

**גירון פיתוח ובניה בע"מ**

אופק דירוג: יציב	A2	סדרה (Issue)
------------------	----	--------------

בהמשך לאופק השלילי אשר ניתן לחברה במסגרת פעולת הדירוג האחרונה ממאי 2007, לאחר בחינת ההתפתחויות שחלו בעסקי החברה, הכוללת, בין היתר, רכישת מניותיה של חברת פולאר השקעות בע"מ תוך גידול משמעותי בהתייבויות הפיננסיות, כאשר מנגד אין צפי לתזרים חיובי משמעותי בגין השקעה זו בתקופה הקרובה, וכן בשל הגדלת השקעתה וחלקה של החברה בפרויקטים המצויים במזרח אירופה, מידרוג מודיעה כי היא מורידה את דירוג אג"ח סדרה ב' מ – A1 באופק שלילי ל – A2 באופק יציב.

מחבר:  
אמיר ארד  
אנליסט  
[amira@midroog.co.il](mailto:amira@midroog.co.il)

רן גולדשטיין  
ראש צוות

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אנשי קשר  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל, ראש תחום  
תאגידים ומוסדות  
פיננסיים

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

**להלן פירוט אגרות החוב שבמחזור בישראל:**

דירוג אופק	דירוג	פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 31.12.07 (מש"ח)	שיעור ריבית שנתית (%)	סדרת אג"ח	דירוג Issue
אופק דירוג							
יציב	A2	תשלומים חצי שנתיים	30.4.2006 עד 31.10.2012	139.8	5.5% (צמוד מדד)	אג"ח (סדרה ב')	

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

**התפתחויות עיקריות**

נכון ליום 31.3.2008 כוללים נכסי גירון (במישרין ובעקיפין) 11 נכסים בישראל ו – 3 נכסים בחו"ל, בשטח כולל של כ – 77 אלפי מ"ר (לא כולל נכסים בהקמה) המושכרים לכ- 393 שוכרים בשיעור תפוסה ממוצע של כ-97%. בשנת 2007 הסתכמו הכנסותיה של החברה במאוחד מדמי שכירות בכ – 46 מיליון ש.ה – NOI הסתכם בשנת 2007 בכ – 30 מיליון ש.ה.

**רכישה של כ – 22% מהון המניות של חברת פולאר השקעות בע"מ**

במהלך חודש ינואר 2008, רכשה החברה מניות של חברת פולאר השקעות בע"מ (להלן: "פולאר") בסך של כ – 120 מיליון ש.ה. פולאר הינה חברה ציבורית המשקיעה בחברות הפעילות בתחומי הנדל"ן, התשתיות והתיירות בישראל המדורגת על ידי מידרוג בדירוג A3. הרכישה מקנה לחברה כ – 21.4% מהון המניות של פולאר ומזכויות ההצבעה בה. לאחר תאריך המאזן, במהלך חודש מאי 2008, השקיעה החברה 3.6 מיליון ש.ה נוספים המקנים לחברה החזקה נוספת של כ – 1%. להערכת מידרוג, השקעה זו הינה השקעה לטווח ארוך ואינה צפויה להניב דיבידנדים בשנתיים הקרובות. היות ורוב הרכישה מומנה מחוב בגין נכסיה הקיימים, צפויה החברה לספוג הפסדי מימון נוספים בגין השקעה זו ללא תמורה תזרימית.

### **רכישת קרקע בגרוזיה ואובדן ההשקעה בגין מחלוקת משפטית**

במהלך חודש יוני 2007 זכתה חברה בת של החברה יחד עם שני שותפים נוספים במכרז לרכישת מקרקעין בשטח כולל של כ- 1,200 דונם המיועדים למגורים בעיר טביליסי, גרוזיה בתמורה לסך של כ- 62.5 מיליון דולר (חלק החברה כ- 21 מיליון דולר). נכון למועד דו"ח זה העבירה החברה מקדמה על חשבון המקרקעין בסך של כ- 2.5 מיליון דולר (כ- 10 מיליון ₪). לאור אי יציבות פוליטית בגרוזיה ועקב מחלוקת עם העירייה, החליטה החברה שלא להשלים את העסקה עד ליום 31.12.2007 וכתוצאה מכך נתגלעה מחלוקת משפטית בין העירייה לבין החברה אשר מתנהלת בבית המשפט בטביליסי. החברה מדגישה כי הואיל ולא שולמה יתרת התמורה עד לתאריך 31.12.2007 ולאור הצו שניתן על ידי העירייה, עלול הסכם הרכישה להתבטל ויתכן כי החברה לא תוכל לקבל בשום מקרה את הסכום האמור בחזרה. החברה ביצעה הפרשה להפסד על הסכום האמור בדוחותיה הכספיים.

