



גירון פיתוח ובניה בע"מ

מעקב | אוקטובר 2012

1

מחברים:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadav@midroog.co.il

ניר יוסף, אנליסט
niry@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@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").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת מתואמת למדד 30/06/2012 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	מועד הנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012	16,762	5.5% + מדד	מדד	24.3.2004	1089978	אג"ח ב
2013-2019	81,000	4.45% + מדד	מדד	7.2.2012	1125681	אג"ח ג
	97,762					סה"כ

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נובע מיציבות שרושמת החברה בפעילותה, בין היתר, בהרכב הפורטפוליו, הכולל 13 נכסים מניבים בישראל בשטח כולל של כ- 65 אלף מ"ר. נכסי החברה רושמים, לאורך זמן, שיעורי תפוסה גבוהים ומניבים תזרים NOI יציב, הנאמד בלמעלה מ- 50 מיליון ₪ בשנה; החברה נהנית מפרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג, הכולל רמות מינוף נמוכות ויחסי כיסוי חוב ל- FFO מהירים, הנמוכים באופן עקבי מ- 15 שנה; אסטרטגיית הפעילות של החברה הינה ממוקדת בתחום הנכסים המניבים בישראל וכוללת היקף ייזום נמוך, הכרוך רק בהשבחת נכסים מניבים שבבעלותה. אסטרטגיה זו ממתנת את רמת הסיכון בפעילות, שכן היא מאפשרת לחזות את המשך הפעילות ברמת סבירות גבוהה יותר; היקף חובות נמוך ולוח סילוקין נוח של חובות האג"ח, מפחיתים את צורכי הנזילות השוטפים, באופן שאינם מסתמכים על השלמת מהלכים בעלי אי ודאות גבוהה יחסית כגון מימושי נכסים ומחזור הלוואות. במסגרת הדירוג, אף נלקח בחשבון כי היקף פעילות החברה נותר נמוך ביחס לחברות בדירוג דומה. היקף הפעילות הנמוך חושף את החברה לתנודתיות רבה יותר בנתונים הפיננסיים ואף מהווה גורם עיקרי לחשיפתה לנכס מרכזי - קניין גירון באשקלון, המניב כ- 45% מסך ה- NOI; על אף שגמישותה הפיננסית ונזילותה של החברה הינן טובות ביחס לצורכי התזרים בפעילות השוטפת, חלה, במהלך השנה האחרונה, שחיקה מסוימת בגמישות הפיננסית, בעיקר לאור שיעבוד נכסים בשווי של כ- 100 מיליון ₪ לטובת בעלי סדרה ג'.

פורטפוליו הכולל נכסים בעלי פעילות יציבה לאורך שנים, בשילוב רמת מינוף נמוכה, מאפשרים לחברה להציג פרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג

נכון למועד הדוח, בבעלות גירון 13 נכסים מניבים בישראל, בשטח כולל של כ- 65 אלף מ"ר. נכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים של למעלה מ- 95%, לאורך זמן, ומניבים תזרים NOI יציב של למעלה מ- 50 מיליון ₪ בשנה. במקביל, מציגה החברה רמות מינוף נמוכות, הכוללות שיעורי LTV סבירים ברמת הנכסים, לצד חוב בהיקף נמוך ברמת הקורפורייט. התזרים היציב מהפעילות ורמות המינוף מאפשרים לחברה להציג, באופן עקבי, יחסים פיננסיים טובים לרמת הדירוג. כך, נכון ליום 30.6.2012, עמדו יחס האיתנות חוב ל- CAP על כ- 49%, ויחס הכיסוי חוב פיננסי ל- FFO עמד על כ- 14 שנים.

על אף קיומם של מקורות נזילים זמינים, לא עלה בידי החברה להשלים, בשנה האחרונה, מהלכים להרחבת הפעילות; בשל כך, היקף פעילות החברה נותר קטן ביחס לחברות בעלות דירוג דומה, וכן נותרה רמת חשיפה גבוהה לקניין באשקלון

בתחילת שנת 2012, גייסה החברה חוב אג"ח בסך כ- 80 מיליון ₪, מתוך כוונה להשתמש בעיקר התמורה להרחבת תיק הנכסיה המניבים. נכון למועד פרסום דוח זה, טרם עלה בידי החברה להשלים עסקאות לרכישת נכסים. מחד, עובדה זאת הינה חיובית לדירוג, שכן מבטאת התנהלות המאופיינת בניהול סיכונים זהיר וסולידרי. מנגד, דבר זה מביא לכך שפעילות החברה נותרה נמוכה בהיקפה, ביחס לחברות נדל"ן מניב בדירוג דומה, ואף נותרה בעינה רמת חשיפה גבוהה לנכס מרכזי - קניין גירון באשקלון - המהווה קרוב למחצית משווי הפורטפוליו (העומד על כ- 650 מיליון ₪) ומפיק כמחצית מתזרים ה- NOI.

