

גירון פיתוח ובניה בע"מ

A1	סדרה ב'	דירוג Issue
----	---------	-------------

מידרוג מדרגת בדירוג A1 את אגרות החוב מסדרה ב' אשר מונפקות על ידי גירון בהיקף של 100 מיליון ₪. 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 בשיעור שיקבע במכרז ואשר לא תעלה על 5.95% ולא תפחת מ-5.5%, אשר תשולם בתשלומים חצי שנתיים. הדירוג הניתן לאג"ח סדרה ב' 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.

אנליסטים:

אביטל איגנר
אנליסטית

a.ignier@midroog.co.il

פרופיל החברה

גירון פיתוח ובנייה בע"מ, להלן "גירון" או "החברה", 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 וכך השקעות נדל"ן לא מניבים בישראל ובחו"ל.

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

בתחילת שנת 2002 הפכו דסטיני ודוראה לבעלות השליטה בחברה לאחר שנענתה הצעת הרכש שהגישו לרכישת 54% ממניות החברה תמורת 102 מיליון ₪.

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

נתונים פיננסיים עיקריים

FY 2002	FY 2003	אלפי ₪
32,792	69,758	סך הכנסות
32,477	30,076	הכנסות ללא הכנסות ממכירת דירות
66%	65%	% רווח גולמי*
9,597	15,309	רווח נקי
9,582	11,817	רווח נקי בנטרול רווחים ממכירת דירות
77%	54%	הון עצמי לסך נכסים**
8,435	10,421	*FFO
4.7	15.5	חוב פיננסי ל-FFO*
14%	41%	חוב ל-CAP

* לצורך החישובים נטרלו רווחים ממכירת דירות

**לאחר חלוקת דיבידנד בסך 40 מיליון ₪ ועל בסיס נתוני 31.12.03 עומד יחס הון עצמי לסך הנכסים על 49%.

אסטרטגיה עסקית

- התמקדות בהשקעות חדשות בנדל"ן מניב בעיקר בחו"ל ובפרט באנגליה.
- עסקאות שמרניות בהן מושכר מרבית הנכס לשוכר יחיד בעל איכות שוכר טובה, לתקופה ארוכה עם הכנסה ידועה מראש וגובה החשיפה של החברה בנכס אינו עולה על ההון העצמי שהושקע.
- הימנעות מהקמת מנגנוני ניהול נוספים בסמוך לפעילות בחו"ל.
- חבירה לשותפים לצורך ביצוע עסקאות בנכסים בחו"ל.

שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיה עסקית מוגדרת שבבסיסה גלומה רמת סיכון נמוכה יחסית, בסיס טוב של נדל"ן מניב בארץ אשר יכול לשמש כפלטפורמה להשקעות נוספות בארץ ובחו"ל, הנהלה מנוסה אך בחברה הנוכחית ובמבנה הקיים צעירה יחסית, מינוף נוכחי נמוך תוך תחזית להגדלת המנוף הפיננסי.

גורמי סיכון עסקיים

הנהלת החברה הציגה אסטרטגיה עסקית ברורה, שינוי מתוואי זה מהווה גורם סיכון

הנהלת החברה הציגה מדיניות של השקעות נוספות בתחום של נדל"ן מניב בארץ ובמדינות מערביות בחו"ל, אשר אינן מחייבות הקמת מטה ניהולי נוסף ואשר היקף הסיכון יכול להגיע עד לגובה ההון העצמי שהושקע בפרויקט, ובד"כ אינו עולה על 15% מסך ההשקעה. מידרוג מעריכה כי בתרחיש של אפשרויות השקעה מצומצמות מבעבר תיתכן הסטת אסטרטגיה זו לתחומים של ייזום פרויקטים ו/או למדינות יותר מסוכנות בהשוואה לאנגליה (כדוגמת מדינות מזרח אירופה), מבחינה משפטית ומימונית. מידרוג רואה בתרחיש שכזה גורם סיכון.

תלות באיש מפתח עיקרי

לאחר הענות להצעת הרכש אותה הציגו במהלך המחצית הראשונה של שנת 2002 דוראה ודסטיני, מוביל את החברה המנכ"ל מר בצלאל איגר, אשר שימש בעבר כראש סקטור הנדל"ן בבנק לאומי ושימש כמנכ"ל של חברת דלק בלרון בינלאומי. למנכ"ל החברה ניסיון והבנה מרובה בכל הקשור בעסקאות רכישת נדל"ן מניב בכלל ובאנגליה בפרט. פיתוח החברה בעתיד מתבסס על ניסיונו העשיר.

העדר הסכם בין בעלי המניות המחזיקים בנכסים באנגליה באשר לחלוקת עודפי תזרימי המזומנים

רכישת הנכסים באנגליה נעשית באמצעות חברה הרשומה בגיברלטר, אשר באמצעות חברות הרשומות באנגליה ובגיברלטר מחזיקה בנכסים. בחברות הרשומות באנגליה ובגיברלטר מחזיקים מספר בעלי מניות שגירון נמנית עליהן. ברוב המקרים גירון הינה בעלת מניות המיעוט בחברות אלו, ועל כן מידרוג מעריכה כי השפעתה על חלוקת תזרימי המזומנים העודפים מוגבלת. יחד עם זאת נציין כי להבנתנו, למרבית בעלי המניות בחברות המחזיקות בנכסים, אינטרס של חלוקת עודפי התזרים. מידרוג מעריכה כי קיימת רמת סיכון מסוימת נוכח העובדה כי ההסכם באשר לחלוקת העודפים בין השותפים הינו בעל פה.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל על אמנות מס קיימות בין אנגליה לחברות off shore ובין האחרונות לבין ישראל, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים שיתקבל מפעילויות אלו.

חשיפה מטבעית

מקורות המימון של החברה הינם ברובם בשקלים בעוד שהכנסותיה בעתיד מתוכננות לנבוע ממט"ח ובעיקר מליש"ט. החברה אינה מתכוונת ליישם מדיניות הגנה על שינויים בשערי חליפין באופן מלא ולפיכך החשיפה המטבעית עתידה לגבור. בהתאם, התחזקות השקל מול הליש"ט עלולים לשחוק את תזרימי המזומנים אשר נובעים מהשקעותיה באנגליה.

פיזור שוברים מוגבל

בארץ כ-25% מההכנסות נובעים משלושה שוברים. בחו"ל כל נכס מושכר במלואו לשוכר יחיד, עובדה שמגדילה תלות בשוברים. יתר על כן, בעסקת החניונים, כל החניונים מופעלים ע"י מפעיל יחיד (NCP), אשר בתרחיש של התדרדרות שוכר זה יכולה גירון להיפגע.

אין לחברה יכולת מוכחת במימוש נכסים, מצב שוק הנדל"ן המניב באנגליה ומגמת הריבית המוניטרית שם יכולים להקשות על re-finance

החברה צעירה יחסית בפעילויות נדל"ן בחו"ל ועל כן אין יכולת מוכחת במימוש נכסים תוך צבירת רווחי הון. עיקר הדגש כיום מושם על השקעות וטרם בוצעו מהלכים של מימוש נכסים. יתר על כן, מידרוג מעריכה כי בתרחיש של מדיניות מוניטרית מצמצמת באנגליה ייווצר קושי בביצוע re-finance המשמש לצורך החזרת ההון העצמי המושקע בפרוייקטים.

אי עמידה בהתחייבות להגבלת המנוף פיננסי ומדיניות הדיבידנד

הנהלת החברה הצהירה על כוונה להגדיל את המנוף הפיננסי עליו מתבססת הפעילות אולם התחייבה לצורך מתן הדירוג הנוכחי לאג"ח (סדרה ב') שיחס ההון העצמי לסך המאזן לא ירד מ-30% לכל אורך חיי האג"ח (סדרה ב'). לצורך חישוב יחס ההון העצמי לסך מאזן לא יילקחו בחשבון הלוואות המוגדרות כ-non recourse (אשראי ללא זכות חזרה ללווה) של חברות מאוחדות.

החלטת דירקטוריון ממאי 2003 קבעה חלוקת דיבידנד מדי שנה בשיעור של 50% לפחות מהרווח הנקי בשנה שקדמה למועד חלוקת הדיבידנד. החלטה זו נקבעה לשנים 2003-2005. בפברואר 2004 החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסכום של כ-40 מיליון ש"ח אשר מתוכם, כ-10 מיליון ש"ח מקיימים את מבחן הרווח כהגדרת המונח בחוק החברות ויחולקו במרץ 2004. בגין יתרת הסכום של כ-30 מיליון ש"ח אשר אינם מקיימים את מבחן הרווח תגיש החברה בקשה לבית המשפט לאישור חלוקתם. החברה התחייבה כי בגין רווחי שנת 2006 ועד לתום חיי האג"ח לא יחולק דיבידנד לבעלי המניות מעבר לשיעור של 25% מהרווח השנתי הנקי. אי עמידת החברה בשתי התחייבויות אלו עלולה לפגוע בדירוג הסדרה בעתיד.

