



גירון פיתוח ובניה בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2013

1

מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית
inbals@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרת אג"ח חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד 120 מיליון ₪ ע.ב., שתמורת הנפקתה תשמש להשקעות חדשות ולפעילות השוטפת

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26.08.13 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 31.3.2013 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	מועד הנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2019	127,836	מדיד + 4.45%	מדיד	13.2.2012	1125681	אג"ח ג

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 שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן ומניבים תזרים וסוי יציב, הנאמד בלמעלה מ- 50 מיליון ₪ בשנה; החברה נהנית מפרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג, הכולל רמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי חוב ל-FFO מהירים, הנמוכים באופן עקבי מ- 15 שנה; החברה פועלת להרחבת שטחי המסחר בקניון באשקלון, תוך השקעה שאינה משמעותית, הצפויה להגדיל את תזרים ה- נכס הנובע מן הנכס. במקביל פועלת החברה להרחבת זכויות הבניה בנכסים נוספים שבבעלותה; אסטרטגיית הפעילות של החברה ממוקדת בתחום הנכסים המניבים בישראל וכוללת היקף ייזום נמוך, המיוחס רק להשבחת נכסים מניבים שבבעלותה. אסטרטגיה זו ממתנת את רמת הסיכון בפעילות, שכן היא מאפשרת לחזות את המשך הפעילות ברמת סבירות גבוהה יותר ומספקת נראות גבוהה להיקף ועיתוי התזרימים הצפויים לחברה; היקף חובות נמוך ולוח סילוקין נוח של חובות האג"ח מפחיתים את צרכי הנזילות השוטפים, באופן שאינם מסתמכים על השלמת מהלכים ברמת אי ודאות גבוהה יחסית כגון מימושי נכסים ומחזור הלוואות.

מנגד, במסגרת הדירוג נלקח בחשבון היקף הפעילות הנמוך של החברה ביחס לחברות בדירוג דומה בענף. לחברה היקף הון עצמי של כ- 283 מיליון ₪ וסך מאזן של כ- 755 מיליון ₪. היקף הפעילות הנמוך חושף את החברה לתנודתיות רבה יותר בנתונים הפיננסיים ואף מהווה גורם עיקרי לחשיפתה



לנכס מרכזי - קניון גירון באשקלון, המניב כ- 45% מסך ה- NOI; לחברה גמישות פיננסית נמוכה יחסית, הכוללת יתרת נכסים בלתי משועבדים של כ- 32 מיליון ₪. במידה ותנפיק החברה סדרה חדשה, המהלך צפוי לתרום לפיזור הפעילות של החברה והיקפה אך לא יתרום לגמישות הפיננסית הכוללת של החברה. עם זאת, לחברה אין חוב לא מובטח בשעבוד.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

פרטופוליו 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, החברה מציגה 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 31.3.2013, עמדו יחס האיתנות חוב ל- CAP על כ- 46% (שיפור מסוים מאז הדירוג הקודם, בו עמד יחס זה על 49%), ויחס הכיסוי חוב פיננסי ל- FFO עמד על כ- 12 שנים, לעומת 14 בדירוג הקודם.

על אף קיומם של מקורות נזילים זמינים, טרם עלה בידי החברה להשלים מהלכים להרחבת הפעילות; עם זאת, החברה פועלת להרחבת היקף הפעילות, שהינו קטן ביחס לחברות בעלות דירוג דומה, ומגלם רמת חשיפה גבוהה לקניון באשקלון

בתחילת שנת 2012 גייסה החברה חוב אג"ח בסך כ- 80 מיליון ₪, מתוך כוונה להשתמש בעיקר התמורה להרחבת תיק הנכסיה המניבים. אג"ח זה הורחב ברבעון הראשון של 2013 תמורת כ- 54 מיליון ₪. נכון למועד פרסום דוח זה, טרם עלה בידי החברה להשלים עסקאות לרכישת נכסים.

ככל שתתקיים הנפקה נוספת על ידי החברה וירכשו נכסים נוספים שישועבדו לטובת הסדרה החדשה, צעד זה צפוי להרחיב את היקף הפעילות של החברה. בנוסף, החברה החלה בפעולות להרחבת הקניון באשקלון ופועלת גם להרחבת ומימוש זכויות בניה נוספות בנכסים אחרים שבבעלותה. פעילות החברה הינה נמוכה בהיקפה, ביחס לחברות נדל"ן מניב בדירוג דומה, ולחברה חשיפה גבוהה לנכס מרכזי, קניון גירון באשקלון, המהווה קרוב למחצית משווי הפרטופוליו (שווי הקניון מוערך בכ- 302 מיליון ₪), וכיום הוא מפיק כמחצית מתזרים ה- NOI השנתי של החברה.

