

# קבוצת גולד בונד בע"מ

מעקב | דצמבר 2019

## אנשי קשר:

**סיגל יששכר, סמנכ"ל**  
ראש תחום מימון חברות, מערכת דירוג ראשית  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**ליאת קדיש, רו"ח**  
ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

---

## קבוצת גולד בונד בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה קבוצת גולד בונד בע"מ ("גולד בונד" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2023	יציב	A2.il	1490051	סדרה ג'

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב פיננסי חזק יחסית לרמת הדירוג, המתבטא ברמת מינוף נמוכה, יחסי כיסוי מהירים ותזרימי מזומנים יציבים יחסית. לחברה נכסים אסטרטגיים בעורף נמל אשדוד המקנים לה יתרונות יחסיים ומתבטאים ברווחיות גבוהה יחסית. מאפיינים אלו מפצים באופן חלקי על היקף פעילות נמוך, עם הכנסות של כ-133 מ' ש בארבעת הרבעונים האחרונים, וריכוזיות עסקית המעיבה על הפרופיל העסקי. בשנתיים האחרונות החברה ביצעה מהלכים מהותיים במטרה להתרחב מעבר לפעילות הליבה בנמל אשדוד, אולם אנו מעריכים כי הבשלה משמעותית של מהלכים אלו לא תתבטא בטווח הקצר.

תחום השירותים הלוגיסטיים בעורף הנמל מוערך על ידינו כבעל סיכון עסקי בינוני. הבידול הנמוך יחסית בשירותים לוגיסטיים מהסוגים המוצעים בענף, והפעילות אל מול סוכני אוניות, משלחים בין-לאומיים ולקוחות עסקיים רגישי מחיר, מביאים להערכתנו לתחרות גבוהה המובילה ללחצי מחירים, ללא אופק להתמתנות התחרותיות בשנתיים הקרובות. הסיכון הענפי ממותן מצד ביקושים יציבים יחסית נוכח מרכזיות היבוא הימי בכלכלה הישראלית.

דירוג החברה נתמך בנוכחותה הדומיננטית בעורף נמל אשדוד. לחברה שטח אחסון מהגדולים באזור ובמיקום אסטרטגי בקרבת נמל אשדוד, וכן מתחם אחסנה פתוח בנמל חיפה בקרבת נמל מספנות ישראל. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019 רשמה החברה ירידה של כ-4.7% בהכנסות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, עיקר הירידה נרשמה במגזרי המכולות ונובעת מקיטון בפעילות והחרפת התחרות בענף. החברה נקטה בשנים האחרונות במספר מהלכים לשם פיתוח מנועי צמיחה במגזר הפעילות החופשית, העיקריים שבהם הינה חכירת מתחם אחסנה פתוחה בשטח 65 דונמים בעורף נמל המפרץ ונמל חיפה, שהחל לפעול בשנת 2018, רכישת מסוף המטענים בבית שאן בסמוך למעבר הגבול לירדן, וכן הקמת המחסן הרבובטי שצפוי להתחיל לפעול במהלך שנת 2020. אנו מעריכים כי השקעות אלו מהוות תשתית לצמיחה בטווח הבינוני-ארוך.

תרחיש הבסיס מניח כי נתח השוק של החברה יישחק בשל תחרותיות הענף, ובשל כך, אנו מעריכים כי הכנסות החברה יקטנו בכ-6% בשנת 2019, ובשנת 2020 אנו מניחים יציבות בהכנסות מפעילות המכולות וגידול בהכנסות מהפעילות החופשית, כאשר הנחנו כי המחסן הרבובטי למסחר מקוון יתרום הכנסות לקראת סוף שנת 2020, בהיקפים נמוכים.

רווחיות החברה הגבוהה לאורך השנים בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג, ולהערכתנו נובעת בין השאר מבעלות היסטורית על שטחים בקרבת הנמל וכן מיעילות תפעולית גבוהה ויכולות שירות מגוונות. לצד זאת, הרווחיות מצויה במגמת שחיקה לאורך השנים, בשל לחצי המחיר ועלייה בהיקף ההשקעות (והוצאות הפחת) אשר אינה מפוצה בשורת ההכנסות. להערכת מידרוג, הרווחיות התפעולית תנוע בטווח של 12.5%-13.0% בשנת 2019 (לעומת כ-23.7% בשנת 2018. כמו כן, אנו מעריכים כי השחיקה תחריף בשנת 2020, בשל תחילת הפעלת המחסן הרבובטי, אשר צפוי להערכתנו לייצר עודף הוצאות על הכנסות לפחות בשנת הראשונה<sup>1</sup>. מידרוג מעריכה כי קיימת אי וודאות לגבי מועד המעבר לרווחיות של המחסן הרבובטי בשל היעדר טרק רקורד. אנו מעריכים המשך תרומה תזרימית לחברה בשל האחזקה במספנות (24.7%), באמצעות קבלת דיבידנדים של 5.0 מ' ש לשנה. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2019-

<sup>1</sup> בתרחיש הבסיס, מידרוג הביאה בחשבון את השריפה שפרצה ביום 21.11.2019 בסמוך למחסן הרבובטי המצוי בהקמה, זאת בהתאם לדיווח החברה מיום 24.11.2019, ואת הערכת החברה לגבי השלכות השריפה על דחייה במספר חודשים של השקת המחסן הרבובטי.

