

גירון פיתוח ובניה בע"מ

דו"ח מעקב שנתי - דצמבר 2009

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

גירון פיתוח ובניה בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 לסדרת האג"ח המדורגת של גירון פיתוח ובניה בע"מ (להלן: "גירון", או "החברה") והעלאת אופק הדירוג משלילי ליציב.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

יגרת שנות פירעון	יגרת אג"ח בספרים ליום 30.9.2009	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.נ נומינלי (אלפים) ליום 30.9.09	מועד הנפקה ראשון	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2012	111,168	מדד	5.5%	97,227	24.3.2004	1089978	סדרה ב'

דירוג הסדרה ושינוי אופק הדירוג ליציב נתמכים בשיפור בפעילות הליבה של החברה. במהלך התקופה חל גידול בהכנסותיה מנכסים קיימים ושיפור ברווחיותה התפעולית. כמו כן, חל שיפור ביחסי הכיסוי של החברה בזכות גידול ניכר בתזרים ה- FFO של החברה ובתזרים מפעילות שוטפת, זאת במקביל לשמירה על רמת החוב הקיים. רמת איתנותה הפיננסית של החברה הינה סבירה לרמת דירוגה הנוכחי. מנגד, אף שקיימת יציבות בפעילות הליבה של החברה, תוצאות החברה ממשיכות להיות מושפעות מפעילות חברות שבהחזקתה - פולאר השקעות ולינצ'פילד. יש לציין, כי שווי השוק של החזקת החברה בפולאר נמוך משמעותית מהשווי הרשום בספריה (הפרש העומד על כ- 68 מיליון ₪). מנגד, החברה אינה משערכת את נכסיה ועל כן קיים שווי כלכלי נוסף לנכסיה המניבים אשר אינו מתבטא בדוחותיה.



התפתחויות עסקיות עיקריות¹

החברה הגדילה את החזקותיה בחברת פולאר השקעות בע"מ

בהמשך לרכישות במהלך שנת 2008, רכשה החברה בינואר 2009 275 אלף מניות של חברת פולאר השקעות בע"מ (להלן: "פולאר") בתמורה בסך של כ- 8 מיליון ₪. נכון למועד דו"ח זה, מחזיקה החברה בכ- 32.55% מהזכויות בהון פולאר וב- 33.6% מזכויות ההצבעה בפולאר. עד כה השקיעה החברה ברכישת מניות פולאר סך של כ- 148 מיליון ₪ ונכון ליום 30 בספטמבר 2009 עומדת יתרת ההשקעה בדוחות הכספיים על כ- 113 מיליון ₪. שווי השוק של החזקת החברה בפולאר עומד נכון ליום 16 בדצמבר על כ- 45 מיליון ₪.

החברה מסווגת את השקעתה בפולאר כהשקעה בחברה כלולה ועל כן לתוצאות העיסקיות של פולאר השפעה על הרווח הנקי של החברה.

התנהלות משפטית בקשר עם השקעות החברה בקרקעות בפולין

החברה מנהלת הליך משפטי כנגד שותף עסקי, בגין חשדות לביצוע מעשים פליליים על ידו וכן מנהלת הליך להסרת שיעבודים שהוטלו ע"י בית המשפט לטובת תאגיד בנקאי על מניות חברת בת ועל מקרקעין שבבעלות חברת הבת. ההפרשה הכוללת של החברה בגין פעילות זו מסתכמת ב- 4.2 מיליון ₪.

להערכת מידרוג, לנושא זה לא צפויה להיות השפעה רבה על יציבותה הפיננסית של החברה, ראשית, מכיוון שלא מדובר בסכום בסדר גודל מהותי ביחס לפעילותה הכוללת של החברה וכן מכיוון שממילא לא תוכננה פעילות יזמית בקרקעות אלו בתקופה הקרובה.