אסטרטגיית פעילות ממוקדת ורמת ייזום נמוכה מהווים גורם חיובי הממתן סיכון

ממועד השלמת שינוי המבנה הארגוני (להרחבה, ראה דוחות קודמים), ממקדת החברה את פעילותה בתחום הנדל"ן המניב בישראל בלבד, כאשר על פי האסטרטגיה, הרחבת הפעילות תעשה באמצעות רכישת נכסים פעילים ולא באמצעות עסקאות לרכישת קרקעות/נכסים לייזום (למעט השבחת נכסים קיימים באמצעות תוספת זכויות). מידרוג מעריכה אסטרטגייה זו כממוקדת וסולידית, המהווה גורם ממתן סיכון, שכן היא משפרת את נראות התזרים ומקלה על היכולת לחזותו.

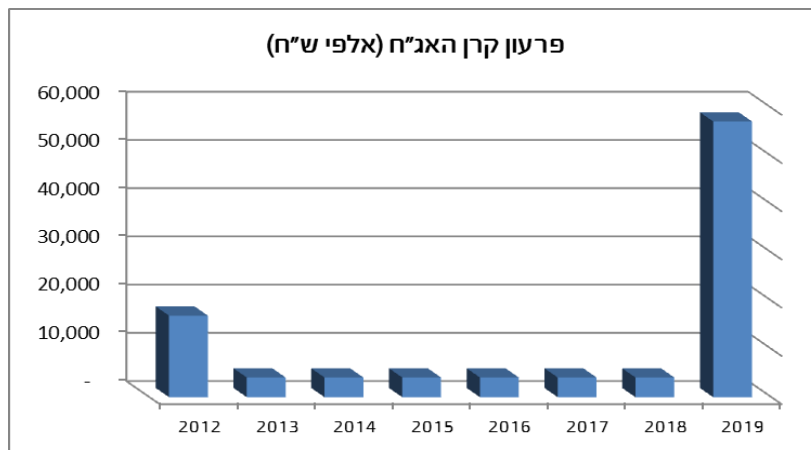
צורכי שירות החוב של החברה הינם נמוכים ביחס לנזילות החברה

לחברה צורכי שירות חוב נמוכים ביחס ליתרות הנזילות ואף ביחס למקורות התזרים השוטף. התזרים השיווי השנתי מהנכסים, המוערך בכ- 15-20 מיליון ₪, צפוי לכסות את מרבית ההוצאות השוטפות של החברה, בהן הוצאות ההנהלה וכלליות ועלויות שירות חוב האג"ח בשנים הקרובות. צורכי הנזילות הנמוכים של החברה נובעים, בין היתר, מהעובדה שכנגד יתרת אג"ח ב', מחזיקה החברה פיקדון מושעבד אשר ישמש כמקור לפירעון הסדרה ומכך שלוח הסילוקין של אג"ח ג' - שהינו החוב היחידי ברמת המטה - פרוס על פני שנים רבות ובסופם פירעון עיקר הקרן. בעת הנפקת סדרה ג', שעבדה החברה לטובת מחזיקי הסדרה 3 נכסים מניבים, בשווי כולל של כ- 100 מיליון ₪. שיעבודים אלו היוו את אחד הגורמים לעלויות הריבית הנמוכות בגין סדרה זו, אך מנגד, הרעו את גמישותה הפיננסית של



החברה, כפי שבאה לידי ביטוי, בשווי הנכסים הלא משועבדים, אשר הסתכם, נכון ליום 30.6.12, בכ- 24 מיליון ₪ לעומת קרוב ל- 150 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. לחברה קיימת גמישות פיננסית נוספת, הנובעת מכך שחלק מנכסיה משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות בשיעורי LTV נמוכים (נכס עלית בעכו משועבד ב- LTV של 13%, ו-2 נכסים אחרים המשועבדים ב- LTV של כ- 42%). רמות מינוף אלו עשויות לאפשר לחברה להגדיל, בעת הצורך, את ההלוואות הללו בכ- 20-30 מיליון ₪ נוספים.