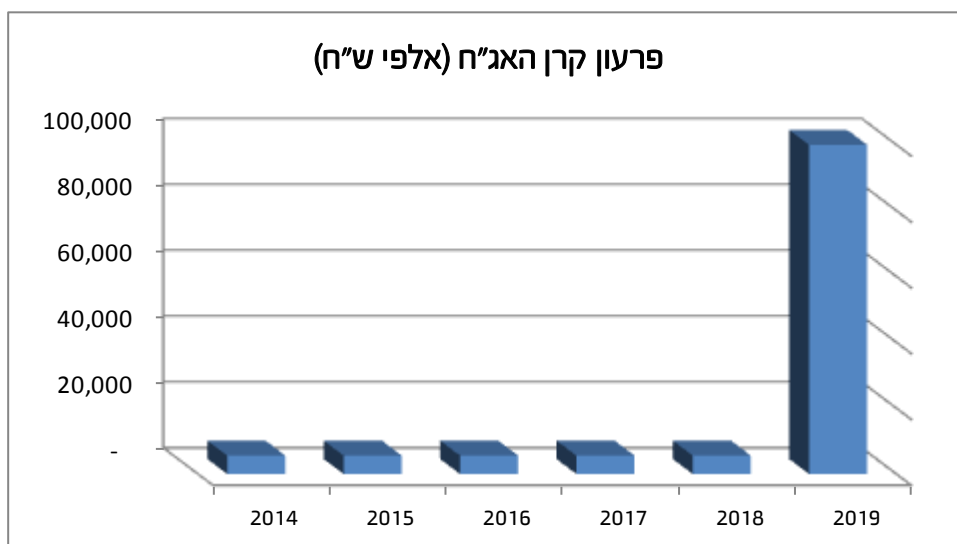
מידרוג מצפה לניצול יתרות הנזילות שבידי החברה לשירות החוב ולהשקעות בנכסים מניבים בלבד, התואמות את פרופיל פעילות החברה עד כה, כך שירחיבו את הפיזור והיקף פעילות החברה, בהתאם לאסטרטגיית הפעילות כיום, ובהתאם לתחזיות שהוצגו בפני מידרוג.

אסטרטגיית פעילות ממוקדת ורמת ייזום נמוכה מהווים גורם חיובי הממתן סיכון

החברה ממקדת 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 אסטרטגיה זו כממוקדת וסולידית, המהווה גורם ממתן סיכון, שכן היא משפרת את נראות התזרים ומקלה על היכולת לחזותו, באמצעות חוזים חתומים מראש לטווח ארוך. בנוסף, במרבית נכסיה, לחברה מספר שוכרים רב, כך שלא קיימת לה תלות בשוכר יחיד למרות היקף פעילותה המצומצם.

צרכי שירות החוב של החברה הינם נמוכים ביחס לנזילות החברה

לחברה צרכי שירות חוב נמוכים ביחס ליתרות הנזילות ואף ביחס למקורות התזרים השוטף. התזרים השיווי השנתי מהנכסים, המוערך בכ- 20-15 מיליון ₪, צפוי לכסות את מרבית ההוצאות השוטפות של החברה, בהן הוצאות ההנהלה וכלליות ועלויות שירות חוב האג"ח בשנים הקרובות. צרכי הנזילות הנמוכים של החברה נובעים מלוח סילוקין נוח של אג"ח ג', הפרוס על פני שנים רבות, ובסופן פירעון עיקר הקרן. פירעון זה מהווה גורם סיכון לחברה בטווח הארוך, אליו עליה להיערך. לחברה גמישות פיננסית נמוכה, הבאה לידי ביטוי בשווי הנכסים הלא משועבדים, אשר הסתכם, נכון ליום 31.3.13, בכ- 32 מיליון ₪. לחברה קיימת גמישות פיננסית נוספת, הנובעת מכך שחלק מנכסיה משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות בשיעורי LTV נמוכים יחסית. רמות מינוף אלו עשויות לאפשר לחברה להגדיל, בעת הצורך, את ההלוואות הללו במידה מסוימת. עם זאת, יש לציין כי לחברה לא קיים חוב קורפורייט ללא בטחונות כנגדו. כאמור, ככל ששירכשו נכסים נוספים וישועבדו לטובת סדרת אג"ח חדשה, במידה ותונפק, מהלך זה יפגע בגמישות הפיננסית, אך מאידך, יתרום להרחבת היקף ופיזור פעילות החברה, עם הגדלת שווי הפרטפוליו בכ- 20%.



יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	
56,146	61,869	64,741	16,149	הכנסות
45,339	51,001	52,591	13,231	רווח גולמי
81%	82%	81%	82%	שיעור רווח גולמי
36,438	19,748	27,585	-	עליית ערך נדל"ן להשקעה
37,842	41,118	43,041	11,093	EBITDA
12,514	21,774	37,998	5,150	רווח נקי (הפסד) לתקופה
9,623	26,486	39,371	28,763	יתרות נזילות
-	6,700	-	53,800	פקדון משועבד לאג"ח
437,969	312,133	338,943	376,195	חוב פיננסי
428,346	278,947	299,572	293,632	חוב פיננסי נטו*
712,355	736,792	701,905	745,276	CAP
702,732	703,606	662,534	662,713	CAP נטו*
542,877	321,704	278,360	283,510	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,137,690	763,986	712,513	755,553	סך מאזן
61.5%	42.4%	48.3%	50.5%	חוב פיננסי ל-CAP
61.0%	39.6%	45.2%	44.3%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
47.7%	42.1%	39.1%	37.5%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
32,483	32,862	25,062	6,578	FFO
13.5	9.5	13.5	14.3	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
13.2	8.5	12.0	11.2	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

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

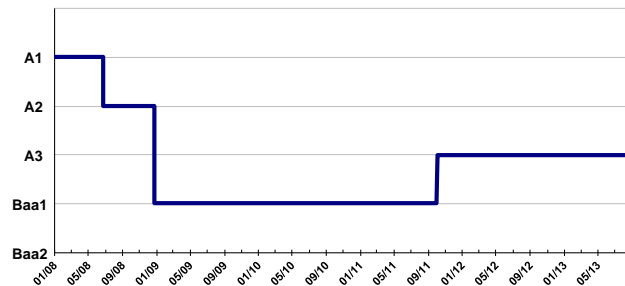
אופק הדירוג

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 ויחסי 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 שנתי בהיקף שיעלה על 50% מתזרים ה- FFO
- שימוש ביתרות הנזילות שלא בהתאם לאסטרטגיה העסקית שהחברה הציגה בפני מידרוג



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

דוח קודם: [אוקטובר 2012](#)

מועד פרסום הדוח: 27 אוגוסט 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 ושוי 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות 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 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 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.