



גירון פיתוח ובניה בע"מ

דו"ח פעולת דירוג דצמבר 2008

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט
smit6@mibroop.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכיר - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

גירון פיתוח ובניה בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	Baa1	אופק דירוג: שלילי
--------------------	------	-------------------

מידרוג מודיעה על הורדת סדרת האג"ח המדורגת של גירון פיתוח ובניה בע"מ (להלן: "גירון", "החברה") מדירוג של A2 באופק יציב לדירוג Baa1 באופק שלילי.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית הצמדה	יתרה לתאריך סדרה 30.9.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה ב' 154,819
8	31.10.2012	30.04.2006	5.5%	מדד	154,819

במהלך חודש יוני 2008 הורידה מידרוג את סדרת האג"ח המדורגת של החברה מ- A1 ל- A2. מאז, להערכת מידרוג, קיימת נסיגה בתוצאות הפעילות של החברה לרבות עליה ברמת הסיכון.

השיקולים להורדת הדירוג, מתבטאים בפרמטרים העיקריים הבאים:

- שינויים בנתוני החברה כתוצאה מרכישת פולאר השקעות בע"מ, המתבטאים ב:

- ירידה בשווי מניות חברת פולאר השקעות בע"מ (להלן: "פולאר") ממועד הרכישה הראשוני של מניותיה, בשיעור של כ- 80%, אשר יש בה כדי להקטין באופן משמעותי, את גמישותה הפיננסי של החברה.
- גידול בהוצאות המימון כתוצאה ממימון רכישת מניות פולאר בחוב. העדר תזרים ממניות פולאר, צפוי להפוך מניות אלו לנטל במצבן הנוכחי על תזרים המזומנים של החברה.
- הגדלת שיעור ההחזקה במניות פולאר בהיקף של כ- 25 מיליון ₪, לאחר הרכישה הראשונית, אשר מקטינה את יתרונות המזומנים הקיימות בידי החברה. עם השלמת תהליך הרכישה, צפויה החברה צפויה להחזיק בשיעור של כ- 32% ממניות פולאר.
- ירידה בדירוג פולאר מדירוג A3 לדירוג Baa1 וקביעת אופק שלילי. שיעור ההחזקה המשמעותי של החברה בפולאר, בהיקף עתידי של כ- 32%, משפיע גם על דירוגה של גירון.

- הרעה אפשרית ביכולת החברה לשרת את עומס פירעונותיה בשנים הקרובות כתוצאה מגריעה צפויה ביתרת מזומני החברה בהתאם לתחזית התזרים עד תום שנת 2010, אותה הציגה החברה בדו"חותיה. במסגרת תחזית תזרים המזומנים של החברה לשנתיים הקרובות היא מציגה עמידה בהתחייבויותיה מתוך תזרים פעילותה השוטף ויתרת המזומנים הקיימים החברה, כך שאינה מסתמכת על מכירת נכסים או מימון מחדש של נכסים כאמצעים לעמידה בהתחייבויותיה.

- הרעה בתוצאות התפעוליות של החברה המתבטאות בקטון בתזרים המזומנים השוטף (FFO) בהשוואה לתקופות מקבילות וגידול בהוצאות המימון בהן נושאת החברה המביאות לכדי הפסד חשבונאי.

על אף שניכרת עלייה ביחסי האיתנות של החברה, מיוחסת עלייה זו לשינוי שיטת הרישום החשבונאית של חברה כלולה לשיטת השווי ההוגן על פי תקני ה- IFRS. בנוסף, לחברה השקעה בהיקף של כ- 136 מיליון ₪ בחברת פולאר השקעות בע"מ, בגין השקעה זו עלולה החברה לרשום הפסדים להונה העצמי במקרה של הכרה בהפסד. להערכת מידרוג, פעולה זו עלולה להשפיע על יחסי האיתנות של החברה.