2020, המקורות מפעולות (FFO - לפני הוצאות חכירה) כולל דיבידנד ממספנות ישראל צפויים לעמוד סביב 35 מ' ש לשנה (בניטרול תקן 16-30 מ' ש, בהשוואה לכ-42 מ' ש בשנת 2018). גולד בונד צפויה להערכתנו לייצר תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בטווח של 10-15 מ' ש בשנת 2019, בשל השקעות ברכוש קבוע (כולל תשלומי חכירה) בסך של כ-55 מ' ש שכוללים השקעה בסך כ-28 מ' ש במחסן הרובוטי, ותזרים חופשי חיובי מתון בשנת 2020 סביב 15 מ' ש, נוכח הערכתנו לקיטון בהשקעות. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם חכירה ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2019-2020 בטווח 2.5X-3.0X כאשר ההאטה ביחס הכיסוי לעומת שנים קודמות נובעת בעיקר מהשפעת הסכם החכירה של מתחם האחסון בחיפה מול חנ"י. תרחיש זה מניח המשך קיטון בחוב הפיננסי ובהלוואות מוכר בק"ע הגדלת האחזקה במספנות ישראל. להערכתנו, אלו עדיין יחסי כיסוי מהירים ובולטים לחיוב ביחס לדירוג, ומפצים במידת מה על מאפייני הפרופיל העסקי. רמת המינוף של החברה בולטת לטובה, כפי שמשתקף ביחס הון עצמי למאזן של כ-69.3%, נכון ליום 30.09.2019, אשר צפוי להשתפר באופן מתון בלבד בהתחשב גם במדיניות הדיבידנד של החברה. היתרות הנזילות (כ-54 מ' ש ליום 30.09.2019 כולל תיק ני"ע) נשחקו עקב השקעות ברכוש קבוע, ואנו מניחים המשך קיטון ביתרות עד לסוף שנת 2019 למימון התזרים החופשי השלילי ופירעון האג"ח לפי לוח הסילוקין. מדיניותה הפיננסית של החברה מוערכת כמאוזנת וברת חיזוי בשל מדיניות נזילות שמרנית, תיק ני"ע סולידי לאורך זמן ומדיניות חלוקה מתונה יחסית. במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לשלילה את היקף הפעילות הצר של החברה ואת הריכוזיות העסקית בנמל אשדוד.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי תחול התייצבות בהכנסות החברה ובלימת הירידה ברווח התפעולי לאורך זמן. ככל שתרחיש זה לא יתממש אנו נשקול פעולת דירוג שלילית.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך שחיקה בהכנסות החברה מפעילות הליבה
- גידול ביחס החוב הפיננסי מותאם ל-EBITDA מעל לרמה של 3.5 לאורך זמן
- רכישות ומיזוגים שאינם בליבת הפעילות של החברה ובפרופיל סיכון גבוה יותר

#### קבוצת גולד בונד בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪):

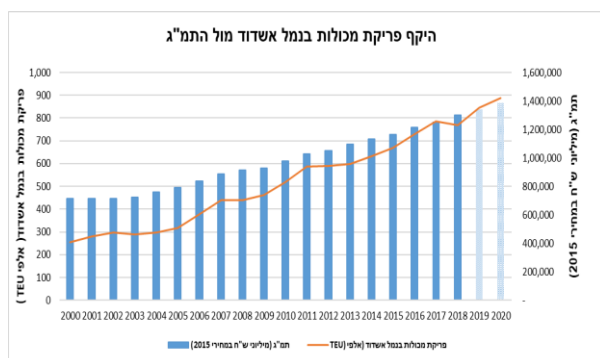
FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	9M 2018	9M 2019	
134.4	144.1	133.4	138.2	102.1	97.3	הכנסות
42.3	46.3	35.7	32.8	21.3	12.6	רווח תפעולי לפני הוצ' אחרות
31.5%	32.2%	26.7%	23.7%	20.8%	12.9%	% רווח תפעולי
58.1%	67.5%	68.9%	73.8%	71.2%	69.3%	הון עצמי למאזן
2.7	1.6	2.0	1.4	1.9	2.8	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [1]
12.5	7.3	11.6	10.5	9.5	5.8	רווח תפעולי / הוצ' ריבית [1]