### **שיתוף פעולה בפרויקט Sun Valley לצורך פרויקט מגורים בזנוגוב, רומניה**

במהלך חודש ינואר 2007 רכשה החברה, עם צד ג' בחלקים שווים, מקרקעין בשטח כולל של כ- 25 אלף מ"ר המיועדים למגורים בעיר זנוגוב, רומניה בתמורה לסך של כ- 9 מיליון ₪ (חלק החברה כ- 4.5 מיליון ₪). נכון למועד דו"ח זה החלה החברה בתכנון הפרויקט אשר מיועד לבנייה של כ- 32.5 אלף מ"ר למגורים, בהשקעה נדרשת המוערכת בכ- 19.2 מיליון אירו (חלק החברה). השלב הראשון בבנייה צפוי להתחיל במהלך הרבעון השלישי של שנת 2008 והפרויקט כולו צפוי להסתיים בשנת 2010.

### **החברה השלימה במהלך שנת 2007 מרכז מסחרי בשטח של כ- 5.5 אלף מ"ר בבוקרשט, רומניה**

במהלך שנת 2007 השלימה חברה בת את בנייתו של מרכז מסחרי שבנתה יחד עם שותף (50%) בעיר בוקרשט, רומניה. למרכז, אשר אוכלס בתחילת שנת 2007, שטח בנוי של כ- 5.5 אלף מ"ר, מתוכו סך השטחים להשכרה עומדים על כ- 4.8 אלף מ"ר אשר הושכרו במלואם ל- 34 שוכרים שונים.

### **במהלך 2007 הגדילה החברה את החזקת בחברת IIC International Inc והשיגה בעלות מלאה**

במהלך שנת 2006 החזיקה החברה בכ- 68% מהון המניות של חברת IIC International Inc (להלן: "IIC"). במהלך שנת 2007 ביצעה החברה מספר רכישות אשר הקנו לה בסופו של התהליך, בחודש יולי 2007, בעלות מלאה על IIC. כתוצאה מכך, מחזיקה כעת החברה בבעלות מלאה בפרויקט אורסוס בוורשה, פולין. הגדלת החזקותיה של החברה בפרויקט בפולין, על כל נגזרותיו, מהווה למעשה הגדלת המרכיב היזמי של פעילות החברה בפרויקטים במזרח אירופה. להערכת מידרוג, על אף העובדה שפולין מדורגת בדירוג A2, קיים סיכון בפעילותה של החברה במדינה במזרח אירופה היות ומדובר בפעילות שהינה חדשה באופייה עבור החברה.

### **החברה השלימה במהלך שנת 2007 מרכז מסחרי בשטח של כ- 13 אלף מ"ר בוורשה, פולין**

במהלך שנת 2007 השלימה חברה בת את בנייתו של מרכז מסחרי במסגרת פרויקט למסחר, משרדים ומגורים באורסוס אשר בוורשה, פולין. למרכז, אשר אוכלס בדצמבר 2007, שטח בנוי של כ- 13 אלף מ"ר, מתוכו סך השטחים להשכרה עומדים על כ- 11 אלף מ"ר אשר מתוכם הושכרו כ- 95% ל- 49 שוכרים שונים.

לחברה אפשרות לניצול יתרת השטח (כ- 65 דונם) בחלוקה נוכחית לכ- 8 אלף מ"ר שטח מסחרי נוסף המהווה הרחבה למרכז המסחרי וכן כ- 50 אלף מ"ר שטחי מגורים וכ- 40 אלף מ"ר שטחי משרדים. נכון לתאריך מועד דו"ח מעקב זה החלה החברה בתכנון מקדמי של תב"ע של חלק מן השטחים הנוספים אך אין בידה עדיין אישורי בנייה. להערכת מידרוג, חוסר ניסיונה של החברה בבנייה למגורים בכלל ובבנייה למגורים במדינות מזרח אירופאיות בפרט, מהווה גורם סיכון בפעילותה הנוכחית של החברה.