מניתוח המאזן של החברה ניתן להבחין במגמה של עלייה חדה במינוף החברה אך עדיין נותר היחס נמוך מהמקובל בענף. יחס ההון העצמי לסך המאזן ירד מרמה של כמעט 100% ב-31 לדצמבר 2001 לרמה של כ-54% ב-31 לדצמבר 2003. יחס החוב ל-CAP עלה מרמה של 2% ב-31 לדצמבר 2001 לרמה של כ-40% ב-31 לדצמבר 2003. תחת הנחה של גיוס 100 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד בסך של 40 מיליון ש"ח יעמוד יחס הון עצמי לסך המאזן על 38% לעומת 49% ערב ההנפקה ולאחר חלוקת דיבידנד של 40 מיליון ש"ח ועומת 54% ערב ההנפקה וערב חלוקת דיבידנד בסך של 40 מיליון ש"ח.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- מימוש רווחים תוך ניצול הזדמנויות עסקיות ואפשרויות להשבחת נכסים קיימים תוך השגת רווחיות טובה.
- הגדלת המסה והפיזור של נכסים בהתאם לעקרונות האסטרטגיה העסקית שהוצגו בפנינו.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידת החברה בתנאים לפיהם ניתן דירוג החברה.
- הרחבת השקעות למדינות המדורגות ברמת סיכון בינונית ומטה כדוגמת חלק ממדינות מזרח אירופה.
- שינויים באמנות למניעת כפל מס בין אנגליה לבין חברות off-shore ובין האחרונות לבין ישראל.
- העלאה מהותית של משקל הפעילות בתחום ייזום בניה על חשבון החזקת נדל"ן מניב.
- עזיבת אנשי מפתח.

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 בהשקעות בנדל"ן לא מניבים בישראל ובחו"ל. החברה הוקמה ב-1981 והפכה לחברה ציבורית החל מדצמבר 2000. בתחילת שנת 2002 פורסמו מספר הצעות רכש למניות החברה. הצעת דסטיני ודוראה נענתה מאחר שניתנו לה הודעות קיבול בשיעור שהיווה את שיעור ההענות המזערי שנקבע בה. בהתאם לכך, ביום 15.4.2002 הפכו דסטיני ודוראה לבעלות השליטה בחברה לאחר שרכשו כל אחת מניות המהוות כ-27.09% מהון החברה ומזכויות ההצבעה בה (כ-50% בדילול מלא). בתמורה שולם סך של 102 מיליון ₪.

תחום הפעילות העיקרי הוא תחום ההשכרה התורם כ-75% מהכנסות החברה.

החברה פועלת בארבעה תחומים: תחום ההשכרה, תחום הייזום הנכסים, תחום הניהול והאחזקה ותחום ההשקעות בנדל"ן. פעילות ההשכרה תורם כ-75% מההכנסות בחברה ותחום הניהול והאחזקה תורם כ-25% מהכנסות החברה.

התפלגות הכנסות החברה לפי תחומי פעילות:

אלפי ₪	FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003
תחום ההשכרה	22,031	23,403	23,963	22,308
תחום הניהול והאחזקה	8,562	8,963	8,514	7,768
תחום הייזום	-	-	-	39,682
אחר	-	144	314	-
סה"כ	30,699	32,623	32,905	69,758
% מהכנסות ללא ייזום ואחר	FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003
תחום ההשכרה	72%	72%	74%	74%
תחום הניהול והאחזקה	28%	28%	26%	26%
סה"כ	100%	100%	100%	100%

1. תחום ההשכרה

מרבית המבנים המושכרים ממוקמים בישראל. מתוך הנכסים המושכרים בישראל מרביתם ממוקמים בראשון לציון והשאר מפוזרים ברחבי המדינה.

החברה פועלת בתחום השכרת נכסים בישראל ובאנגליה, במישרין ובאמצעות חברות בנות. סה"כ השטח המושכר של החברה הוא 64.4 אלף מ"ר, מתוכם 56.5 אלף מ"ר בישראל. בנוסף, לחברה בעלות של 8% בחברה אנגלית אשר מחזיקה בכ-140 חניונים הכוללים כ-50 אלף מקומות חנייה ואשר מופעלים ע"י חברת NCP, שהינה המפעיל הגדול בבריטניה של חניונים (מפעילה כ-550 חניונים ברחבי בריטניה).

נכסי החברה בתחום ההשכרה

עלות מופחתת בספרים ל-31.12.03	שטח בנוי במ"ר שבבעלות הקבוצה					שימוש עיקרי בנכס	שם הנכס	מיקום הנכס
	אלפי ש"ח	סה"כ	אחר	תעשייה	משרדים			
36,017	4,650			1,050	3,600	קניון	קניון אשקלון	אשקלון
27,843	6,100		6,100			מסחרי, תעשייה קלה ואחסנה	גירון 2000	ראשון לציון
4,989	960			920	40	משרדים ומסחר	דיסקאונט סנטר	ראשון לציון
6,698	1,074				1,074	מסחר	מרכז שומרון	אריאל
20,755	6,500		4,900	1,600		תעשיות עתירות ידע ומשרדים	הי טק 1	ראשון לציון
19,358	5,200		4,500	700		תעשיות עתירות ידע ומשרדים	הי טק 2	ראשון לציון
15,726	4,000	4,000				מרכז רפואי	הי טק 3	ראשון לציון
29,596	3,300			2,000	1,300	מרכז קניות ומשרדים	מרכז גירון	רעננה
3,142	1,058		1,058			תעשייה קלה	קרית אריה	פתח תקווה
9,559	15,000		15,000			תעשייה קלה ומלאכה	בית גירון	ראשון לציון
28,923	8,695		7,575	1,120		מרכז לוגיסטי של חברת עלית	עלית	עכו
*	4,375			4,375		משרדים	Mitre House	אנגליה (לונדון)
**	3,550			3,550		משרדים	Stonecutter Court	אנגליה (לונדון)
202,606	56,537			7,390				סה"כ ישראל
-	7,925			7,925				סה"כ אנגליה
-	64,462	4,000	39,555	15,315	4,614			סה"כ

* מוצג בספרי החברה כהשקעה בחברה כלולה בסך של כ-15.8 מיליון ₪
 ** מוצג בספרי החברה כהשקעה בחברה כלולה בסך של כ-14.4 מיליון ₪

1.1 פעילות החברה בתחום ההשכרה בישראל

החברה משכירה נכסים בעיקר בתחום התעשייה והאחסון ומרביתם ממוקמים בראשון לציון.

כ-70% מסך השטחים המושכרים בישראל הם שטחי תעשייה ואחסון. כל השטחים המושכרים באנגליה הם שטחי משרדים, למעט אלה שנרכשו בעסקה האחרונה שהם כ-140 חנוונים כאמור לעיל.

התפלגות שטחי ההשכרה בישראל לפי סוג שטח

מ"ר	% מסה"כ הנכסים בישראל
6,014	11%
7,390	13%
39,133	69%
4,000	7%
56,537	100%

מרבית השטחים המושכרים בישראל ממוקמים בראשון לציון והשכירות בגינם מהווה כ- 50% מההכנסות בתחום ההשכרה בישראל. כ-19% מההכנסות מתקבלות מהנכס באשקלון, כ-13% מהמרכז הלוגיסטי של עלית בעכו וכ-11% מהנכס ברעננה.

הכנסות מהנכסים בישראל

% מסך ההכנסות בישראל		דמי שכירות (אלפי ₪)		שם הנכס	מיקום הנכס
2002	2003	2002	2003		
20.2%	18.8%	4,677	4,146	קניון אשקלון	אשקלון
10.1%	8.4%	2,351	1,847	גירון 2000	ראשון לציון
2.4%	1.4%	549	318	דיסקאונט סנטר	ראשון לציון
3.1%	3.1%	720	675	מרכז שומרון	אריאל
10.3%	9.0%	2,385	1,995	הי טק 1	ראשון לציון
7.7%	8.4%	1,785	1,849	הי טק 2	ראשון לציון
10.2%	6.8%	2,376	1,498	הי טק 3	ראשון לציון
12.9%	11.1%	2,982	2,462	מרכז גירון	רעננה
1.6%	1.5%	382	336	קרית אריה	פתח תקווה
18.5%	15.1%	4,289	3,331	בית גירון	ראשון לציון
0.0%	12.6%		2,789	עלית	עכו
3.1%	3.9%	708	866		חניונים בישראל
100.0%	100.0%	23,204	22,112	סך ההכנסות משכירות בישראל	

הנכסים העיקריים בישראל כוללים:

