ומעלה כדוגמת חלק ממדינות מזרח אירופה
- העלאה מהותית של משקל הפעילות בתחום ייזום בניה על חשבון החזקת נדל"ן מניב

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 בנדל"ן לא מניב בישראל ובחו"ל. שטח הנכסים אשר בבעלותה של החברה עומד נכון ליום 31.12.2006 על כ-66 אלף מ"ר (חלק החברה) מתוכו כ-61 אלף מ"ר בישראל והיתרה בסקוטלנד. בנוסף, לחברה החזקה של 8% בחברה המחזיקה חניונים ברחבי אנגליה. סך עלות ההשקעה בנכסים אלו הסתכמה נכון ליום 31.12.2006 בכ-265 מיליון ₪. שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בישראל עומד על כ-93% ואילו שיעורי התפוסה באנגליה וסקוטלנד עומדים על 100%. לחברה עתודות קרקע ובפולין המיועדות בעיקר למגורים ולמסחר אשר רובם בשלבי תכנון בלבד, מרכז מסחרי ברומניה אשר בנייתו הסתיימה ומרכז מסחרי בפולין הינו בשלבי בניה.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ונכונות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ונכונות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ונכונות 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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ונכונות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ונכונות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ונכונות 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 משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, 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 למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2007

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 עדכונו או שינויו 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, 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. 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.