אופק החברה נקבע לשלילי בשל אפשרות להמשך התדרדרות יחסי הכיסוי של החברה לאור עלייה בשיעורי הריבית ולאור שינוי ריביות בשל פירעון הלוואות דרך נטילת הלוואות חדשות; עלייה ברמת סיכון החברה כתוצאה מהחרפת המשבר הכלכלי באזורי פעילות החברה; לחברה הלוואות מתגלגלות בהיקף של כ- 80 מיליון ₪ אשר בגין עלולה החברה להידרש לשעבוד נכסים או לפרוע את חלקן; אי עמידה בתחזיות החברה בנוגע לעמידה בהתחייבויותיה הפיננסיות.

יחד עם זאת, יצוין, כי לזכות החברה עומדים נכסים בלתי משועבדים בישראל התורמים לגמישותה הפיננסית; היותה חברת נדל"ן מניב בעלת תזרים פרמננטי יציב המכסה את הוצאותיה התפעוליות השוטפות; כך יש לציין לחיוב את העובדה, כי החברה אינה מבצעת שיערוך של נכסיה במסגרת תקני ה- IFRS כך שהם מוצגים בעלותם המופחתת;

יחסים פיננסיים נבחרים:

31.12.2006	31.12.2007	31.3.2008	30.6.2008	30.9.2008	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
35,756	45,690	17,198	33,654	51,101	הכנסות
10,482	14,965	8,160	14,728	21,601	רווח תפעולי
15,990	29,939	10,238	18,897	28,043	EBITDA
10,391	20,395	4,894	11,240	27,360	הוצאות מימון, נטו
15,184	-12,721	-2,190	-5,758	-18,585	רווח נקי
480,009	527,738	706,473	665,508	729,949	סך מאזן
235,183	292,330	485,496	462,074	454,738	חוב פיננסי
79,600	45,686	111,518	78,293	81,625	יתרות נולות
155,583	246,644	373,978	383,781	373,113	חוב פיננסי נטו
206,819	191,001	186,644	179,531	232,536	הון עצמי וזכויות מיעוט
437,348	464,858	650,665	623,850	689,318	CAP
43%	36%	26%	27%	32%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
54%	63%	75%	74%	66%	חוב ל-CAP
43%	59%	69%	70%	61%	חוב נטו ל-CAP, נטו
2,562	8,570	6,145	454	2,891	FFO
91.8	34.1	19.8	508.9	118.0	חוב פיננסי ל-FFO, בגילום שנתי
1.5	1.5	2.1	1.7	1.0	EBITDA להוצאות מימון
62%	65%	66%	61%	60%	רווח גולמי מהכנסות
42%	שילי	שילי	שילי	שילי	רווח נקי מהכנסות

שינוי בסיווג חברה מוחזקת הביא לגידול משמעותי בהונה העצמי של החברה והעלה את יחס ההון העצמי

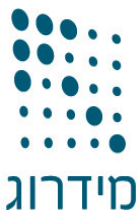
למאזן מרמה של 27% לרמה של 32%

בעקבות סיווג מחדש של השקעה - מחברה מוחזקת לסעיף השקעה בנכסים פיננסיים זמינים למכירה, הציגה החברה את השקעתה בחברת Linchfield Ltd. (להלן: "לינצ'פילד") על בסיס שוויה ההוגן. כתוצאה מכך שיערכה החברה את ההשקעה בסך של כ- 85 מיליון ₪ ויצרה עתודה למיסיס נדחים בסך של כ- 22 מיליון ₪, כנגד יצירת קרן הון בסך של כ- 63 מיליון ₪. יש לציין כי בעקבות סיווג מחדש של השקעה זו חל גידול משמעותי בהונה העצמי של החברה אשר אינו נובע מגידול ביתרת הרווח. במקרה שבו לא תמכור גירון את החברה המוחזקת בסכום זה עלולה החברה לרשום הפסדים ולגרוע מהונה העצמי את הסכום בהתאם.

המשך ירידת ערך חברות כלולות ואילוף להכיר בהפסדים עלול לגרוע מהונה העצמי של החברה בהיקפים

משמעותיים

במהלך חודש ינואר 2008 רכשה החברה מניות של חברת פולאר השקעות בע"מ (להלן: "פולאר") בסך של כ- 120 מיליון ₪. פולאר הינה חברה ציבורית, המשקיעה בחברות הפעילות בתחומי הנדל"ן, התשתיות והתיירות בישראל, המדורגת על ידי מידרוג בדירוג Baa1 באופק שלילי, זאת לאחר שבמהלך חודש אוקטובר 2008 הורד דירוג החברה על ידי מידרוג מרמת דירוג של A3 ל- Baa1 באופק שלילי. במהלך החודשים העוקבים יוני - ספטמבר, המשיכה החברה בהשקעותיה בפולאר בהיקף של כ- 25 מיליון ₪ נוספים. החברה מחזיקה, נכון למועד דו"ח זה, כ- 32.54% מזכויות ההצבעה בפולאר. 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 תרומה תזרימית מנגד.



