

גירון פיתוח ובניה בע"מ

דו"ח מעקב שנתי - ינואר 2011

1

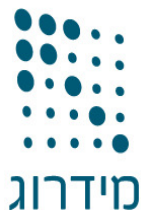
מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



גירון פיתוח ובניה בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הוצאת גירון פיתוח ובניה בע"מ (להלן: "גירון", ו/או "החברה") מרשימת מעקב ומאשרת מחדש של דירוג Baa1 ושינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי לסדרת האג"ח המדורגת.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשון	ע.ג נומינלי (אלפי ₪) ליום 30.9.10*	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.10 (אלפים ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה ב'	1089978	24.3.2004	69,448	5.5%	מדד	81,023	2010-2012

* לאחר תאריך המאזן פרעה החברה קרן חוב אג"ח בסך כ- 13.9 מיליון ₪ ע.ג. בשווי בספרים של כ- 16.5 מיליון ₪

אישור מחדש של הדירוג ושינוי אופק הדירוג לחיובי נתמכים בקיומו של תזרים פרמננטי יציב מנכסי החברה המניבים בישראל, אשר ממוקמים לרוב באיזורי ביקוש ורושמים שיעורי תפוסה גבוהים; החברה הינה בעלת יחסי איתנות טובים לרמת דירוגה, אשר עם מעבר החברה להצגת נכסי נדל"ן להשקעה על פי שוויים הכלכלי, יבואו כעת לידי ביטוי באופן מלא בדוחות הכספיים; החברה רושמת יחסי כיסוי חוב הטובים לרמת דירוגה; פרופיל הסיכון שבפעילות החברה צפוי להשתפר, ככל שיושלם שינוי המבנה הכולל העברת נכסים של החברה לחברה האם, אשר חלקם מהווים משקולת על פעילות החברה - בעיקר לאור חשיפת החברה להזרמות כספים עתידיות ולאור היותם מאופיינים ברמת סיכון ותנודתיות גבוהים יחסית ליתר הנכסים. יצוין, כי חשיפת החברה לחלק מהנכסים שיועברו הובילו בעבר להורדת דירוג החברה.

מעבר לכך, נבחנה במסגרת הדירוג רמת סיכון החוב ארוכת הטווח, זאת על אף שמועד פירעון יתרת האג"ח הינו קצר יחסית. בכלל זה נלקח בחשבון היקף פעילות החברה, אשר הינו נמוך ביחס לחברות מובילות בתחום; העברת הנכסים לחברה האם, ובעיקר העברת המרכז המסחרי בפולין, תביא לקיטון נוסף בהיקף פעילות החברה ובתזרים ה-FFO; לחברה קיימת תלות בנכס מרכזי - הקניין באשקלון, אשר יהווה לאחר העברת הנכסים כ- 45% משווי תיק נכסי הנדל"ן להשקעה ויניב קרוב ל- 50% מתזרים ה-NOI הכולל.

מידרוג תבחן לאורך זמן את אופן ההתפתחות בפעילות החברה. במידה והחברה תשמור לאורך זמן על פרופיל פעילות בעל מאפיינים סולידיים ותשתמש במקורות הנזילות שלה לצורך הרחבת פעילותה המניבה, תשקול מידרוג העלאת דירוג לחברה.

שינוי המבנה שבכוונת החברה לבצע יביא לשיפור בפרופיל הפעילות של החברה, אשר צפוי להיות בעל מאפייני סיכון נמוכים יותר; מנגד, מהלך זה יביא לקיטון במצבת נכסי החברה ובתזרים ה- FFO

במסגרת שינוי המבנה, עליו הודיעה החברה ביום 3 בינואר 2011, בכוונת החברה להעביר לחברה האם, ללא תמורה, את פעילותה בחו"ל, הכוללת בעיקר נכס מסחרי מניב בפולין, החזקה (כ- 8%) בפורטפוליו חניונים ברחבי אנגליה וכן את החזקתה (כ- 33%) בחברת פולאר השקעות.