- פארק גירון בראשון לציון המורכב מקומפלקס של שלושה בנייני משרדים (היי-טק 1, היי-טק 2 והיי-טק 3), אשר הכנסתם יחד מהווה כ-25% מסך ההכנסות מהשכרה בישראל. בניין היי-טק 3 מושכר לשוכר יחיד – אמריקן מדיקל סנטר. הבניינים היי-טק 1-2 הם בנייני תעשייה ומשרדים המושכרים לכ-15 שוכרים בתחומי תעשייה שונים.
- בית גירון ומבנה גירון 2000 בראש"צ הם בנייני תעשייה קלה, מלאכה ואחסנה אשר מושכרים לכ-110 שוכרים שונים. ההכנסות ממבנים אלו מהווה כ-24% מסך ההכנסות מהשכרה בישראל.
- הקניון באשקלון מורכב משתי קומות של חנויות המהוות כשני שלישים מסך שטח הקניון ומקומות משרדים המהוות כשליש מסך שטח הקניון. ההכנסות מנכס זה מהוות כ-19% מסך ההכנסות מהשכרה בישראל. שטח הנכס מתפלג בין כ-50 שוכרים שונים. לאחרונה רכשה החברה את חלקה של השופרסל בנכס (כ-1,400 מ"ר) ומבצעת שיפוץ לשם השכרת הנכסים לחנויות קטנות יותר. בנוסף, נבדקת אפשרות לבנות על בסיס המבנה הקיים קומת חנויות נוספת בשטח של כ-1,400 מ"ר נוספים.
- מרכז גירון ברעננה הוא מרכז קניות ומשרדים (כשליש ושני שלישים מהשטח בהתאמה). ההכנסות ממבנה זה מהוות כ-11% מהכנסות החברה משכירות בישראל. שטח הנכס מתפלג בין כ-60 שוכרים שונים.
- פרויקט עלית בעכו הוא המרכז הלוגיסטי של חברת עלית בצפון. ההכנסות מנכס זה מהוות כ-13% מהכנסות החברה משכירות בישראל.

שיעור התפוסה בנכסים ירד בשנים האחרונות אך עדיין מעל 90% וגבוה מהממוצע בענף

בשלוש השנים האחרונות ניכרת ירידה בתפוסת הנכסים בישראל מתפוסה של 97% בסוף שנת 2001 לשיעור של 92% בסוף שנת 2003. מידרוג מעריכה כי ירידה זו הינה תוצאה של המיתון הכלכלי המתמשך במשק. ירידה חדה יחסית נרשמה בנכסים הממוקמים בראשלי"צ ובמרכז גירון ברעננה.

מידרוג מעריכה כי קיימת תלות מסוימת בשוכרים עיקריים: כ-25% מסך ההכנסות מהשכרת מבנים בישראל מתקבלים מ-3 שוכרים בודדים. פיזור השוכרים ביתר הנכסים הוא גבוה, כ-260 שוכרים שונים.

מתוך הנכסים המושכרים ישנם מספר שוכרים משמעותיים, אשר דמי השכירות אותם כל אחד מהם משלם מהווים 5% ומעלה מכלל דמי השכירות של הקבוצה. בין שוכרים אלו נמנית עלית, אשר שוכרת מבנה שלם בעכו בו הקימה מרכז הפצה אזורי, סופר פארם השוכרת חנות בקניון באשקלון וחברת אי.אם.סי אמריקן מדיקל השוכרת מבנה שלם בראשלי"צ. בנובמבר 2002, נכנסה חברת אי.אם.סי. אמריקן מדיקל להליכי פירוק, מונה לה מפרק זמני בעקבות נתינת שיקים שלא כובדו, ונצבר לה חוב של כ-1 מיליון ₪ בגין תשלומי שכירות לגירון. מיום שמונה נאמן, חזרה אי.אם.סי אמריקן מדיקל לשלם באופן שוטף את תשלומי השכירות.

מאפייני חוזי השכירות בין גירון לבין השוכרים בישראל:

מחירי השכירות בין גירון לבין שוכריה נקבעים במו"מ בינה לבין שוכריה ותקופות השכירות נעות בין 1-10 שנים. הסכמי השכירות דומים במהותם וכוללים את התנאים העיקריים הבאים:

1. דמי שכירות נקובים בש"ח וצמודי מט"ח (לרוב דולר) ומתעדכנים כלפי מעלה בלבד ביחס לשער הבסיס כל תקופה קבועה (הנקבעת בחוזה השכירות).
2. דמי השכירות משולמים מראש בתשלומים מדי תקופות הנקבעות בהסכם השכירות. כנגד דמי השכירות מעמידות השוכרות בטוחות (שיקים החופפים לפרעון דמי השכירות, ערבות בנקאית עצמאית, שטרי חוב וכו').
3. תקופות השכירות נקבעות בכל חוזה שכירות בנפרד (לרוב בין שלוש לחמש שנים). לשוכרים על פי רוב ניתנת אופציה להאריך את השכירות.
4. גירון מתחייבת להעמיד למרבית הנכסים שירותי אחזקה תמורת דמי אחזקה.

1.2 פעילות החברה בתחום ההשכרה באנגליה

דגש על חוזים שמרניים ושיתופי פעולה עם גופים אחרים. עסקת החניונים תורמת לפיזור הנכסים בענפי פעילות שונים, אך מידרוג מעריכה כי העסקה הגדילה את התלות בשוכר בודד.

הפעילות באנגליה מרוכזת תחת חברת Meniver Holdings הרשומה בגיברלטר. הפעילות נעשית על בסיס אחזקה ביחד עם אחרים בחברות הרשומות באנגליה או בגיברלטר תוך העמדת הלוואות בעלים אשר משמשות כהון העצמי בעסקאות רכישת הנכסים. מרבית המימון מועמד ע"י הלוואות מבנקים אשר מממנות בדרך כלל 85%-90% מההשקעה בנכס. מרבית ההלוואה הינה בריבית קבועה ולטווח ארוך תוך התאמה למשך חוזה השכירות והתאמה לתקבולי השכירות השנתיים. הנכס משמש כבטחון היחידי להלוואה וההלוואה היא non-recourse (אשראי ללא זכות חזרה ללווה). בין השותפים קיים הסכם בע"פ לחלוקת עודפי תזרים המזומנים מהשקעות אלו על פי חלקם בהשקעה.

פירוט הנכסים באנגליה

נכס	מיקום	סוג שכירות	שם שוכר	תקופת סיום החוזה	% אחזקה של גירון בנכס	שטח במ"ר שבידי גירון	הכנסות מוערכות מהנכס לשנה לחברה (מיליוני £)
Mitre House	לונדון	משרדים	CMS Cammron Makenna	2015	25%	4,375	15.5
Stonecutter Court	לונדון	משרים	Deloitte & Touche שוכר 91% מהנכס	2019	25%	3,550	12.3
שטחי חניונים	בריטניה	חניונים	NCP (National Car Parks)	חוזה ל-34 שנה	8%	כ-4 אלף מקומות חנייה	27

• ה-Mitre House הוא בניין משרדים הממוקם במרכז לונדון ומושכר כולו למשרד עורכי הדין Cammron Makenna, שהינו אחד ממשרדי עורכי הדין הגדולים באנגליה. הנכס נרכש ע"י חברת Roundwood באוקטובר 2002 (בסכום של כ-95 מיליון ליש"ט) כשהוא מושכר לתקופה של 25 שנים משנת 1990. גירון מחזיקה 25% בחברת Roundwood כאשר היתרה מוחזקת על ידי דלק בלרון בינלאומי (25%), משקיעים מקומיים וחברה פרטית נוספת.

חוזה השכירות הוא מסוג FRI Full Repair & Insurance. עם התנאים המהותיים הבאים:

1. סוג החוזה הוא FRI ובו התחייבות של השוכר לביצוע תיקונים ושיפורים בנכס כך שבמשך תקופת השכירות אין למשכיר כמעט כל הוצאות בגין הנכס. השוכר אף נושא בהוצאות בגין ביטוח הנכס.
2. דמי השכירות מעודכנים מידי תקופות קבועות בהסכם השכירות. עדכון דמי השכירות מתבצע כלפי מעלה בלבד והוא יהיה הגבוה מבין (א) 7.9 מיליון ליש"ט לשנה (ב) דמי שכירות ראויים בשוק החופשי בעת העדכון. מועדי העדכון נקבעו לשנים 2005 ו-2010.
3. דמי השכירות השנתיים משולמים בארבעה תשלומים רבעוניים שווים (בדומה לתשלומי הריבית והקרן שמשלמת Roundwood).
4. השוכר מתחייב לשמור על הנכס במצב נאות ולבצע בו תיקונים ושיפורים על חשבונו במשך תקופת השכירות. השוכר אינו יכול לבצע שינויים בנכס ללא קבלת הסכמת המשכירות לשינויים.
5. השוכר מתחייב לשלם את כל המיסים הקשורים ו/או החלים על הנכס (גז, חשמל, מים, טלפון ודמי אחזקה).
6. השוכר אינו יכול להעביר כל או חלק מן הנכס לצד אחר ללא קבלת הסכמה מהמשכירות (מראש ובכתב).
7. חלק מהשותפים בשוכר התחייבו לשפות את המשכירות במקרה של הפרת הסכם השכירות על ידי השוכר.
8. כל אי הסכמה בקשר להסכם השכירות תוכרע בידי בית המשפט באנגליה בהתאם לדין האנגלי.
9. לא נקבעה אופציה להארכת השכירות בנכס.