### **התקשרות בהסכם שכירות ארוך טווח בין החברה ובין אסותא ראשון בע"מ**

במהלך חודש מאי 2007 חתמה חברה בת של החברה על הסכם שכירות עם אסותא ראשון בע"מ לפיו תשכיר חברת הבת את בניין "היי טק 3" – בניין בן 4 קומות בשטח כולל של כ – 4.5 אלף מ"ר, לתקופת שכירות בת 15 שנים למטרת ניהול מרכז רפואי. לשוכרת ניתנה אופציה להארכת תקופת השכירות ב – 5 שנים נוספות ובמחיר הגבוה ב – 10% ממחיר השכירות המקורי.

### **מחיקת אגרות חוב סדרה א' ממסחר בבורסה והקצאת אגרות חוב סדרה ב' למוסדיים**

במהלך שנת 2007 פדתה החברה בפדיון מוקדם כ – 33 מיליון אגרות חוב (סדרה א') בתמורה לסך של כ – 40 מיליון ₪. כתוצאה מן הפדיון נוצר לחברה הפסד מפדיון מוקדם בסך של כ – 2.5 מיליון ₪ וכן רכיב הוני בסך של כ – 4.8 מיליון ₪. כתוצאה מרכישות אלו והמרת אג"ח (סדרה א') למניות רגילות פחת בינואר 2008 שווי החזקות הציבור באגרות החוב (סדרה א') וירד מתחת ל – 1.6 מיליון ₪, שהוא הרף שעל פי תקנון הבורסה מחייב מחיקת אגרות חוב ניתנות להמרה מהרישום למסחר. בתאריך 20.3.2008, לאחר שהצעת החברה לפדיון מוקדם לא נוצלה, נמחקה סדרה א' מהרישום למסחר בבורסה.

כמו כן, במהלך חודש מאי 2007 הקצתה החברה למשקיעים מוסדיים 50 מיליון אגרות חוב, במסגרת הרחבת סדרה ב', בתמורה לסך של כ – 53.5 מיליון ₪ אשר הונפקו על פי תנאי הסדרה.

## **התפתחות התוצאות הכספיות בשנת 2007**

### **דו"ח רווח והפסד**

הכנסות החברה הסתכמו בשנת 2007 לסך של כ – 45,690 אלפי ₪ לעומת סך של כ – 32,901 אלפי ₪ בשנת 2006. הגידול בהכנסות החברה נובע בעיקרו משכר דירה ומשרותי אחזקה מנכסים מניבים אשר הופעלו לראשונה ברומניה ובפולין וכן מהכנסות נוספות מקניון אשקלון שהרחבתו הסתיימה בסוף שנת 2006. הכנסות החברה לרבעון הראשון לשנת 2008, בהיקף של כ – 17 מיליון ₪, משקפות את העלייה בהכנסות ללא הפרשי עיתוי.

### **הוצאות מימון גדלו משמעותית בעקבות הנפקת אג"ח נוסף ועליית המדד**

הוצאות המימון, נטו, הסתכמו בשנת 2007 לסך של כ – 20,074 אלפי ₪ לעומת סך של כ – 10,391 אלפי ₪ בשנת 2006. הוצאות מימון החברה גדלו בעיקר בעקבות הנפקת אג"ח נוסף (הרחבת סדרה ב') ועליית המדד.

### **גידול בהוצאות אחרות בשנת 2007 כתוצאה מהכרה בהפסד ההשקעה בגרוזיה**

סעיף הוצאות אחרות בשנת 2007 הסתכם לסך של כ – 10,313 אלפי ₪ לעומת סך של כ – 682 אלף ₪ בלבד בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול בסעיף זה נובע מהפסד מירידת ערך השקעה בגרוזיה בסך של כ – 10,509 אלפי ₪.

