



גירון פיתוח ובניה בע"מ

עידכון פעולת דירוג | נובמבר 2013

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אילון גרפונקל, רו"ח, עו"ד - ראש צוות
Eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

מנדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

גירון פיתוח ובניה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת גירון פיתוח ובניה בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרת אג"ח חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד 150 מיליון ₪ ע.ג., שתמורת הנפקתה תשמש להשקעות חדשות ולפעילות השוטפת (חלף 120 מיליון ₪ ע.ג., כפי שפורסם בדוח הדירוג מחדש אוגוסט 2013 וטרם גוייסו)

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.11.13. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים 30.6.2013 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	יתרת ע.ג. 30.6.2013 (אלפי ₪)	מועד ההנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2019	130,578	4.45% + מדד	מדד	126,000	07.2.2012	1125681	אג"ח ג
	130,578						סה"כ

להרחבה על שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחדש אוגוסט 2013.¹

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג: www.Midroog.co.il

יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.6.2013	
51,811	56,146	61,869	64,741	32,477	הכנסות
41,560	45,339	51,001	52,591	26,257	רווח גולמי
80%	81%	82%	81%	81%	שיעור רווח גולמי
25,693	36,438	19,748	27,585	5,282	עליית ערך נדל"ן להשקעה
32,305	37,842	41,118	43,041	21,907	EBITDA
-5,690	12,514	21,774	37,998	12,321	רווח נקי (הפסד) לתקופה
11,789	9,623	26,486	39,371	69,980	יתרות נזילות
53,800	-	6,700	-	13,874	פקדון משועבד לאג"ח
413,438	437,969	312,133	338,943	373,192	חוב פיננסי
347,849	428,346	278,947	299,572	289,338	חוב פיננסי נטו*
1,058,832	712,355	736,792	701,905	751,456	CAP
993,243	702,732	703,606	662,534	667,602	CAP נטו*
544,478	542,877	321,704	278,360	290,681	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,052,593	1,137,690	763,986	712,513	763,121	סך מאזן
39.0%	61.5%	42.4%	48.3%	49.7%	חוב פיננסי ל-CAP
35.0%	61.0%	39.6%	45.2%	43.3%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
51.7%	47.7%	42.1%	39.1%	38.1%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
25,984	32,483	32,862	25,062	13,662	FFO
15.9	13.5	9.5	13.5	13.7	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
13.4	13.2	8.5	12.0	10.6	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

*חוב ו-CAP נטו מוצגים בנטרול פקדון המשועבד לטובת האג"ח

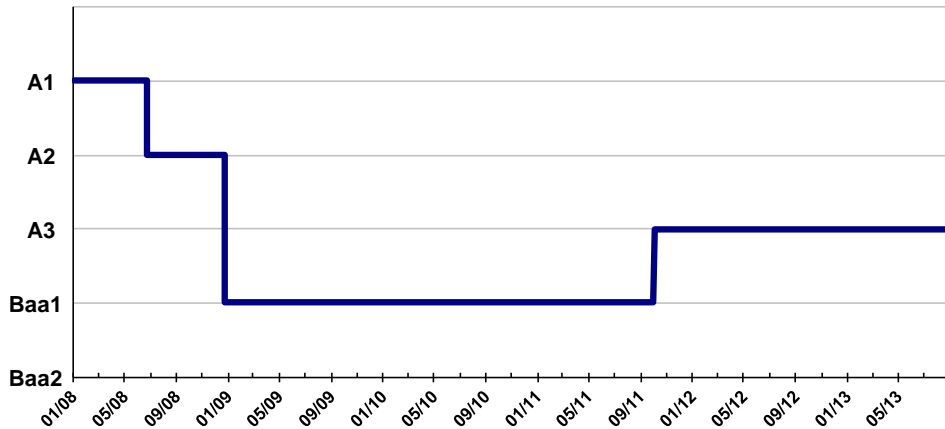
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפיזור ובהיקף הפעילות המניבה של החברה
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ובתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת, תוך שמירה על רמות מינוף יחסי איתנות סולידיים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה אשר אינה נתמכת בגידול במצבת נכסיה
- חלוקת דיבידנד שנתית בהיקף שיעלה על 50% מתזרים ה-FFO
- שימוש ביתרות הנזילות שלא בהתאם לאסטרטגיה העסקית שהחברה הציגה בפני מידרוג

היסטוריית דירוג



אודות החברה

גירון פיתוח ובנייה בע"מ עוסקת, באמצעות חברות בנות ומוחזקות, בתחום הנדל"ן המניב בישראל בלבד, זאת לאחר שהושלם בחודש אוגוסט 2011 שינוי המבנה, במסגרתו הועברו, ללא תמורה, לחברה האם פעילויות והחזקות שונות. נכון למועד הדוח, בבעלות החברה 13 נכסים מניבים, בשטח כולל של כ- 65 אלף מ"ר. נציין כי ביום ה-18.11.2013 אושרה עסקת בעלי עניין בה יועבר לידי החברה נכס מניב נוסף עד ליום ה-10.12.2013. החברה הינה פרטית ומדווחת, זאת לאחר שבחודש ספטמבר 2010 השלימה בעלת השליטה בחברה - דסטיני אחזקות, הצעת רכש מלאה למניות החברה.

בעל השליטה בדסטיני אחזקות הינו מר אבי רויכמן, המשמש אף כמנכ"ל גירון.

דוחות מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: 27 אוגוסט 2013

מועד פרסום הדוח: 19 לנובמבר 2013

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013

מסמך זה, לרבות פסקה 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 צריכה 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 ביעוץ 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 (Moody's) (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.