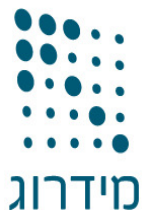
¹ החל מדו"ח מעקב שנתי בנובמבר 2008

יחסים פיננסיים נבחרים :

31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
45,690	69,083	51,101	55,107	הכנסות
14,965	28,970	21,357	28,668	רווח תפעולי
18,941	37,522	28,043	35,481	EBITDA
20,395	25,324	27,360	14,686	הוצאות מימון, נטו
-8,542	-31,559	-12,998	-378	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
-12,721	-34,282	-18,669	7,213	רווח נקי
528,171	671,670	729,992	697,430	סך מאזן
292,330	429,348	454,738	432,671	חוב פיננסי
45,686	47,948	81,625	54,213	יתרות מזילות
246,644	381,400	373,113	378,458	חוב פיננסי נטו
191,001	201,724	232,579	222,997	הון עצמי וזכויות מיעוט
464,858	632,007	689,361	662,498	CAP
419,172	584,059	607,736	608,285	CAP נטו
36%	30%	32%	32%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
63%	68%	66%	65%	חוב ל-CAP
59%	65%	61%	62%	חוב נטו ל-CAP נטו
20,382	-11,773	-5,776	18,161	FFO
14.3	שלילי	שלילי	17.9	חוב פיננסי ל-FFO, בגילום שנתי
0.9	1.5	1.0	2.4	EBITDA להוצאות מימון
65%	61%	60%	65%	רווח גולמי מהכנסות
שלילי	שלילי	שלילי	13%	רווח נקי מהכנסות

החברה הציגה התייצבות בפעילות הליבה

ב- 9 החודשים הראשונים של שנת 2009 רשמה החברה שיפור בפעילות הליבה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. השיפור בפעילות, שבא לידי ביטוי בגידול בהכנסות, ברווח התפעולי וב- EBITDA, נבע מגידול בשכ"ד מנכסים קיימים וכן מהתייעלות תפעולית שביצעה החברה בתקופה, שהביאה לצמצום בהוצאות השוטפות. גם ביחס חוב פיננסי נטו ל- FFO חל שיפור משמעותי ביחס לתקופה המקבילה, בזכות גידול ב- FFO תוך שמירה על היקף חוב יציב. הגידול ב- FFO הושג בזכות השיפור בפעילות התפעולית, וכן בזכות קיטון במיסים ששולמו - לאחר שבתקופה המקבילה שולם מס חריג וחד פעמי ובזכות קיטון בריבית ששולמה בשל ירידה בשיעורי הריבית המשתנה בארץ ובעולם.

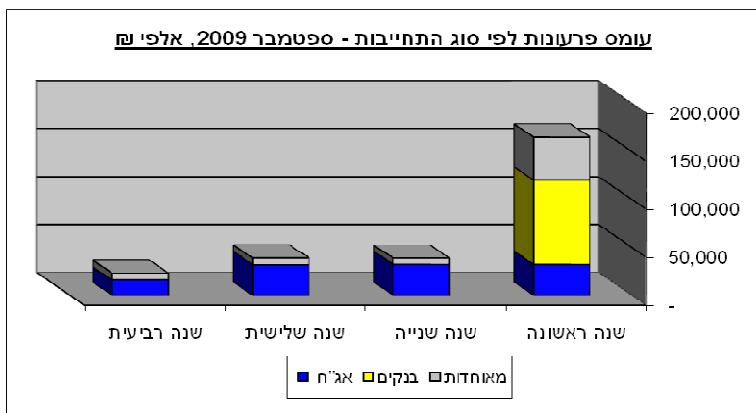


תוצאותיה הכספיות של החברה מושפעות באופן ניכר מפעילות חברות שבהחזקתה

לאחר שרשמה הפסד נקי בשנים 2007-2008, בעיקר בשל חלקה בהפסדי חברת פולאר, המסווגת כחברה כלולה בדוחות הכספיים, סיימה גירון את 9 החודשים הראשונים של שנת 2009 ברווח נקי של כ- 7.2 מיליון ₪, תודות לשיפור בפעילות החברה שצויין לעיל וכן בשל קיטון הפסדי החברה בגין פולאר בתקופה, לכ- 820 אלפי ₪ בלבד. במקביל, חל בתקופה זו גידול בהון העצמי של החברה בסך 21 מיליון ₪ ביחס לסוף שנת 2008, בזכות גידול ברווח הנקי וכן בזכות גידול בקרן הון בגין נכסים פיננסיים זמינים למכירה בסך 14 מיליון, לאחר ששווי ההשקעה בלינצ'פילד גדל בכ- 18 מיליון ₪.