**גידון פיתוח ובניה בע"מ : דו"ח רווח והפסד, מאוחד לרבעון הראשון לשנת 2008**

FY 2005	FY 2006	FY 2007	31.3.2008	רווח והפסד מאוחד - אלפי ₪
27,692	2,855	-		הכנסות ממכירת דירות בניינים ומקרקעין
24,497	24,604	33,123	13,034	הכנסות מהשכרות מבנים
7,766	7,605	12,043	4,034	הכנסות משירותי אחזקה
434	692	524	130	הכנסות מדמי ניהול
60,389	35,756	45,690	17,198	סה"כ הכנסות
21,290	2,314	-		עלות מכירת דירות
3,561	3,949	5,501	2,560	עלויות השכרת מבנים
7,331	7,267	10,521	3,262	עלות שירותי האחזקה
32,182	13,530	16,022	5,822	סה"כ עלויות
<b>28,207</b>	<b>22,226</b>	<b>29,668</b>	<b>11,376</b>	<b>רווח גולמי</b>
8,597	11,744	14,783	3,216	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>19,610</b>	<b>10,482</b>	<b>14,885</b>	<b>8,160</b>	<b>רווח (הפסד) מפעולות רגילות</b>
15,674	10,391	20,074	4,894	הוצאות מימון נטו
2,582	-682	-10,313	236	הכנסות (הוצאות) אחרות נטו
<b>6,518</b>	<b>-591</b>	<b>-15,502</b>	<b>3,502</b>	<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה</b>
4,210	6,343	-11,564	1,870	מיסים על הכנסה (הטבת מס)
2,308	-6,934	-3,938	1,632	רווח (הפסד) מפעולות החברה והחברות המאוחדות
12,796	19,141	4,869	-3,822	חלק ברווחי חברות כלולות
-551	2,977	-214	-	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
<b>14,553</b>	<b>15,184</b>	<b>717</b>	<b>-2,190</b>	<b>רווח נקי (הפסד) לתקופה</b>

**מאזן**

סך המאזן לתאריך 31.3.2008 הסתכם לסך של כ - 706 מיליון ₪ לעומת סך של כ - 480 מיליון ₪ בתאריך 31.12.2006. הגידול העיקרי בסך המאזן נובע מגידול של נדל"ן להשקעה בסך של כ - 134 מיליון ₪ ומאידיך מקיטון של פרויקטים בהקמה בסך של כ - 68 מיליון ₪. הגידול נובע כתוצאה מסיום בניית מרכז מסחרי בפולין והפעלתו בדצמבר 2007. כמו כן, במהלך הרבעון הראשון לשנת 2008, רכשה החברה את פולאר בהשקעה של כ - 120 מיליון ₪ ובמקביל גדל היקף החוב הפיננסי של החברה.

FY 2006	FY 2007	שימושים	FY 2006	FY 2007	מקורות
-16,330	-6,407	רכישה של נדל"ן להשקעה	-	90,044	קבלת הלוואות מבנקים
-28,425	-68,874	השקעה בפרויקטים להקמה	14,148	32,738	תמורה מהנפקת מניות ומימוש כתבי אופציה
-40,035	-	עלייה נטו במזומנים ופקדונות	52,858	53,226	תקבולים מהנפקת אג"ח
-26,296	-32,538	פדיון אג"ח	-	33,239	ירידה נטו במזומנים ופקדונות
-6,423	-39,939	רכישת אג"ח על ידי החברה	32,392	-	תמורה ממכירת חברות כלולות
-	-1,038	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת	5,513	-	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
-827	-64,130	רכישת המיעוט בחברה מאוחדת	17,733	13,309	תמורה מהשקעות וגביית הלוואות
-1,629	-	פירעון הלוואות מבנקים	40	370	אחר
-	-10,000	מתן הלוואות לזמן קצר	122,684	222,926	<b>סך מקורות</b>
-2,719	-	פרעון התחייבויות לזמן ארוך			
<b>-122,684</b>	<b>-222,926</b>	<b>סך שימושים</b>			

**ירידה בהשקעות בחברות כלולות בעקבות שערך שלילי**

השקעות בחברות כלולות לתאריך 31.12.2007 הסתכמו בסך של כ - 46 מיליון ₪ לעומת סך של כ - 56 מיליון ₪ בשנה שקדמה לה. הקיטון בהשקעה נובע מירידת ערך של נכס להשכרה בחברת Quarry Town בהיקף של כ - 2.5 מיליון ליש"ט. לאחר רכישת פולאר השקעות וסיווג מחדש של הנתונים לאור המעבר ל - IFRS עומד סך ההשקעה על כ - 134 מיליון ₪.