יודגש כי, על אף השחיקה המסוימת שחלה בגמישותה הפיננסית של החברה בשנה האחרונה, מעריכה מידרוג כי גמישות זו עודה מספקת ביחס לצורכי הנזילות של החברה בשנים הבאות.



יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.6.2011 * פרופורמה	31.12.2011	30.6.2012	
47,432	51,811	56,146	30,461	61,869	31,926	הכנסות
37,251	41,560	45,339	25,726	51,001	26,340	רווח גולמי
79%	80%	81%	84%	82%	83%	שיעור רווח גולמי
60,970	25,693	36,438	12,172	19,748	26,800	עליית ערך נדל"ן להשקעה
87,202	57,623	73,919	32,428	60,479	48,049	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
-3,298	-5,690	12,514	17,513	21,774	27,562	רווח נקי (הפסד) לתקופה
47,948	42,964	9,623	11,789	33,186	56,883	יתרות נזילות**
429,348	413,438	437,969	299,060	312,133	349,772	חוב פיננסי**
381,400	370,474	428,346	287,271	278,947	292,889	חוב פיננסי נטו**
1,024,224	1,023,872	1,034,843	679,516	710,114	712,870	**CAP
976,276	980,908	1,025,220	667,727	676,928	655,987	CAP נטו**
524,753	544,478	542,877	324,473	321,704	279,924	הון עצמי וזכויות סיעוט
1,057,482	1,052,593	1,137,690	737,562	763,986	741,178	סך מאזן
41.9%	40.4%	42.3%	44.0%	44.0%	49.1%	חוב פיננסי ל-CAP
39.1%	37.8%	41.8%	43.0%	41.2%	44.6%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
49.6%	51.7%	47.7%	44.0%	42.1%	37.8%	הון עצמי וזכויות סיעוט לסך מאזן
-1,395	25,984	32,483	12,960	32,862	***12,664	FFO
-720	15,379	22,841	12,960	24,953	***12,664	FFO ללא פעילות מופסקת
שלילי	15.9	13.5	11.5	9.5	13.8	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
שלילי	14.3	13.2	11.1	8.5	11.6	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

* על פי פרופורמה שפורסמה על ידי החברה ** לתאריך 30.6.2012 יתרות אלו הינן בנטרול פיקדון ע"ס כ- 17.5 מיליון ₪ המשועבד לטובת אג"ב ב-
*** עבור המחצית הראשונה של שנת 2012

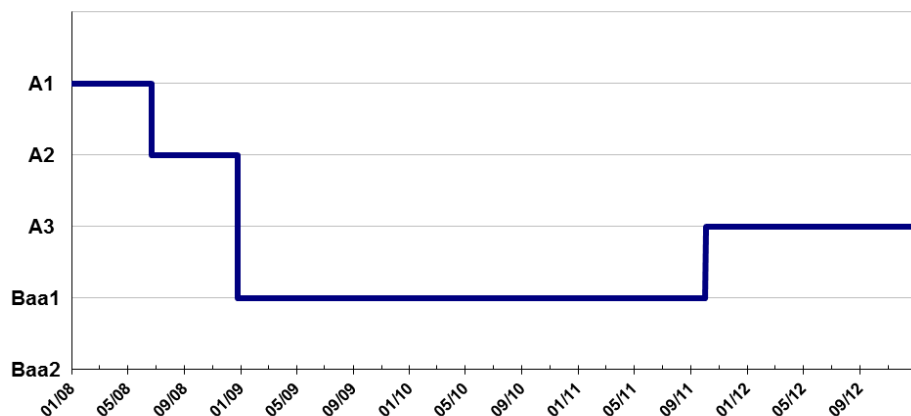
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות המניבה של החברה
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ובתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת, תוך שמירה על רמות מינוף יחסי איתנות סולידיים
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה, כפי שבאה לידי ביטוי, בין היתר, בהיקף נכסים בלתי משועבדים ומסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה אשר אינה נתמכת בגידול נכסיה
- חלוקת דיבידנד שנתית בהיקף שיעלה על 50% מתזרים ה-FFO
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה
- 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. 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

[קישור לדוח דירוג קודם מחודש אוקטובר 2011](#)

מועד פרסום הדוח: 21 אוקטובר 2012

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") 2012.

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 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 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.