[1] החל משנת 2019 חוב פיננסי מותאם כולל התחייבויות בגין חכירה תפעולית, עם יישום תקן IFRS 16.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### סיכון ענפי בינוני הנובע מתחרות גבוהה בין מתחרים בעלי בידול נמוך לצד חסמי כניסה משמעותיים וביקושים יציבים

הביקושים לשירותי החברה נגזרים מהיקף תנועת המכולות בנמל אשדוד (ובמידה פחותה בנמל חיפה), ובפרט היבוא במכולות, שכן עיקר פעילותן של החברות בתחום השירותים הלוגיסטיים בעורף הנמל הינו טיפול במטעני יבוא.



\* מקור: הלמ"ס ונתוני רשות הספנות והנמלים, עיבוד מידרוג.

היקף היבוא והיצוא במכולות דרך נמל אשדוד מתואם באופן מובהק עם רמת התמ"ג של מדינת ישראל. בהתאם לתחזית המקרו-כלכלית של בנק ישראל מחדש אוקטובר 2019, שיעור הצמיחה החזוי בתמ"ג לשנים 2019 ו-2020 צפוי לעמוד על 3.1% ו-3.0% בהתאמה, ובהתאם לכך מידרוג מעריכה כי היקף היבוא במכולות לנמל אשדוד (במונחי TEU) עתיד לעלות בשיעור של כ-2.6% ו-3.3%, בהתאמה (ממוצע 5 שנים אחרונות 5.2%), והיקף היצוא במכולות נמל אשדוד יעלה בכ-5.4% ו-4.4%, בהתאמה (ממוצע 5 שנים אחרונות 4.1%).

ענף הלוגיסטיקה בעורף הנמלים מאופיין להערכתנו בגידול מתון ויציב בביקושים, גורם חיובי מבחינת רמת הסיכון הענפית. שירותי האחסון המסורתיים הניתנים בענף מאופיינים בבידול נמוך יחסית ובמחירים תחרותיים, ולכן השחקניות בענף חותרות לספק שירותים משלימים ובהם שירותי פיצול והמכלת מטענים, אחסון "חופשי", הובלה ברכבת בין הנמלים, הובלה יבשתית לבית הלקוח, אחסון בתנאים מיוחדים (מזון בקירור, חומרים מסוכנים וכו') ושירותים אחרים על מנת ליצור בידול.

בעורף הנמלים ישנו מספר לא רב של מתחרות, אך הן פועלות בתחרות צמודה. הבולטות שבהן הן אוברסיז קומרס, פרידנזון, אשדוד בונדד, מסוף מילניום ומסוף 207. התחרות נובעת גם מצד הנמלים עצמם, אשר מציעים שירותים דומים בחלק מהקטגוריות לאלו שמציעים 'המסופים היבשים'. בימים אלו מוקמים בישראל שני נמלים חדשים, האחד באשדוד והשני בחיפה. לפי פרסומי חברת נמלי ישראל, נמל המפרץ ונמל הדרום צפויים להתחיל לפעול בשנת 2021. עם תחילת הפעלתם, עשויה להיות לנמלים החדשים השפעה על הענף, אשר בשלב זה קשה להעריך את עוצמתה, אך להערכת מידרוג סביר להניח כי תתבטא דרך ארבעה אפיקים מרכזיים: א) הגברת התחרותיות בשוק לשירותים לוגיסטיים שמציעים הנמלים והן 'המסופים היבשים'; ב) הגדלת נפח המכולות שיעבור בנמלי הארץ, בין היתר דרך הוזלת שירותי נמל ושיפור היעילות במתן שירותי נמל לאוניות; ג) הנמכת חסמי הכניסה לענף השירותים הלוגיסטיים בעורף הנמל, היות שיתווספו שטחים נוספים הנגישים לעורף הנמל. מגמה זו עשויה להעמיק ככל שנגישות הנמלים תוגבר, גם בדרך של הנגשה באמצעות תשתית רכבת ישראל (ד) ניתוב לקוחות קיימים בין נמלים. היות שנמל הדרום יופעל על ידי חברה שבשליטת MSC, לא מן הנמנע כי תנועת ספינותיה (וכן ספינות Maersk אשר חברה בברית עם MSC) תגלה העדפה לנמל הדרום חלף נמלי מרחב חיפה. יצויין כי לגבי חלק מההשפעות לעיל קיימת עדיין אי וודאות גבוהה.