• חברת Romesfield רכשה במאי 2003 (תמורת 88.8 מיליון ליש"ט) את זכויות החכירה במקרקעין עליו בנויים שלושה בנייני משרדים. הבניין המרכזי בנכס (בגודל 13,000 מ"ר המהווה 91% משטח הנכס) מושכר כולו למשרד רואי החשבון Deloitte & Touche, שהינו אחד מפירמות ראיית החשבון הגדולות בעולם. תקופת הסכם השכירות היא עד שנת 2019. דמי השכירות בגין הנכס הוא כ-6.44 מיליון ליש"ט מתוכם כ-6.04 מיליון ליש"ט משולמים ע"י Deloitte & Touche. גירון מחזיקה בפרויקט זה 25%, כאשר יתרת הפרויקט מוחזק ע"י דלק בלרון בינלאומי (40%) ומשקיעים מקומיים. תנאי החוזה בהסכם זה דומים לאלו של חוזה ה-Mitre House, למעט:

1. דמי השכירות מעודכנים מדי תקופות קבועות בהסכם השכירות. שיעור עדכון דמי השכירות יתבצע כלפי מעלה בלבד כך דמי השכירות נטו לאחר העדכון לא יהיו נמוכים מכ-6.04 מיליון ליש"ט תחת הנחות מסוימות המפורטות בהסכם השכירות. מועדי העדכון של השכירות יתבצעו ב-2005, 2010 וב-2015.

2. השותפים ב-Deloitte & Touche נושאים ביחד ולחוד באחריות לקיומו של חוזה השכירות.

- פרויקט החניונים NCP – בספטמבר 2003 רכשו קבוצת משקיעים הכוללת את גירון באחזקה של כ-8%, ודלק בלרון בינלאומי בהיקף של כ-40%, את מניותיה של חברה זרה אשר בבעלותה 138 חניונים ברחבי בריטניה המכילים כ-50 אלף מקומות חניה. תמורת העסקה שולם סך של 609 מיליון ליש"ט, מזה 543 מיליון ליש"ט חוב מסוג non-recourse. חלקה של גירון בהשקעה זו הוא כ-40 מיליון ₪. כל החניונים מושכרים בהסכם לטווח ארוך להפעלת החניונים לחברת (NCP) National Car Parks. NCP היא חברה פרטית להפעלת חניונים הגדולה ביותר בבריטניה, אשר מפעילה כ-550 חניונים ברחבי המדינה ונמצאת תחת שליטת קרן ההון סיכון האירופית Cinven. ההסכם עם NCP נקבע ל-34 שנה אשר במהלכם תשלם NCP דמי שכירות בגובה של כ-40 מיליון ליש"ט לשנה עם עדכון כל תקופה. החניונים מפוזרים ברחבי בריטניה וממוקמים במרכזי הערים או בסמוך אליהם.

2. תחום הייזום

הקבוצה פועלת בתחום של ייזום פרויקטים בנדל"ן בשלושה אתרים הממוקמים בישראל, רומניה ואנגליה:

- פרויקט דורה, אנגליה – פרויקט מגורים אשר נבנה באמצעות חברת New Elvet Development (50% בבעלות גירון). עלות הבניה הכוללת ועלות המקרקעין הסתכמו בכ-5 מיליון ליש"ט ו-1.67 מיליון ליש"ט בהתאמה. עד לדצמבר 2003 נחתמו הסכמים למכירת 33 דירות מתוך סך 36 יחידות הדור. מרבית הרווח בגין הפרויקט בכבר נרשם בשנת 2003 והסתכם בכ-5.8 מיליון ₪ ברוטו. לצורך מימון הפרויקט נטלה חברת New Elvet ליווי פיננסי מבנק בריטי שהסתכם נכון לדצמבר 2003 בסך כולל של כ-2.5 מיליון ליש"ט, ושעבדה לטובתו את המקרקעין של הפרויקט.
- פרויקט Garrun ברומניה – חברת Magnolia Investment BV רכשה 50% מהון המניות של Garrun. Garrun רכשה בספטמבר 2001 מקרקעין בסך של 450 אלף דולר. חלקה של Magnolia ברכישה ופיתוח של המקרקעין הסתכמו בכ-3 מיליון ₪. בכוונתה של Garrun לבנות על המקרקעין שרכשה מרכז מסחרי בן קומה אחת (power center). נכון להיום החלו עבודות הבניה בפרויקט זה (הסתיימו כ-60% מעבודות השלד) אך לא נזקפו בגינו הכנסות.
- מגרש 18 באשקלון – במאי 2002 נחתם הסכם בין גירון לבין קופת חולים מאוחדת לפיו תרכוש קופ"ח מאוחדת מהחברה שלוש קומות משרדים בבניין וכן שטח נוסף בקומת הקרקע המסחרית. סך השטח שנרכש הוא כ-2,000 מ"ר (מתוך 2,800 מ"ר). תמורת הממכר נקבעה בסך של 4 מיליון דולר ומתוכם שילמה קופ"ח מאוחדת סך של 2 מיליון דולר.

3. תחום הניהול והאחזקה

הקבוצה מנהלת ומתחזקת את הנכסים שבבעלותה ושטחים נוספים בנכסים אשר מרביתם בבעלותה בישראל בלבד.

סה"כ הכנסות הקבוצה מניהול ואחזקה מסתכמות בכ-25% מסך הכנסותיה. שיעור הרווח הגולמי משירותים אלו הסתכם בכ-15% בשנת 2003.

2000	2001	2002	2003	
7,597	8,299	7,926	7,213	הכנסות מדמי אחזקה
965	664	588	555	הכנסות מדמי ניהול
8,562	8,963	8,514	7,768	סה"כ הכנסות מניהול ואחזקה
6,591	7,295	7,322	6,616	עלות השירותים
1,997	1,686	1,209	1,152	רווח גולמי
23%	19%	14%	15%	שיעור הרווח הגולמי

השטחים המתוחזקים ע"י החברה מסתכמים ב-68,995 מ"ר. מזה מנוהל עבור אחרים שטח של 7,437 מ"ר. במסגרת הסכמי השכירות של הקבוצה עם שוכריה, נקבע כי גירון אחזקות תעמיד לנכסים אלו שירותי אחזקה שונים. הכנסות גירון אחזקות מאחזקה מתקבלות בשיטת ה-Cost +15% (הוצאות +15%). בנוסף, מתחזקת גירון שטחים עבור אחרים. בגין ניהול שטח עבור אחרים זכאית גירון נדל"ן לדמי ניהול בשיעור של 10%-12.5% מדמי השכירות המתקבלים בפועל בגין הנכסים.

4. תחום ההשקעות בנדל"ן

לחברה במישרין ובעקיפין, מספר השקעות בנדל"ן לא מניב בישראל ובחו"ל באמצעות שתי חברות זרות:

1. IIC בה מחזיקה החברה באמצעות גירון שכירות בכ-15.35% מהון המניות ומזכויות ההצבעה. (הערך בספרים ליום 31 בדצמבר 2003 הוא 10.7 מיליון ₪). החברה עוסקת באמצעות חברה נכדה ישראלית בפרויקט לבניית 132 יחידות דיור בתל מונד. 90% מיחידות הדיור נמכרו.
2. IIC Global – בה מחזיקה החברה ב-12.5% מהון המניות ומזכויות ההצבעה, ביתרת המניות של IIC Global מחזיקה IIC. (הערך בספרים ליום 31 לדצמבר 2003 הוא כ-5.6 מיליון ₪). החברה עוסקת באמצעות חברת בת פולנית בהקמת פרויקט מסחרי באורסוס (סמוך לורשה) על קרקע של כ-160 דונם. נמכר לצד שלישי חלק מהקרקע על מנת שיבנה עליה חנות "עשה זאת בעצמך" בשטח של כ-20,000 מ"ר.