גירון מחזיקה בכ- 8% ממניות חברת Linchfield Ltd. (להלן: "לינצ'פילד"). החברה מסווגת את השקעתה בלינצ'פילד תחת סעיף השקעה בנכסים פיננסיים זמינים למכירה ועל כן לינצ'פילד מוצגת בדוחות הכספיים על בסיס שוויה ההוגן למועד הדו"ח. סיווג זה הופך את שווי ההחזקה בספרים לתנודתי, דבר אשר משפיע על היקף ההון העצמי של החברה דרך שינויים בקרן הון.

עומס פרענונות צפוי



נכון ליום 30 בספטמבר 2009 לחברה יתרות מזילות בסך של כ- 54 מיליון ₪. מנגד, לחברה חוב בסך כ- 433 מיליון ₪ אשר ממנו כ- 165 מיליון ₪ אמורים להפרע בשנה הקרובה. עם זאת, מרבית סכום זה - הכלול בסעיפי חוב לבנקים בסך 88 מיליון ₪ וחוב של חברות מאוחדות הפועלות בחו"ל בסך 44.6 מיליון ₪ נכלל בהלוואות מתגלגלות, המתחדשות מעת לעת ואשר כנגדן קיימים נכסים משועבדים. לפיכך, בפועל צופה החברה כי תידרש לפרוע הלוואת אג"ח בסך כ- 32 מיליון ₪ וכן חלויות שוטפות של הלוואות לז"א בסך 6 מיליון ₪.

אופק הדירוג

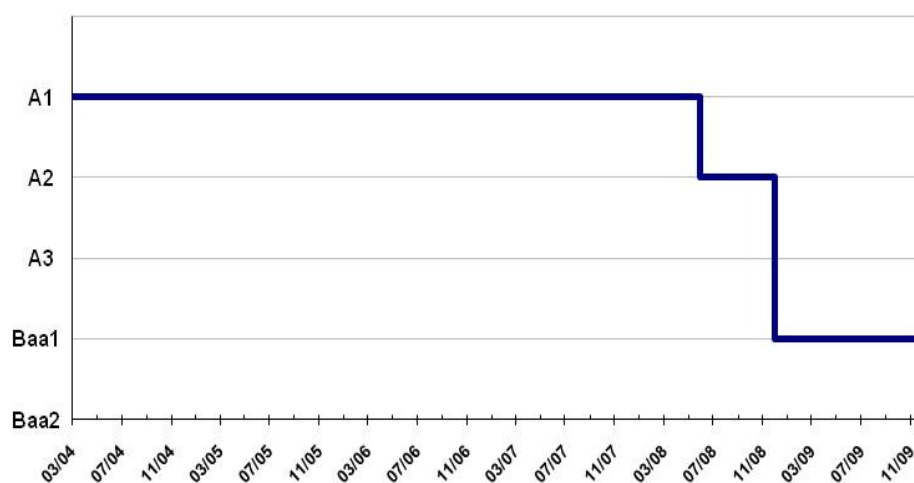
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בנזילות החברה ובתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת, תוך שמירה על היקפי חוב ויחסי איתנות.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה בנזילות החברה וירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד, תוך פגיעה בגמישות הפיננסית.
- הרעה במצב החברות המוחזקות והכלולות שיביאו למחיקות הון עצמי של החברה.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר תפגע באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה.
- עלייה בריביות המשתנות בארץ ובעולם שתגדיל את עלויות המימון של החברה.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

גירון פיתוח ובנייה בע"מ 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 מניב בישראל ובחו"ל. שטח הנכסים אשר בבעלותה של החברה עומד נכון ליום 30.9.2009 על כ - 72 אלף מ"ר (חלק החברה), מתוכו - כ-58 אלף מ"ר בישראל והיתרה - ברומניה 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"מ² בכ - 82.5% מהונה של גירון, כ - 7.5% נוספים מוחזקים על ידי חברת לינדלי השקעות ואחזקות בע"מ³.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

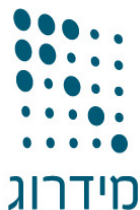
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

² דסטיני הינה חברה פרטית, בבעלות ובשליטת מר אבי רויכמן, המחזיק ב - 90% מההון המונפק והנפרע של החברה ומר אריה עובדיה המחזיק ב - 10% מהון דסטיני.

³ לינדלי השקעות הינה חברה פרטית בבעלות ובשליטה מלאות של מר אבי רויכמן.

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 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 קטגוריית הדירוג שאליה 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: CRGIRON21209000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכושה 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 בעינייה 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 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 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 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.

