



גירון פיתוח ובניה בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2014

מחבר:

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

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן
ranq@midroog.co.il

גירון פיתוח ובניה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג, מדירוג A3 לדירוג A2 והצבת אופק 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 120 מיליון ₪ ע.ג., שתמורת הנפקתה תשמש להשקעות חדשות ולפעילות השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 3.11.2014 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 30.6.2014 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	מועד ההנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2015-2019	124,767	מדד + 4.45%	מדד	07/02/2012	1125681	אג"ח ג
2014-2023	153,346	מדד + 3.25%	מדד	09/12/2013	1130681	אג"ח ד
	278,113					סה"כ

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בגידול בהיקף הפעילות, שיפור בפיזור פעילות החברה והיציבות שרושמת החברה בפורטפוליו הנכסים שבבעלותה. פורטפוליו הנכסים של החברה מורכב מנכסים יציבים בעלי שעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. במהלך השנה האחרונה נוספו לחברה עוד שני נכסים, בהיקף של מעל ל-100 מ' ₪. בנוסף, החברה עומדת לקראת מסירת ההרחבה בקניון באשקלון לשוכרים החדשים להערכת מידרוג, ה-NOI השנתי המייצג של החברה צפוי לגדול ביותר מ-20% בהשוואה לאשתקד; החברה נהנית מפרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג, הכולל רמת מינוף נמוכה יחסית ויחס חוב נטו ל-FFO מהיר, הנמוך, באופן עקבי, מ-15 שנה; אסטרטגיית החברה הינה סולידית: התמקדות בתחום הנדל"ן המניב בישראל, הרחבת הפעילות בדרך של רכישת נכסים (קיימים ופעילים) והשבחה או הרחבה של נכסים בפורטפוליו הקיים; לחברה לוח סילוקין נוח ורמות מינוף נמוכות על הנכסים הקיימים, כך שהיא איננה נסמכת על מיחזורי חוב בהיקף נרחב או השלמת מהלכים אחרים ברמת אי ודאות גבוהה (כגון מימוש נכסים) לצורך עמידה בהתחייבויותיה העתידיות.

נכסי החברה מציגים יציבות תפעולית ושיעורי תפוסה גבוהים, במהלך השנה האחרונה החברה פעלה להרחבת מצבת הנכסים כך שצפוי גידול בתזרים ה-NOI.

החברה הגדילה את פורטפוליו הנכסים שלה ל-16 נכסים, בשטח כולל של כ-81 אלף מ"ר לעומת 14 נכסים בשטח של כ-65 אלף מ"ר, במועד הדירוג האחרון (נכס אחד הינו קרקע לפיתוח עתידי בצורן). נכסי החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים של למעלה מ-95%, לאורך זמן, בפיזור שוכרים נאות ופיזור שנות סיום חוזים, ההולמים את רמת הדירוג. במהלך השנה האחרונה חל גידול במצבת הנכסים של החברה. בחודש דצמבר 2013, בעל השליטה בחברה העביר לרשותה את הנכס "בית האומות" בירושלים ובמהלך החודש האחרון השלימה החברה את רכישת הנכס "בית מסוף" בראשל"צ. השווי המצרפי של שני הנכסים החדשים הינו כ-104 מ' ש. בנוסף, במהלך התקופה פעלה החברה להרחבת הנכס העיקרי שלה - הקניון באשקלון, ולהשכרת השטחים החדשים. נכסי החברה הציגו עד היום תזרים NOI יציב וקבוע. הגידול במצבת הנכסים של החברה צפוי להגדיל את ה-NOI של החברה מכ-52 מ' ש בשנת 2013 לכ-64 מ' ש בשנה מייצגת.

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. לחברה קיימת חשיפה לנכס בודד, הטמעת הנכסים החדשים של החברה תורמת לפיזור הנכסים כך שמשקל הנכס המרכזי - קניון אשקלון-יורד לכ-40% מסה"כ הנכסים, לעומת כ-45% במועד הדירוג האחרון (שיעור דומה מה-NOI). נציין כי חשיפת החברה לנכס זה נותרה גבוהה אולם פיזור השוכרים בנכס ממתן במידה מסוימת את רמת הסיכון. במרבית הנכסים, לחברה מספר שוכרים רב, כך שלא קיימת לה תלות בשוכר יחיד, למרות היקף פעילותה (שלושת השוכרים העיקרים מייצגים כ-12.4% בלבד מהכנסות החברה).

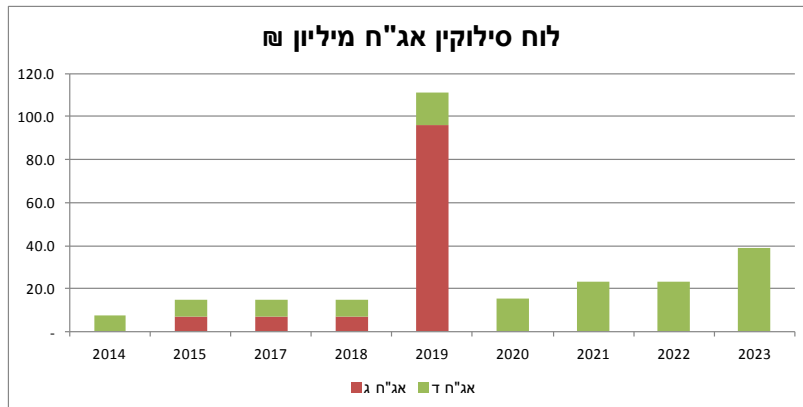
פרופיל פיננסי טוב לרמת הדירוג הכולל רמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי חוב מהירים