### **גידול בהתחייבויות השוטפות וארוכות הטווח של החברה**

התחייבויותיה השוטפות של החברה לתאריך 31.12.2007 הסתכמו בכ – 183 מיליון ₪ אשר היוו כ – 33.3% מסך המאזן לעומת סך של כ – 93 מיליון ₪ אשר היוו כ – 19% בלבד מסך המאזן אשתקד. הגידול בסך של כ – 90 מיליון ₪ נובע בעיקרו מגידול בהלוואות שקליות לזמן קצר (כ – 79 מיליון ₪) ומעלייה בהתחייבות לספקים ונותני שירותים (כ – 14 מיליון ₪).

התחייבויותיה של החברה לזמן ארוך לתאריך 31.12.2007 הסתכמו לסך של כ – 156 מיליון ₪ לעומת סך של כ – 180 מיליון ₪ אשתקד. התחייבויותיה של החברה לזמן ארוך ירדו בעקבות רכישה עצמית של אג"ח (סדרה א') שביצעה החברה ומהמרת אג"ח (סדרה א') למניות. במקביל, הרחבת סדרת אג"ח (סדרה ב') במאי 2007 קיזזה חלק מן הירידה. במהלך הרבעון הראשון גדל היקף החוב של החברה בעיקר כתוצאה מנטילת הלוואה על נכס החברה בפולין בסך של כ – 30 מיליון אירו.

### **גידול בהון העצמי כתוצאה מאג"ח להמרה**

הונה העצמי של החברה הסתכם בתאריך 31.3.2008 בכ – 186 מיליון ₪ המהווים כ – 26.2% מסך המאזן בלבד לעומת סך של כ – 208 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2007, אשר היוו כ – 40% מסך המאזן. הירידה בהון העצמי נובעת בעיקר מהפסד נקי לתקופה ובירידה בהון בעקבות שינויים בשערי המטבעות בהן פועלת החברה. היות והחברה אינה מבצעת שערוכים, קיימת האפשרות הסבירה כי לנכסיה שווי עודף אשר אינו מגולם במאזן, יחד עם זאת מידרוג סבורה כי קיימת מגמת הירידה משמעותית בהון העצמי ויחס ההון העצמי לסך המאזן של החברה וזאת בעיקר בשל גידול בהיקף התחייבויותיה הפיננסיות הגורע מאיתנותה הפיננסית.

בחנית יחסי האיתנות של החברה מראה כי חל גידול משמעותי ביחס החוב ל – CAP במהלך שנת 2007 אשר נובע מגידול בחוב הפיננסי של החברה (אשראי לז"ק והנפקת סדרה ב'). להערכת מידרוג, ההרעה ביחסי האיתנות, בשילוב פעילותה הגדלה של החברה במדינות בעלות דירוג נמוך מגדילה את הסיכון הקיים. להערכת מידרוג, יחסי האיתנות של החברה, במקביל לפיזור הסיכונים הנוכחי של החברה, תואמים את דירוג סדרות אג"ח החברה בקבוצת ה – A2.

### **תזרים ויחסים פיננסיים עיקריים**

תזרים המזומנים של החברה בשנת 2007 נבע בעיקרו מפעילות המימון של החברה – הנפקת אג"ח (סדרה ב') בהיקף של כ – 53 מיליון ₪, ומלקיחת אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים בהיקף של כ – 79 מיליון ₪. התזרים שימש בעיקר לרכישת חלק המיעוט של חברת IIC International והשקעות בפרויקט מסחרי בפולין וכן לרכישה עצמי של אג"ח להמרה (סדרה א'). תזרים המזומנים ששימשו לפעילות שוטפת הסתכם בשנת 2007 לסך של כמיליון ₪ בלבד. הירידה בתזרים המזומנים נובעת בעיקרה מקיטון בהתאמות לרווח בגין הכנסות שאינן כרוכות בתזרימי המזומנים ועלייה בחיובים ויתרות חובה של כ – 6.9 מיליון ₪.