המשמעות העיקרית של העברת החזקות החברה בפעילות באנגליה ובפולאר (המוצגים בספרים בשווי של כ- 95 מיליון ש"ח וכ- 59 מיליון ש"ח, בהתאמה) הינה בקיטון בהון העצמי של החברה (אשר מבחינה הצגתית יקוזז בגידול בהון, עקב מעבר החברה להצגת נכסי הנדל"ן להשקעה לפי שווי), שכן נכסים אלו לא תרמו תזרים פנוי משמעותי לחברה.

מעבר לכך, בעקבות שינוי המבנה תפחת רמת הסיכון העסקי של החברה, אשר תתמקד מעתה בפעילות מניבה בישראל. כך, השלמת המהלך תקטין את חשיפת החברה לחברת פולאר השקעות, המדורגת Ba1 באופן שלילי על ידי מידרוג, ולאפשרות שתידרש לתמיכה בה. גם העברת פורטפוליו החניונים באנגליה מהחברה, אשר רשם תגודות רבה בשווי בשנים האחרונות, תגדיל את היציבות בתוצאות הפעילות של החברה.

יחד עם זאת, העברת הנכס המניב בפולין, אשר הוחזק במלואו ע"י החברה, תביא לקיטון ניכר בתזרים הפרמננטי השנתי מפעילות (FFO), מכ- 31 מיליון ש"ח לכ- 22 מיליון ש"ח. על אף האמור, מכיוון שעם העברת הנכס הנ"ל תופחת מהמאזן גם ההלוואה בגינו, מהלך זה לא עתיד לשנות באופן משמעותי את יחסי כיסוי החוב ויחסי האיתנות של החברה.

נכסי החברה בישראל מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים ובתזרים הכנסות יציבי; עם זאת, לחברה קיימת תלות בנכס מניב עיקרי

עם השלמת שינוי המבנה, תכלול פעילות החברה החזקה ב- 13 נכסים מניבים בישראל, בכללם 2 נכסים שנרכשו באוקטובר 2010, במסגרת רכישת חברת דסטיני נכסים. מרבית הנכסים ממוקמים במרכז הארץ באזורי ביקוש, מושכרים לרוב בשיעורי תפוסה גבוהים ביותר ומניבים לחברה תזרים יציב מפעילות. עם זאת, קיימת לחברה תלות בנכס עיקרי מניב - הקניון באשקלון. כך, תזרים ה- NOI השנתי שמייצר הקניון מהווה קרוב ל- 50% מסך תזרים ה- NOI השנתי של החברה, הנאמד בכ- 45 מיליון ש"ח. כמו כן, שווי הקניון, העומד על כ- 275 מיליון ש"ח, מהווה כ- 45% משווי פורטפוליו הנכסים הכולל של החברה. מצב זה מהווה, להערכת מידרוג, גורם סיכון בפעילות החברה.

גיוס אג"ח הנבחן ע"י החברה צפוי להביא בטווח הקצר לקיטון מסוים בתזרים ה- FFO, אך יביא לשיפור בתזרים השירוי של החברה

החברה בוחנת גיוס סדרת אג"ח חדשה בהיקף של כ- 200 מיליון ש"ח. בכוונת החברה להשתמש בחלק מתמורת סדרת האג"ח החדשה, על מנת לפרוע הלוואה בנקאית בסך כ- 122 מיליון ש"ח, שניתנה כנגד שיעבוד חלק מהקניון באשקלון, ולשעבד את הקניון לטובת הסדרה החדשה. מהלך זה עלול להגדיל בטווח הקצר את תשלומי הריבית של החברה, ובהתאם - להרע במעט את יחסי הכיסוי התזרימיים. עם זאת, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר, ככל שהחברה תעשה שימוש ביתרת התמורה להרחבת פעילותה.