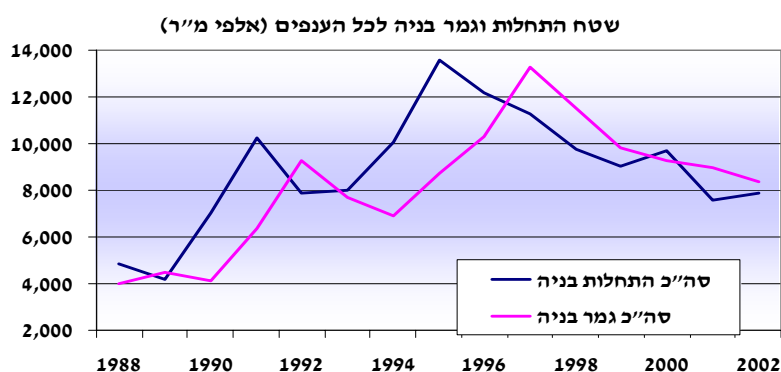
ענף הנדל"ן בישראל

ענף הבניה של נדל"ן לתעשייה, מלאכה ומשרדים אופיין בשנים האחרונות בעודפי היצע, ירידה בביקושים, ירידה בהשקעות המקומיות ועליה במינוף החברות, ירידת מחירי השכירות וכן ירידת מחירי הנכסים.

ענף הנדל"ן כללי

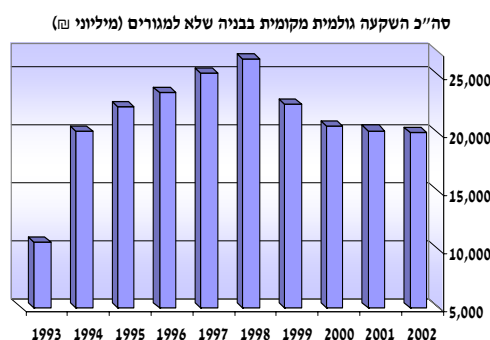
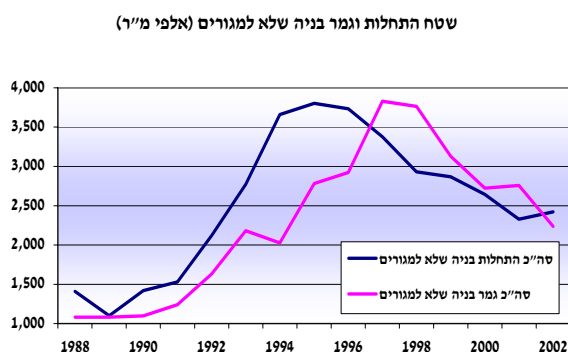
ענף הנדל"ן בישראל מאופיין במחזוריות עסקים ומצוי בהאטה מאז המחצית השנייה של שנות ה-90. עם הסיבות לירידת הפעילות בענף הבניה נמנים המיתון כלכלי המתמשך, ירידה בביקושים (הנובעת גם מירידה בהיקף העלייה מחבר העמים), אי היציבות הבטחונית, מצוקת אשראי ומחסור בעובדים. במחצית הראשונה של שנת 2003 ירד היקף ההשקעות בבניה לשפל של כ-8.2 אחוזי תוצר בלבד לעומת שיא של כ-14% בשנת 1996.

מניתוח אינדיקטור שטחי התחלות הבניה של בניה למגורים ובניה שאינה למגורים ניתן להבחין במגמת הירידה המתמדת בו נמצא הענף. בין שנת 1995 לשנת 2002 ירד שטח התחלות הבניה בכ-42% ובקצב שנתי של כ-8%.



ענף הנדל"ן שלא למגורים

מאז שנת 1995 נרשמה ירידה בשטח התחלות בניה לשימושים שאינם מגורים על רקע ירידה בשיעורי התפוסה של מבנים קיימים, ירידת מחירי המכירה ומחירי השכירות. ניתוח האינדיקטורים של תת ענף זה מראה כי שטחי התחלות הבניה ירדו בשיעור של 36% בהשוואת שנת 2002 לשיא שנרשם בשנת 1995. ההשקעה הגולמית המקומית בבניה שלא למגורים רשמה ירידה של 24% בהשוואת שנת 2002 לשיא שנרשם בשנת 1998 והסתכמה ברמה של כ-20 מיליארד ₪¹ בשנה.

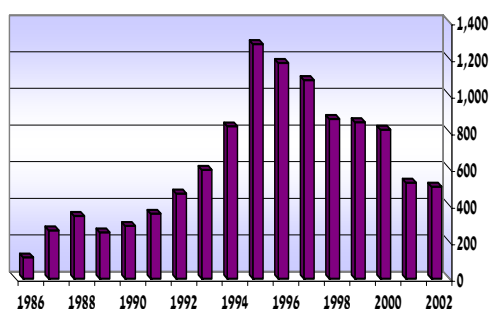


¹ בשקלים של שנת 2000

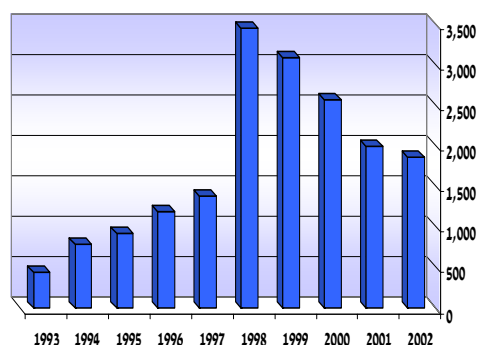
ענף הנדליין שלא למגורים נחלק לשני תתי ענפים – תת ענף המשרדים, הארחה והעסקים ותת ענף המלאכה והתעשייה. שני תתי ענפים אלו נפגעו בשנים האחרונות מירידת הביקושים, ירידת מחירים והתאמת היצע לביקושים הבאה לידי ביטוי בירידה בשטח התחלות הבניה ובהיקפי ההשקעה אם כי לא בעוצמה שווה.

תת ענף המשרדים, הארחה והעסקים, רשם ירידה חדה במיוחד בשטח התחלות הבניה של כ-60% בהשוואת שנת 2002 לשנת 1995 ובקצב שנתי של כ-12%. בשנים 1998-2000 היקפי הפעילות בתת ענף זה הגיעו לשיא על רקע ביקושים גבוהים לשטחי משרדים נוכח תחזיות לקצבי צמיחה גבוהים של תעשיית האלקטרוניקה, התקשורת וההיי-טק בישראל. תחזיות אלו התממשו באופן חלקי בלבד ויצרו עודפי היצע. כתוצאה מכך, נרשמה ירידה חדה במחירי השכירות ומעבר חברות ממבנים ישנים יחסית למבנים חדשים וחדשניים בחלקם tailor made.

שטח התחלות בנייה שלא למגורים: משרדים, הארחה ועסקים (אלפי מ"ר)

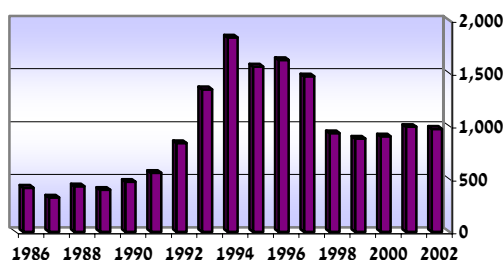


השקעה גולמית מקומית בבניה של עסקים ומשרדים (מיליוני ₪)

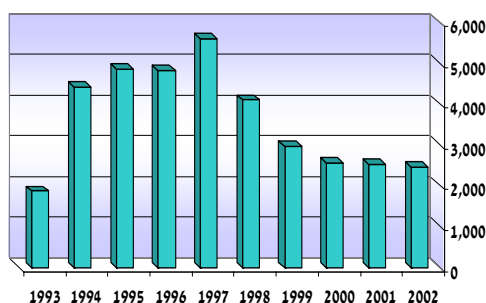


ירידת מדרגה בשטח התחלות בניה לשימושים של תעשייה ומלאכה נרשמה בשנת 1998. שטחי התחלות הבניה ירד בשנים 1998-2002 בכ-40% ביחס לרמה הגבוהה בשנים 1994-1997. ההשקעה הגולמית בבניה לשימושים של תעשייה ומלאכה ירדה בכ-45% בשנים 1999-2002 ביחס לרמה הגבוהה בשנים 1994-1998. ירידה זו משקפת להערכתנו את התאמת היצע הבניה לרמת הפעילות הנמוכה במשק בתחומים אלו בשנים האחרונות.