תזרים שוטף שלילי ותחזית מזומנים המציגה עודף חזוי קטן יחסית, עלולה לאלץ את החברה להמשיך ולהגדיל את המינוף באמצעות נטילת הלוואות על נכסיה בארץ

תזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת ממשיך להיות שלילי זה הרבעון השני ברציפות. לאחר ההתאמות עומד התזרים מפעילות שוטפת לשלושת הרבעונים לשנת 2008 על 1.5 - מיליון ₪. בהתבסס על דברי החברה, לא צפוי לחברה תזרים חיובי מהשקעותיה בפולאר, לפיכך, צופה מידרוג המשך ירידה בתזרים המזומנים הפרמנטטי של החברה.

תחזית התזרים העתידית לשנתיים הקרובות של החברה מציגה עודף קטן של כ - 7.6 מיליון ₪ בלבד, וזאת בהתבסס על ניצול מרבית יתרות המזומנים, וללא תחשיב המניח עלייה בשיעורי הריבית ו/או המדד אשר תגדיל את הוצאותיה של החברה. ההכנסות המוצגות של החברה מנכסיה הינן לאחר הוצאות הנהלה וכלליות

דוח מזומנים חזוי - אלפי ₪

סה"כ אלפי ₪	1.10.09 עד 30.9.10	1.10.08 עד 30.9.09
29,182	-	29,182
70,873	35,853	35,020
1,174	600	574
33,729	4,200	29,529
134,958	40,653	94,305
488	244	244
83,752	40,921	42,831
2,929	1,433	1,496
13,272	6,407	6,865
14,409	-	14,409
2,437	200	2,237
10,006	4,816	5,190
127,293	54,021	73,272
7,665	-13,368	21,033
	7,665	21,033

מקורות

מזומנים - יתרת פתיחה ליום 1.10.08
 NOI (Net Operation Income)
 דיבידנד מחברה כלולה בחו"ל
 החזרי הלוואות והעברות כספיות מחברת בת וחברה כלולה בחו"ל

סה"כ מקורות

שימושים

פרעון קרן וריבית אג"ח המיר סדרה א'
 פרעון קרן וריבית אג"ח סדרה ב'
 פרעון קרן וריבית הלוואה לז"א מבנקים
 פרעון קרן וריבית הלוואה לז"ק מבנקים
 השקעה בחברות בנות
 השקעה ברכוש קבוע
 מיסים

סה"כ שימושים

עודף/ (גרעון)
 סה"כ עודף / (גרעון) מצטבר

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת.
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי.
- הגדלת נזילות החברה תוך שמירה על היקפי החוב ויחסי האיתנות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- המשך ההרעה בתזרים המזומנים של החברה, העמקת תזרים המזומנים השלילי של החברה.
- ירידה בנזילות החברה. ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד תוך פגיעה בגמישות הפיננסית.
- המשך הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה.

אודות החברה

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 30.9.2008 על כ- 77 אלף מ"ר (חלק החברה), מתוכם 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 מניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. נכון למועד כתיבת הדו"ח מחזיקה חברת דסטיני אחזקות (1993) בע"מ¹ בכ- 82.5% מהונה של גירון, כ- 7.5% נוספים מוחזקים על ידי חברת לינדלי השקעות ואחזקות בע"מ².

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

² לינדלי השקעות הינה חברה פרטית בבעלות ובשליטה מלאות של מר אבי רויכמן.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"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	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 הנית שללא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operations	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Fund from Operations	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.

סולם דירוג התחייבויות

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

דו"ח מספר: CRA07251208000M

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 פסיקה 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 להיעיד 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 מניפק, 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 שהמניפקים 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.