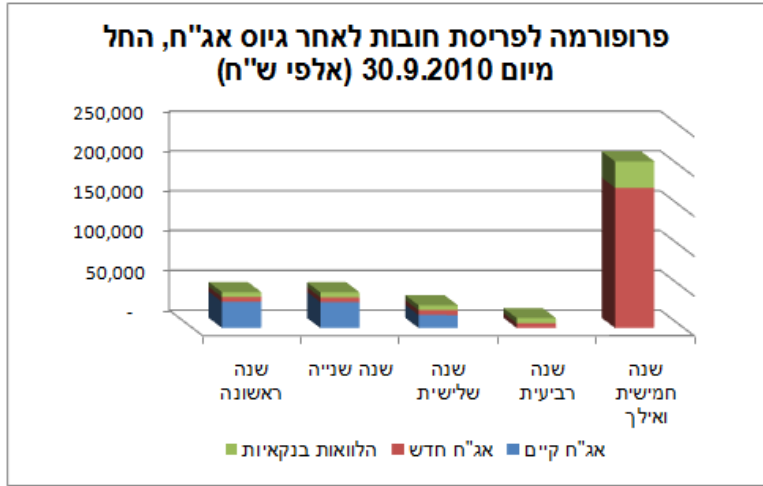
על אף השחיקה הצפויה בתזרים ה- FFO כתוצאה מגיוס חוב האג"ח, לוח סילוקין נוח יותר של הלוואת האג"ח ביחס להלוואה הבנקאית, יאפשר לחברה לרשום גידול מסוים בתזרים השירוי השנתי מהקניון, לאחר שירות הלוואה.

לחברה קיימת נזילות ורמת תזרים סבירה ביחס לצרכי שירות החוב; צפוי לחול שינוי בתמהיל החוב של החברה, באופן שיהפך למוטה אג"ח

נכון ליום 30.9.2010, החובות הפיננסיים של החברה עומדים על כ- 418 מיליון ₪. עם שינוי המבנה, יקטן החוב הפיננסי בכ- 120 מיליון ₪, בעיקר בשל העברת הנכס המניב בפולין לחברה האם. יתרת החוב כוללת בעיקר חוב אג"ח בהיקף של כ- 82 מיליון ₪ (לאחר ה- 30.9.2010 שילמה החברה קרן אג"ח בסך כ- 16.5 מיליון ₪) והלוואה בנקאית בסך 125 מיליון ₪ - כנגד חלק מהקניין באשקלון. יתכן, כאמור, שההלוואה הבנקאית אשר מועד פירעונה הסופי חל באוגוסט 2011, תוחלף בחוב אג"ח במסגרת הנפקה עתידית.

בעיקבות מהלכים אלו, יחול שינוי בתמהיל החובות של החברה ומעבר מחוב מוטה הלוואות בנקאיות בריבית משתנה לחוב מוטה אג"ח צמוד מדד. עם זאת, המח"מ הארוך של האג"ח החדש יביא לכך שלא יחול גידול מהותי בעומס פרעונות האג"ח של החברה, הצפוי לעמוד בשנתיים הקרובות על כ- 40 מיליון ₪ בשנה.

נכון ליום 30.9.2010, לחברה יתרות מזומנים במאוחד של כ- 58 מיליון ₪ (כ- 51 מיליון ₪ לאחר העברת הנכסים), מתוכם כ- 22 מיליון ₪ בסולו. כמו כן, נכון למועד זה, מייצרת החברה תזרים FFO שנתי של כ- 30 מיליון ₪ (כ- 20-19 מיליון ₪ לאחר העברת הנכסים וגיוס חוב האג"ח) ובעלתה נכסים מניבים בלתי משועבדים בשווי של כ- 173 מיליון ₪. בכונת החברה לשעבד חלק ניכר מנכסים אלו לטובת סדרת האג"ח הקיימת ולטובת סדרה האג"ח החדשה. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי לחברה קיימים מקורות תזרים ונזילות סבירים על מנת לעמוד בלוח הסילוקין הצפוי לחברה בטווח הקצר והבינוני.