שטח התחלות בנייה שלא למגורים: תעשייה ומלאכה (אלפי מ"ר)

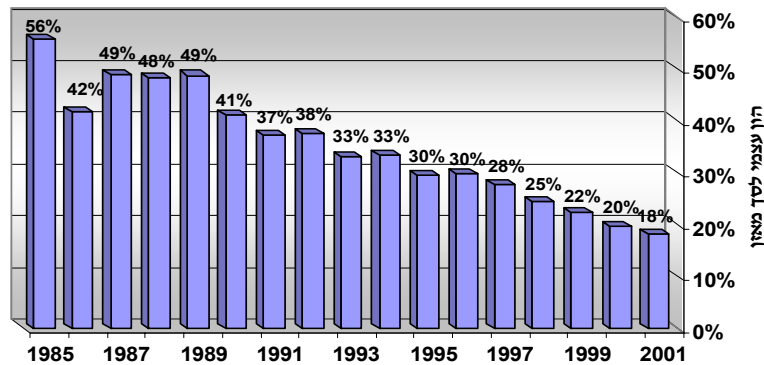


השקעה גולמית מקומית בבניה של תעשייה ומלאכה (מיליוני ₪)



המגמה הכללית של חברות הנדליין הציבוריות מצביעות על ירידה ביחס בין ההון העצמי לסך המאזן, קרי, עליה במינוף הפיננסי. מידרוג מעריכה כי מגמה זו נובעת בחלקה מאסטרטגיה של שימוש במנוף פיננסי גבוה יותר מזה שהיה מקובל בשנות ה-80. בשנים האחרונות יחס ההון העצמי לסך המאזן מושפע גם מירידה ברווחיות של חברות הנדליין אשר מקשה על שיפור ההון העצמי.

הון עצמי לסך מאזן של חברות הנדל"ן הציבוריות



מקור: עיבודי מידרוג

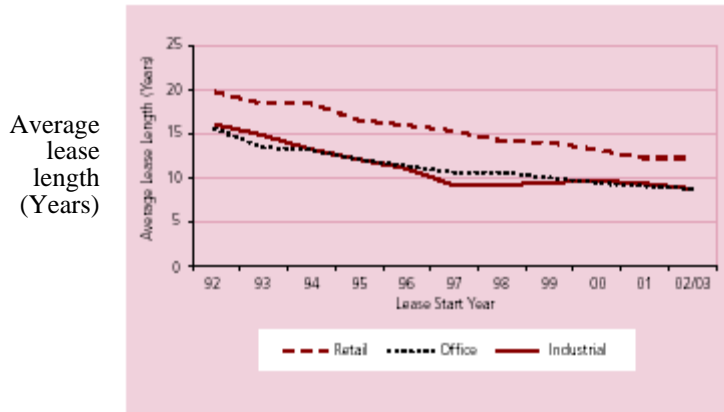
התחזיות למגזר הנדל"ן שלא למגורים בישראל אינן חד משמעיות. רובן קושרות את המגמה למחזוריות הכלכלית במשק המצוי במגמת שיפור. אינדיקציות ראשוניות ממספר חברות הפעולות בתחום של השכרת נכסים מדברות על התאוששות מסוימת במגזר זה בשנת 2004 וצפי לשיפור נוסף בשנת 2005.

ענף הנדל"ן בבריטניה

ענף הנדל"ן המניב (שלא למגורים) בבריטניה מושפע מארבעה גורמים:

1. המצב המקרו כלכלי – הענף מושפע ממחזורי עסקים. השנים האחרונות התאפיינו בפגיעה קשה בשנת 2001 בכל ענפי המשק והתאוששות מסוימת בשנה האחרונה. ניתן להבחין בפגיעה בעיקר בתחום השירותים הפיננסיים והעסקיים אותם משרת בעיקר ענף משנה המשרדים.
2. היצע הנדל"ן בשוק – בעקבות הצמיחה שאפיינה את סוף העשור שעבר החלו מיזמי בנייה רבים בכל ענפי המשנה. כמו-כן, בשל המצב הכלכלי המדורדר בשנים האחרונות, נאלצו חברות רבות לחפש שוכרי משנה ובכך הגדילו אף יותר את ההיצע בענף. התחזית היא להתייצבות סך השטחים הפנויים בענף בשנת 2004.
3. מבנה ההשקעה בנדל"ן - ההשקעה בנדל"ן מניב בבריטניה הוכיחה עצמה כהשקעה יציבה לאורך זמן, יחסית לאפיקי השקעה אחרים, עם מחזור הכנסות יציב לאורך השנים. אחת הסיבות ליציבות זו, היא מבנה הסכמי השכירות, הנחתמים לזמן ארוך (20-15 שנה) עם מנגנון העלאת דמי השכירות בלבד. עם זאת, קיימת מגמה לעבור לחוזים גמישים יותר וקצרי טווח.

Average Lease Lengths by Sector



Source: IFD

4. **המשקיעים בענף** - בשל מבנה הענף, זורם הון לענף ממשקיעים מוסדיים וממשקיעי חו"ל (44%-14% מסך ההשקעות בהתאמה). היקף השקעתם של המשקיעים הזרים בשנת 2002 הגיע לסך של כ-6.6 מיליארד ליש"ט כשמחצית ההשקעה היא במשרדים. המעורבות של משקיעים מוסדיים לטווח ארוך, יצר שוק להשקעה בחברות נדל"ן, המבודד במידת מה מההשפעות קצרות הטווח של הענף עצמו. כך, לדוגמא, המשיכו עסקאות רכישה של חברות נדל"ן תוך כניסתו של הון מחו"ל גם בשנתיים האחרונות – על אף הירידה במחירי השכירות. עם זאת, חלק מהסיבות המרכזיות לעניין של משקיעים מוסדיים וזרים בנדל"ן מניב בבריטניה בשנים האחרונות עשוי להשתנות:

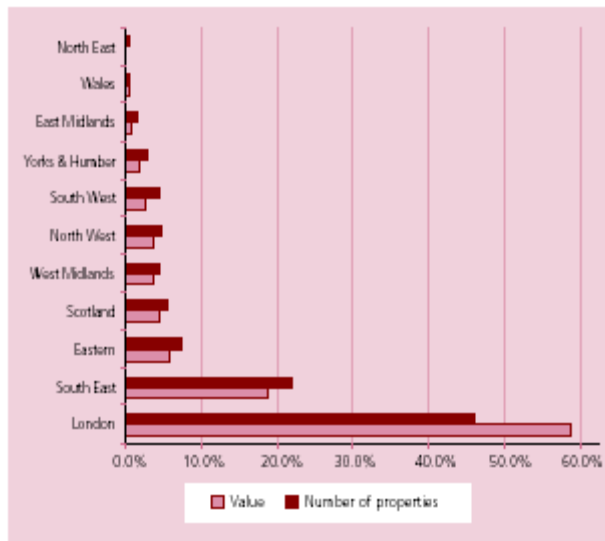
- הריבית הנמוכה שמשכה משקיעים לבצע עסקאות ממונפות מתחילה לעלות בבריטניה.
- המשקיעים הגרמניים, שהיוו שחקן חשוב בענף, מתעניינים בהשקעות אחרות, לדוגמא בסקנדינביה.
- התעוררות שוק המניות, יש להניח כי השקעות יועתקו לאפיק זה.
- קיצור תקופת הסכמי הנדל"ן כאמור לעיל, עלול לפגוע בהגנה על המשקיע מפני שינויים תקופתיים במחירי הנדל"ן.

מחירי שכירות של משרדים באנגליה

הנדל"ן המניב (שלא למגורים) באנגליה מרוכז ברובו בלונדון ובדרום מזרח אנגליה. הריכוז משמעותי במיוחד בתחום המשרדים.

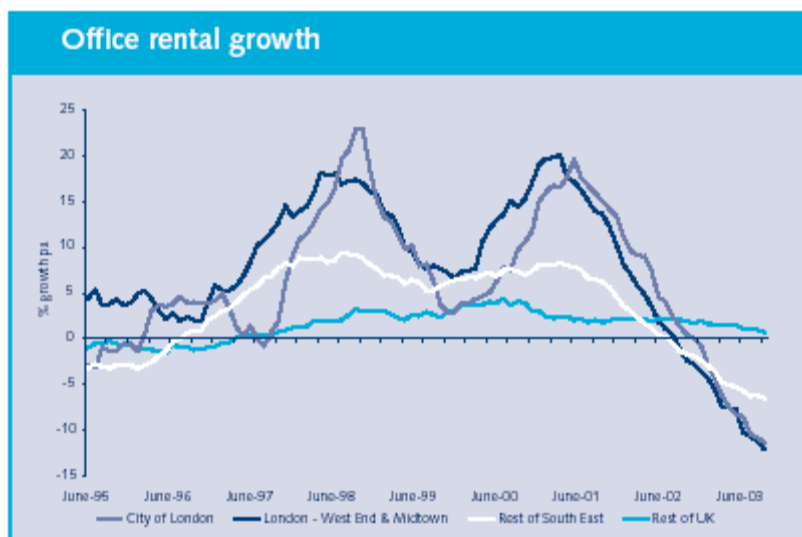
מחירי השכירות של משרדים במרכז לונדון נמצאים בירידה מתמשכת ובשנת 2002 ירדו בכ-20%. בשנת 2003 נמשכה ירידת המחירים אם כי בקצב נמוך יותר של 14% לפי נתוני הרבעון השני של 2003. מחירי השכירות בלונדון של נכסים מובחרים ירדו ב-12 החודשים שהסתיימו בחודש יוני 2003 בשיעור של כ-20%. ירידה נרשמה גם בדרום מזרח אנגליה אם כי בשיעור נמוך יותר. לעומת זאת, במקומות מרוחקים יותר נרשמה עלייה קלה במחירי השכירות.