**גירון פיתוח ובניה בע"מ : מאזן החברה לתאריך 31.3.2008, אלפי ₪**

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.3.2008	מאזן מאוחד - אלפי ₪
GAAP	GAAP*	GAAP*	IFRS	נכסים
35,458	75,493	42,254	109,091	מזומנים ושוי מזומנים
6,397	4,107	3,432	2,427	פיקדון לזמן קצר
6,226	7,624	23,675	9,436	חייבים ויתרות חובה
6,444	818	854	927	לקוחות
		10,315	10,564	אחרים (חייבים ויתרות חובה)
5,998	6,360	6,424	6,424	מלאי בניינים ומקרקעין למכירה
	33,975	45,078	47,738	מלאי מקרקעין
66,036	67,939	-	-	פרויקטים להשכרה בהקמה
	123,124	257,500	267,670	נדל"ן להשקעה
70,263	56,178	45,910	133,973	השקעה בחברות כלולות
10,315	2,777			הלוואות לזמן ארוך
115	137	55	219	יעודה בקופות פיצויים, לאחר ניכוי ההתחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד
201,465	90,298	94,833	95,044	מבנים להשכרה ורכוש קבוע
4,753			1,485	הוצאות נדחיות
14,593	11,179	18,341	21,475	מיסים נדחים
<b>428,063</b>	<b>480,009</b>	<b>548,671</b>	<b>706,473</b>	<b>סך נכסים</b>
<b>התחייבויות שוטפות:</b>				
24,632	25,772	104,366	135,412	אשראי מתאגידים בנקאיים ומותני אשראי אחרים
22,215	35,653	33,421	32,278	חלויות שוטפות של אג"ח ואג"ח להמרה במניות
10,771	5,529	19,968	12,341	ספקים ונותני שרותים אחרים
9,350	25,252	24,439	21,239	זכאים ויתרות זכות
1,397	701	969	753	מקדמות מלקוחות בניכוי מבנים בהקמה
<b>התחייבויות לזמן ארוך</b>				
73,833	51,603	1,248	924	אג"ח ניתנות להמרה
88,991	111,582	132,021	131,556	אגרות חוב
13,492	10,573	21,927	185,326	הלוואות לזמן ארוך לאחר ניכוי חלויות שוטפות
11,302	6,525	1,159	-	מיסים נדחים
22,278	36,472	1,269	1,269	זכויות המיעוט
149,802	170,347	207,884	185,375	הון קרנות ועודפים
<b>428,063</b>	<b>480,009</b>	<b>548,671</b>	<b>706,473</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

\* החברה מיישמת את תקן 16 לפי שיטת השווי המאזני (בניגוד לשיטת השווי ההוגן)

**גידול ב - FFO של החברה הן מפעילות כוללת והן מפעילות מתמשכת**

יחס החוב ל - FFO של החברה מוטה במהלך 2006 ו - 2007 מהפרשי עיתוי בין הנבה של נכסי הנדל"ן של החברה ובין החוב בגינם. הנבה מלאה של שניים מנכסי הנדל"ן המניב אשר הושלמו בסוף שנת 2007 (המרכזים המסחריים בפולין וברומניה) צפויים להוריד את יחס החוב ל - FFO. וזאת לאחר נטרול כשליש מהיקף חובה הנוכחי של החברה היות והוא מושקע בחברת פולאר השקעות, השקעה אשר אינה צפויה להניב תזרים לחברה בטווח הקצר.

**גירון פיתוח ובניה בע"מ : נתונים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.3.2008, אלפי ₪ :**

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.3.2008	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
60,389	35,756	45,690	17,198	הכנסות
19,610	10,482	14,885	8,160	רווח תפעולי
24,487	15,990	19,329	10,238	EBITDA
15,674	10,391	20,074	4,894	הוצאות מימון
14,553	15,184	717	-2,190	רווח נקי
428,063	480,009	548,671	706,473	סך מאזן
223,163	235,183	292,983	485,496	חוב פיננסי
41,855	79,600	45,686	111,518	יתרות נזילות
181,308	155,583	247,297	373,978	חוב פיננסי נטו
391,952	437,348	484,954	650,665	CAP
40%	43%	38%	26%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
57%	54%	60%	75%	חוב ל-CAP
15,235	2,562	8,570	6,145	FFO
14.6	91.8	34.2	19.8	חוב פיננסי ל-FFO
1.6	1.5	1.0	2.1	EBITDA להוצאות מימון
47%	62%	65%	66%	רווח גולמי מהכנסות
24%	42%	2%	-13%	רווח נקי מהכנסות

## שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיה עסקית הכוללת בעיקר אחזקה בנכסים מניבים; מינוף נוכחי סביר תוך תחזית להמשך הגדלת המנוף הפיננסי; רכישת אגרות חוב וחיזוק ההון העצמי; גמישות פיננסית הכוללת נכסים משועבדים ומימון מחדש לפרויקטים אשר הושלמו זה מכבר; במקביל, פעילות החברה בפרויקטים יזמיים במדינות בעלות דרגות סיכון גבוהה – פולין, רומניה וגרוזיה; צפי השלמה של הפרויקטים היזמיים ארוך והחברה נשענת על הכנסותיה מנדל"ן מניב בלבד; תלות במספר שוכרים עיקריים – בחברות הכלולות ובחלק מנכסיה של החברה בארץ; הוצאות מימון גבוהות מעיקות על החברה ומקטינות את רווחיה; השקעה פיננסית, ללא רכישת גרעין השליטה בחברה כלולה ללא כיסוי תזרימי של ההשקעה.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הגדלת המסה והפיזור של הפעילות במדינות יציבות.
- ביסוס והרחבת הפעילות בנכסים מניבים.
- שיפור משמעותי בתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת.

### 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.

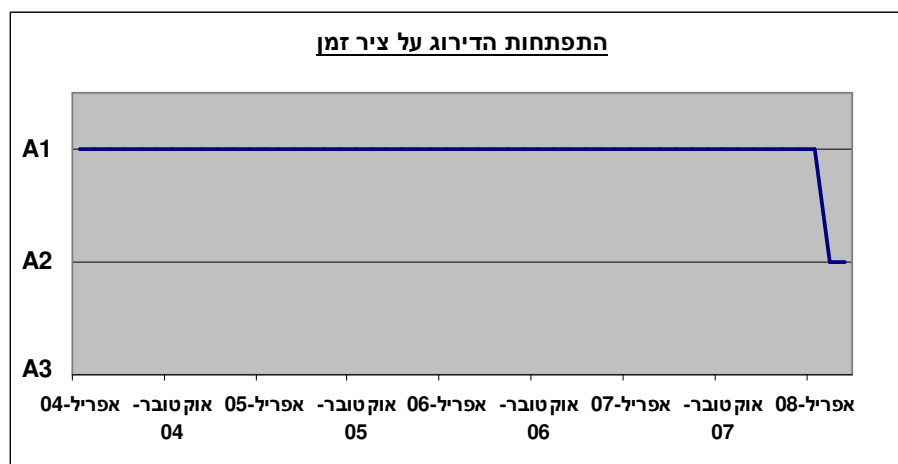
## אודות המנפיק

גירון פיתוח ובנייה בע"מ (להלן: "החברה" או "גירון"), 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 31.12.2007 על כ- 77 אלף מ"ר (חלק החברה) מתוכו כ-58 אלף מ"ר בישראל והיתרה באנגליה סקוטלנד, רומניה ופולין. שיעור התפוסה הממוצע בנכסים, הן בישראל והן בחו"ל, עומד על כ-97%. לחברה עתודות קרקע בישראל, פולין ורומניה המיועדות בעיקר למגורים ולמסחר בשלבי תכנון בלבד.

גירון הינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה בתל אביב. נכון למועד כתיבת הדו"ח מחזיקה חברת דסטיני אחזקות (1993) בע"מ<sup>1</sup> בכ- 80% מהונה של גירון, כ- 7.5% נוספים מוחזקים על ידי חברת לינדלי השקעות ואחזקות בע"מ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> דסטיני הינה חברה פרטית בבעלות ובשליטת מר אבי רויכמן המחזיק ב- 90% מההון המונפק והנפרע של החברה ומר אריה עובדיה המחזיק ב- 10% מהון דסטיני.

<sup>2</sup> לינדלי השקעות הינה חברה פרטית בבעלות ובשליטה מלאות של מר אבי רויכמן.



**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות 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, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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") 2008.

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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.