* כולל חוב אג"ח בסך 16.5 מיליון ₪ אשר נפרע בפועל

יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.08	31.12.09	30.9.10	30.9.10 שינוי מבני + שיעור	
69,083	74,181	56,254	41,192	הכנסות מהשכרת נכסים ושירותי ניהול
41,885	48,052	36,849	33,545	רווח גולמי
61%	65%	66%	81%	שיעור רווח גולמי
-	-	-	37,261	עליית ערך נדל"ן להשקעה
28,272	37,407	30,396	65,724	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
-34,282	-14,116	-6,386	45,334	רווח נקי (הפסד) לתקופה
47,948	42,964	59,579	51,179	יתרות נזילות
429,348	413,438	417,039	297,378	חוב פיננסי
381,400	370,474	357,460	246,199	חוב פיננסי נטו
632,007	627,256	597,971	637,645	CAP
584,059	584,292	538,392	586,466	חוב Cap נטו
201,724	204,449	177,945	289,199	הון עצמי וזכויות מיעוט
671,670	659,305	628,092	649,408	סך מאזן
67.9%	65.9%	69.7%	46.6%	חוב פיננסי ל-CAP
65.3%	63.4%	66.4%	42.0%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
30.0%	31.0%	28.3%	44.5%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
-11,447	24,171	*23,968	*17,434	FFO
שילי	17.1	13.0	12.8	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
שילי	15.3	11.2	10.6	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

* FFO ל- 3 רבעונים

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

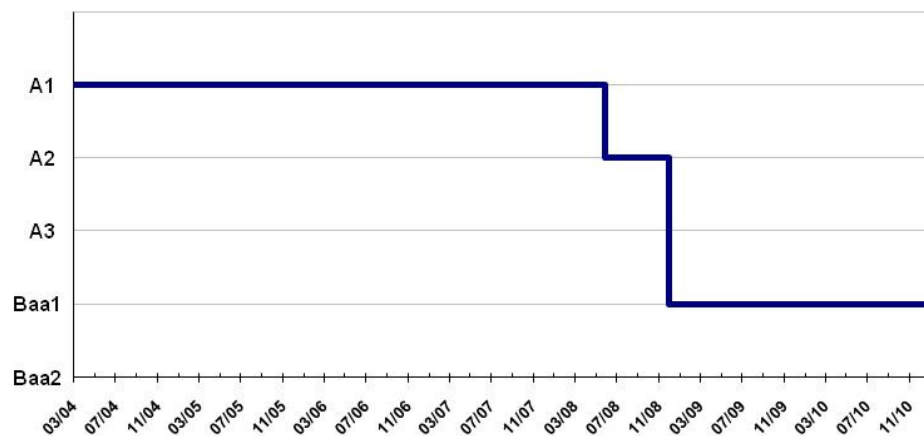
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות המניבה של החברה
- שיפור משמעותי בנזילות החברה ובתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת, תוך שמירה על היקפי חוב ויחסי איתנות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- ירידה משמעותית בנזילות החברה וירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד, תוך פגיעה בגמישות הפיננסית
- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה אשר אינה נתמכת בגידול נכסיה
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה
- חלוקת דיבידנד בהיקף אשר יפגע באיתנות הפיננסית של החברה

היסטוריית דירוג

6



אודות החברה

גירון פיתוח ובנייה בע"מ עוסקת, באמצעות חברות בנות ומוחזקות, בתחום הנדל"ן המניב בישראל ובתחום הנדל"ן במזרח אירופה. שטח הנכסים אשר בבעלות החברה עומד נכון ליום 30.9.2010 על כ- 74 אלף מ"ר (חלק החברה), מתוכו - כ-60 אלף מ"ר בישראל והיתרה - ברומניה ופולין. עם השלמת שינוי המבנה ורכישת הנכסים במסגרת חברת גלובל נכסים, יעמוד שטח הנכסים שבבעלות החברה על כ- 63.5 אלף מ"ר, כולם בישראל. שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בישראל עומד על כ-97%.

ביום 25 באוגוסט 2010 הגישה בעלת השליטה בחברה - דסטיני החזקות, הצעת רכש מלאה למניות החברה. בעקבות תוצאות הצעת הרכש, רכשה דסטיני החזקות את כל המניות שהוצאו למכירה וביום 19 בספטמבר 2010, הפכה החברה לפרטית.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג, www.Midroog.co.il

מושגי יסוד

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 בציוד, 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 הוניות - 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

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 מאוד.
	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 מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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 לסיכוני 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 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.