החברה מציגה רמות מינוף נמוכות, הכוללות שיעורי LTV סבירים ברמת הנכסים, לצד חוב בהיקף נמוך ברמת הקורפורייט. בחודשים האחרונים פעלה החברה לפרוע את ההלוואות הספציפיות על שלושה נכסים ורכשה את הנכס בית מסוף, ללא מימון חיצוני, כך שחל שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה. מידרוג מעריכה כי במסגרת גיוס אגרות החוב החדשות, החברה תיצור שעבודים על חלק מנכסים אלו. אולם, השעבודים ירשמו לטובת המחזיקים לאחר גיוס אג"ח, ומשכך-כנגד גידול בנזילות (שתשמש להמשך הרחבת פעילות החברה). בהתאם לאסטרטגיית החברה מידרוג מצפה כי לאורך זמן החברה תשמור על רמות מינוף הנמוכות מ-60%. בנוסף, לאורך זמן, החברה מציגה יחסי כיסוי מהירים, חוב פיננסי נטו ל-FFO הקטן מ-15. יחסי הכיסוי ורמות המינוף של החברה בולטים לטובה לרמת הדירוג.



צורכי שירות החוב של החברה הינם נמוכים ביחס לנזילות החברה והתזרים השוטף אותו היא מייצרת

לחברה צורכי שירות חוב נמוכים ביחס ליתרות הנזילות ואף ביחס למקורות התזרים השוטף. מידרוג מעריכה כי בהתאם למצבת הנכסים הנוכחית של החברה, תזרים ה-FFO צפוי לגדול לכ-30 מ' ש. היקף ה-FFO הינו גדול מהאמורטיזציה השנתית של החברה כלפי הבנקים ומחזיקי אגרות החוב. לחברה צורכי נזילות נמוכים הנובעים מלוח סילוקין נוח של אגרות החוב, הפרוס על פני שנים רבות, ובסופן פירעון עיקר הקרן. בהתאם ללוח הסילוקין של החברה צפוי עומס פרעונות בשנת 2019. מידרוג מעריכה, כי בהתאם לשווי הנכסים הנוכחי ובהתחשב באמורטיזציה עד לשנת 2019, לחברה יכולת טובה לפרוע את התחייבויותיה.



יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.6.2013	31.12.2013	30.6.2014	אלפי ₪
56,146	61,869	64,741	32,477	65,040	35,068	הכנסות
45,339	51,001	52,591	26,257	51,932	29,370	רווח גולמי
80.8%	82.4%	81.2%	80.8%	79.8%	83.8%	שיעור רווח גולמי
36,438	19,748	27,585	5,282	17,798	5,907	עליית ערך גדל"ן להשקעה
37,842	41,118	43,041	21,907	41,879	24,475	EBITDA
12,514	21,774	37,998	12,321	21,721	15,607	רווח נקי (הפסד) לתקופה
9,623	26,486	39,371	69,980	183,384	167,527	יתרות נזילות
437,969	312,133	338,943	373,192	504,856	485,999	חוב פיננסי*
428,346	278,947	299,572	289,338	321,472	318,472	חוב פיננסי נטו*
712,355	736,792	701,905	751,456	932,324	922,597	*CAP
702,732	703,606	662,534	667,602	748,940	755,070	CAP נטו*
1,137,690	763,986	712,513	763,121	946,088	938,132	סך מאזן
542,877	321,704	278,360	290,681	306,180	311,787	הון עצמי וזכויות מיעוט
61.5%	42.4%	48.3%	49.7%	54.2%	52.7%	חוב פיננסי ל-CAP
61.0%	39.6%	45.2%	43.3%	42.9%	42.2%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
47.7%	42.1%	39.1%	38.1%	32.4%	33.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
32,483	32,862	25,062	13,662	26,075	15,638	FFO
13.5	9.5	13.5	13.7	19.4	15.5	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
13.2	8.5	12.0	10.6	12.3	10.2	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

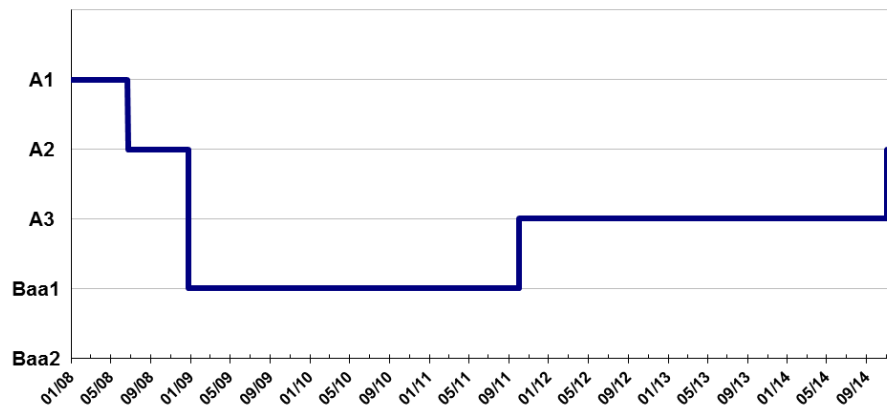
* מוצגים בנטרול פקדון המשועבד לטובת האג"ח

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, לרבות יחסי הכיסוי.

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
- 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 16 נכסים בשטח כולל של כ- 81 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: 27 אוגוסט 2013

מועד פרסום הדוח: 4 נובמבר 2014

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") 2014

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.