Regional Distribution of Office Investment Property



Source: IPD

התחזית לשנים הקרובות היא ליציבות במחירי השכירות בשנת 2004 וצפי לעליה החל משנת 2005 עד לקצב שנתי של 5% בשנת 2007.



Source: IPD

%Growth
Per Annum

סיכום:

שתי מגמות מתקיימות במקביל בענף הנדל"ן המניב (שלא למגורים) בבריטניה:

- שיפור במחירי השכירות – עם השיפור במצב הכלכלי וסיום משוער של מחזור השפל המאפיין את ענף הנדל"ן.
 - שינוי במגמות ההשקעה – סיכון גדול יותר לבריחת הון לחו"ל עם הגדלת הגמישות בעסקאות הנדל"ן והעלאת הריבית.
- למגמות אלה השפעה סותרת על עתיד ההשקעה בענף. על-אף היותו של הענף יציב יחסית עם מגמת שיפור במחירים, עלולים השינויים המבניים בו לגרום לפגיעה ביכולת לממש נכסים.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

עד לשנת 2002 הוחזקו מניות החברה ע"י מספר רב של משקיעי חוץ. לאחר שנענתה הצעת הרכש שהוצעה ע"י החברות דסטיני ודוראה, לרכישת 54.18% מהון המניות של החברה תמורת 29.1 ₪ למניה, נשלטת החברה ע"י שתי האחרונות. תמורת הרכישה שולם סך של 102 מיליון ₪.

מבנה האחזקות הנוכחי של החברה

בעל עניין	% החזקה
דסטיני אחזקות	31.56%
דוראה	21.2%
קומסק נכסים	10.18%
סה"כ	62.94%

דוראה השקעות ופיתוח בע"מ היא חברה ציבורית העוסקת בהשקעה בנדל"ן ופיתוח והפעלתם של נכסים מניבים, בשליטתו של מר בצלאל איגר (52.2%) ועיקר אחזקותיה הן בגירון. מר איגר משמש כמנכ"ל החברה ולפני כן כיהן כמנכ"ל דלק בלרון בינלאומי, חברות נוספות בבעלות איש העסקים יצחק תשובה וכראש סקטור הנדל"ן בבנק לאומי. דסטיני היא חברה פרטית בבעלותו של מר אבי רויכמן המחזיק בכ-90% ממניות החברה. קומסק נכסים הינה חברה פרטית בבעלות ושליטה מלאה של מר ניסים בראל. קומסק המציאה לדוראה ייפוי כח בלתי חוזר להצביע מכח כל מניותיה בחברה בכל אסיפות הבעלים.

דוראה ודסטיני הינן בעלות השליטה המשותפת בחברה וביניהן הסכם הצבעה בכל הקשור למינוי דירקטורים, מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון החברה. לצורך מימון רכישת השליטה בחברת גירון נלקחו הלוואות recourse מבנק. רוב נכסי החברה נקנו ע"י מנהליה הקודמים טרם העברת השליטה כאמור לעיל. מאז העברת השליטה לקבוצת דוראה ודסטיני בשנת 2002, בוצעו עסקאות בעיקר בתחום הנדל"ן המניב באנגליה וכן נרכש פרויקט עלית בעכו.

פירוט האסטרטגיה העסקית של הנהלת החברה

- התמקדות בנדל"ן מניב בעיקר בחו"ל. החברה מעוניינת להמשיך בביצוע עסקאות נדל"ן מניב בעיקר בבריטניה, אשר נהנית מענף נדל"ן מוסדר בעל מערכת חוקים יציבה.
- עסקאות שמרניות כדוגמת ה-Mitre House וה-Stonecutter Court בהן מושכר מרבית הנכס לשוכר יחיד בדירוג גבוה לתקופה ארוכה עם הכנסה ידועה מראש, וללא צורך בכינון מטה באנגליה.
- חבירה לשותפים לצורך ביצוע עסקאות בנכסים בחו"ל כמו שבוצע בעסקאות של Mitre House, NCP, וה-Stonecutter Court. השותף העיקרי בעסקאות הקיימות היא חברת דלק בלרון בינלאומי, שחקנית בעלת היקף פעילות נרחב באנגליה ובעלת גישה למקורות מימון.

לחברה מטה קטן הממוקם ברעננה. מספר העובדים בחברה (נכון לדצמבר 2003) הוא כ-36 אשר מרביתם עוסקים באחזקה ובאדמיניסטרציה. מרבית העובדים הועסקו בחברה גם בתקופה שלפני העברת השליטה לידי דסטיני ודוראה. מכניסתם של הבעלים החדשים החל תהליך של התייעלות הן בנותני השירותים והן בכמות העובדים. תהליך התייעלות זה קיבל ביטוי כבר בדוחות הכספיים של דצמבר 2003 בירידה בהוצאות ההנהלה והכלליות.

מדיניות חלוקת דיבידנד

בשנת 2003 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-25 מיליון ₪. בפברואר 2004 החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות של החברה בסכום של כ-40 מיליון ₪ אשר מתוכם, כ-10 מיליון ₪ מקיימים את מבחן הרווח כהגדרת המונח בחוק החברות ויחולקו במרץ 2004. בגין יתרת הסכום של כ-30 מיליון ₪ אשר אינם מקיימים את מבחן הרווח תגיש החברה בקשה לבית המשפט לאישור חלוקתם.

בנוסף, ישנה החלטת דירקטוריון ממאי 2003 כי מדי שנה תחלק החברה דיבידנד בשיעור 50% לפחות מהרווח הנקי של החברה בשנה שקדמה למועד חלוקת הדיבידנד. החלטה זו נקבעה לשנים 2003-2005. החברה התחייבה לצורך מתן דירוג נוכחי לסדרה ב' של אג"ח, כי בגין רווחי שנת 2006 ועד לתום חיי האג"ח לא יחולק דיבידנד לבעלי המניות מעבר לשיעור של 25% מהרווח השנתי הנקי.

ניתוח פיננסי

ירידה בהכנסות מהשכרת נכסים בישראל, תוך צמיחה מואצת בהשקעות בנכסים בחו"ל ובפרט באנגליה.

דוח רווח והפסד

הכנסות החברה הסתכמו בשנת 2003 בכ-70 מיליון ₪, מתוכם הכנסות של 40 מיליון ₪ ממכירת דירות בפרוייקט דורהם באנגליה, פעילות שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה. ההכנסות משכירות הסתכמו ב-22.3 מ ₪ ירידה של 7% לעומת שנת 2002 הנובעת בעיקר מירידת מחירי שכר הדירה. ההכנסות מהשכרת מבנים בישראל צפויות לעלות בכ-2 מיליון ₪ בעקבות השכרת השטח שנקנה מן השופרסל בקניון באסקלון. מרבית השטח כבר הושכר והצפי הוא כי הפעילות בשטח זה תחל כבר בתחילת הרבעון השני של שנת 2004. ההכנסות משירותי אחזקה וניהול ירדו בשנת 2003 בכ-10% לרמה של כ-7.8 מיליון ₪.

החל משנת 2002, החלה פעילות נרחבת בתחום השכרת הנכסים באנגליה אשר תרומתה לתוצאות הכספיות מוצגת בסעיף חלק החברה ברווחי חברות כלולות. בשנת 2003 הסתכם חלק החברה ברווחי חברות כלולות ב-5.2 מיליון ₪. נציין כי התרומה מרכישת החניונים עדיין לא באה לידי ביטוי מלא בדוחות רווח והפסד וצפויה לתרום סך של כ-0.5 מיליון ₪ בשנת 2004 לחלק החברה ברווחי חברות כלולות.

שיעור הרווח הגולמי בנטרול הרווח ממכירת דירות כאמור לעיל עמד על 65% בשנת 2003 בדומה ליחס בשנת 2002. הרווח הגולמי מהשכרת מבנים גבוה ועומד על כ-83%. הרווח הגולמי משירותי אחזקה וניהול נמוך הרבה יותר ועומד על כ-15% כמקובל בענף.

בהוצאות ההנהלה והכלליות ניכרת ירידה חדה מן הרמה שהייתה בין השנים 2000-2002 של כ-11 מיליון ₪ בממוצע, לפני הצעת הרכש של דסטיני ודוראה, לכ-4 מיליון ₪ בשנת 2003. ירידה זו נובעת בעיקר מירידה בתשלומים למנהלים. בנוסף, ההנהלה החדשה החלה תהליך של התייעלות אשר הביא להורדה נוספת בהוצאות ההנהלה והכלליות. מהלך זה תרם לעליית הרווח התפעולי. הרווח התפעולי הסתכם בשנת 2003 ב-15.6 מיליון ₪ (בניטרול הרווח ממכירת דירות) לעומת רווח של 8.4 מיליון ₪ בשנת 2002.

הוצאות המימון של החברה גדלו בצורה משמעותית מסך של 2.7 מיליון ₪ ל-4.9 מיליון ₪ בשנת 2003. הוצאות מימון אלו נובעות מהלוואות שלקחה החברה מבנקים ומהנפקת אג"ח למימון השקעות בנכסים בישראל ובאנגליה. הוצאות המימון צפויות עוד להמשיך ולעלות במקביל לגיוסי חוב נוספים.

הרווח הנקי של החברה בנטרול תרומת הפעילות ממכירת דירות הסתכם ב-11.8 מיליון ₪ בשנת 2003 לעומת רווח נקי של 9.6 מיליון ₪ בשנת 2002. הסיבה המרכזית לעליית הרווח הנקי היא הירידה הדרמטית בהוצאות הנהלה וכלליות ותרומת החברות הכלולות בחו"ל חרף הגידול בהוצאות המימון. הרווח הנקי כולל תרומת מכירת דירות הסתכם ב-15.3 מיליון ₪.

דוח רווח והפסד - תמצית

2000	2001	2002	2003	
אלפי ₪				
30,593	32,510	32,792	69,758	סה"כ הכנסות כולל מכירת דירות
30,593	32,366	32,477	30,076	הכנסות ללא הכנסות ממכירת דירות
22,031	23,403	23,963	22,308	מזה הכנסות מהשכרת מבנים
20,227	21,552	21,549	19,529	רווח גולמי (ללא רווח ממכירת דירות)
9,025	11,235	13,161	3,969	הוצאות הנהלה וכלליות
11,203	10,318	8,388	15,560	רווח תפעולי (ללא מכירות דירות)
601	787	2,731	4,865	הוצאות מימון (ללא מכירת דירות)
12,227	15,819	9,176	11,293	רווח לפני מיסים (ללא מכירת דירות)
-	-	683	5,173	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
7,966	10,202	9,582	11,817	רווח נקי (ללא רווח ממכירת דירות)
7,966	10,212	9,597	15,309	רווח נקי כולל מכירת דירות
אחוזים מההכנסות				
100%	100%	100%	100%	הכנסות ללא הכנסות ממכירת דירות
72%	72%	74%	74%	מזה הכנסות מהשכרת מבנים
66%	67%	66%	65%	רווח גולמי ללא רווח ממכירת דירות
29%	35%	41%	13%	הוצאות הנהלה וכלליות
37%	32%	26%	52%	רווח תפעולי (ללא מכירות דירות)
2%	2%	8%	16%	הוצאות מימון (ללא מכירת דירות)
40%	49%	28%	38%	רווח לפני מיסים (ללא מכירת דירות)
0%	0%	2%	17%	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
26%	32%	30%	39%	רווח נקי (ללא רווח ממכירת דירות)
26%	32%	30%	51%	רווח נקי כולל מכירת דירות

איתנות פיננסית גבוהה ומעל לממוצע הענף. תכניות החברה הן לנצל את ההון באופן יעיל יותר, בפרט להשתמש בו כמנוף להשקעות נוספות בנדל"ן.

סך המאזן של החברה גדל משמעותית בשלוש השנים האחרונות מכ-235 מיליון ₪ לכ-395 מיליון ₪. גידול זה נובע בצד הנכסים מהשקעות ומרכישת נכסים אשר בוצעו באמצעות חברות כלולות ואחרות במסגרת הרחבת פעילותה באנגליה. מנגד, הגדילה החברה את סך התחייבויותיה מכ-9 מיליון ₪ ב-2001 לכ-181 מיליון ₪ בדצמבר 2003, כאשר ההון העצמי של החברה נשאר קבוע ברמה של כ-206-215 מיליון ₪ לאורך שנים אלו.

סעיפים עיקריים במאזן

31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	אלפי ₪
			נכסים
			נכסים לזמן קצר
3,636	5,989	15,729	מזומנים ושווי מזומנים
460	4,660	38,092	פיקדון לזמן קצר
-	35,825	-	בניינים בהקמה
			נכסים לזמן ארוך
-	13,548	30,207	השקעה בחברה כלולה Meniver
16,125	16,393	51,502	השקעה בחברות אחרות NCP
20,825	20,272	17,741	מסי הכנסה נדחים
178,904	174,899	204,128	סה"כ מבנים להשכרה ורכוש קבוע
235,162	281,039	395,719	סך מאזן
			התחייבויות
			התחייבויות שוטפות
1,680	39,402	73,484	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
			התחייבויות לזמן ארוך
-	-	69,732	אג"ח ניתנות להמרה
1,852	322	18,460	הלוואות לזמן ארוך לאחר ניכוי חלויות שוטפות
9,370	65,149	181,265	סך התחייבויות
206,283	215,881	214,454	הון קרנות ועודפים
215,654	281,030	395,719	סך מאזן

מניתוח המאזן של החברה ניתן להבחין במגמה של עלייה חדה במינוף החברה אך עדיין נותר היחס נמוך מהמקובל בענף. יחס ההון העצמי לסך המאזן ירד מרמה של כמעט 100% לרמה של כ-54%. יחס החוב ל-CAP עלה מרמה של 2% בדצמבר 2001 לרמה של כ-41% בדצמבר 2003. תחת הנחה של גיוס 100 מליון ₪ וחלוקת דיבידנד בסך של 40 מליון ₪ יעמוד יחס הון עצמי לסך המאזן על 38% לעומת 49% ערב ההנפקה ולאחר חלוקת הדיבידנד בסך של 40 מליון ₪ ולעומת 54% ערב ההנפקה וערב חלוקת הדיבידנד.

ניתוח יחסי המאזן

31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	אלפי ₪
3,531	39,724	161,676	סה"כ חוב פיננסי
-564	29,075	107,855	סה"כ חוב פיננסי נטו
230,640	275,877	393,871	CAP
206,283	215,881	214,454	הון עצמי
215,654	281,030	395,719	סך מאזן
96%	77%	54%	הון עצמי לסך מאזן
2%	14%	41%	חוב ל-CAP

תזרים מזומנים משתנה בכפוף לעיתוי השקעות או מימוש נכסים.

תזרימי מזומנים

2001	2002	2003	אלפי ₪
10,251	-12,822	17,625	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
-5,142	-5,649	-106,170	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
-6,912	20,823	98,285	מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון

תזרים המזומנים של החברה תנוודתי ומשתנה כתוצאה מפעילות המימוש ורכישת נכסים חדשים ומעיתוי ההכנסות בגינם. בשנת 2003 נבעו 17.6 מיליון ₪ מפעילות שוטפת. בנטרול תרומת מכירת הדירות הסתכם תזרים המזומנים מפעילות שוטפת ב- 14.1 מיליון ₪. פעילות ההשקעה הסתכמה בסך שלילי של כ-106 מיליון ₪ וכללה השקעה בפרויקט עלית בעכו, עסקת NCP בנטרול מימוש נכסים (מכירת פרויקט קובנטרי). פעילות המימון הסתכמה בשנת 2003 ב-98 מיליון ₪ וכללה בעיקר קבלת הלוואות לזמן ארוך וקצר מבנקים, תמורה מהנפקת אג"ח להמרה של כ-65 מיליון ₪, תמורה מהנפקת כתבי אופציה בסך של כ-6 מיליון ₪ ותשלום בגין דיבידנד בסך של כ-25 מיליון ₪.

ניתוח איתנות פיננסית *

אלפי ₪	2003	2002	2001
FFO	10,421	8,435	10,215
חוב פיננסי ל-FFO	15.5	4.7	0.3
חוב פיננסי נטו ל-FFO	10.3	3.4	-0.1
FFO להוצאות מימון	2.1	3.1	13.0

* לצורך החישובים נטרלו רווחים ממכירת דירות

המקורות מפעילות (FFO) של החברה בשלוש השנים האחרונות היו חיוביים. ביחסי החוב ל-FFO ויחס FFO להוצאות המימון ל-FFO ניתן להבחין בהגדלת המינוף של החברה. נציין כי למרות הגידול במינוף, מידרוג מעריכה כי החברה מציגה יחסי כיסוי ממוצעים לענף ובחלקם אף עולים על ממוצע הענף (כפי שחושב על ידי מידרוג). תחת ההנחה של גיוס חוב נוסף בהיקף של 100 מיליון ₪ יעמוד יחס חוב פיננסי ל- FFO על 25 ויחס FFO להוצאות מימון על כ-1.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

- **הכנסות נטו** : הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
- **נכסים (Assets)** : סך נכסי החברה במאזן
- **חוב (Debt)** : חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
- **CAPITALIZATION (CAP)** : חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים.
- **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.

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRG030204100 M

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").

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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 בעינייה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.