#### היתרונות היחסיים של החברה נשחקים תחת התחרות ולחצי המחיר

מידרוג מעריכה כי גולד בונד הינה אחת החברות המובילות במונחי תנועת מכולות בעורף נמל אשדוד וכן במונחי סך שטחי אחסנה בעורף נמל אשדוד ובעלת נתח שוק משמעותי. החברה מפעילה מסוף מטענים ומחסנים חופשיים בעורף נמל אשדוד במקרקעין בשטח 95 דונם המצויים בבעלותה ו-43 דונם החכורים מרכבת ישראל בחוזה חכירה עד פברואר 2024. במהלך שנת 2018 החלה החברה להפעיל בעורף נמל חיפה מרכז לאחסנה פתוחה, הכולל טיפול במכולות ובמטענים, יבוא ויצוא, בשטח של כ-64, אותו חוברה החברה מחנ"י.

לחברה יתרונות תחרותיים, הכוללים שטחים במיקומים אסטרטגיים, מסילת רכבת המצויה במסוף אשדוד, פעילות אחסון מכולות בקירור וחומרים מסוכנים, מתקן לשיטיפת מכולות ומערך הובלה במשאיות. לצד זאת, הדירוג מושפע לשלילה מהיקף המחזור הנמוך של החברה אשר עמד על כ-133 מ' ש ב-12 החודשים האחרונים (נכון ליום 30.09.2019), נתון אשר נגזר מהריכוזיות של פעילות החברה בנמל אשדוד וממבנה ההכנסות המושתת על עמלות שירות. לחברה חשיפה ללקוח עיקרי שחלקו בהיקף מחזור החברה עמד על כ-11% בשנת 2018, בדומה לשנים קודמות.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019 רשם מגזר הפעילות העיקרי של החברה - אחסון וריקון מכולות מלאות (כ-45% מסך הכנסות החברה) ירידה בשיעור של 16% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, ובממוצע בשנים 2015-2018 ירד בשיעור שנתי ממוצע של כ-2%. אנו מעריכים כי הקיטון בהכנסות במגזר זה הינו שילוב של ירידה כמותית ולחצי מחיר. אלו נבעו משילוב של התייעלות מצד

הלקוחות וקיצור ימי האחסנה, תחרות גוברת מצד הנמל - שיפור שירות והתייעלות, וכן גידול מצטבר בשטחי האחסון בעורף נמל אשדוד. הירידה בהכנסות המכולות קוזזה באופן חלקי מצד עלייה בפעילות החופשית, אשר ניזונה בעיקר מפתחת הפעילות בנמל חיפה. אולם בסך הכל רשמה החברה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2019 ירידה בשיעור 4.8% בהכנסות.

זכיית החברה במרכז חברת נמלי ישראל לחכירת 65 דונמים בנמל בחיפה, בקרבת נמל המפרץ העתידי ונמל המספנות, מהווה בסיס להרחבת הפעילות ולצמצום ריכוזיות הפעילות סביב נמל אשדוד. החברה טרם קיבלה היתר בנייה בשטח פעילות זה, וכיום שטח זה משמש כמרכז לאחסנה פתוחה בלבד ובעל הנבה חלקית. להערכת מידרוג קיים אי-ודאות באשר להיקף התרומה העתידי של השטח החדש להכנסותיה של החברה, אשר גם היום נהנית באופן עקיף מהפעילות בנמל חיפה באמצעות מסוף הרכבת בשטחה, ובכל מקרה איננו צופים תרומה מהותית להכנסות מהשטח החדש בשנות התחזית. על פי נתוני רשות הספנות והנמלים, נמל חיפה מאופיין בשנים האחרונות בהיקף פעילות נמוך מזה של נמל אשדוד במונחי נפח מכולות. כיום נוכחים בו שני מתחרים וותיקים בנוסף על נמל חיפה עצמו - אוברסיז ומילניום.

במהלך שנת 2018 החלה החברה בהקמת מחסן רובוטי בשטח של 20,000 מ"ר על בסיס מבנה בחצרי החברה אשר קודם לכן הושכר לצד שלישי. בשלב בראשון, המחסן יתפרס על 7,000 מ"ר, ובעתיד אף צפוי להתרחב ולנצל את כלל השטח. המחסן מצוי בשלב הקמה אחרונים, ואף היה צפוי לתחילת פעילות במהלך המחצית הראשונה של שנת 2020. שריפה אשר פרצה לאחרונה בסמוך למחסן גרמה לנזק ניכר במחסן וצפויה להוביל לעיכוב של מספר חודשים בתחילת הפעילות. להערכת החברה, היקף ההשקעה במחסן הרובוטי צפוי להסתכם בכ-28 מ'ש. המחסן הרובוטי מתוכנן להציע שירותים שונים לפעילויות מסחר מקוון, כגון - קליטה, מיון, אחסון, אריזה ומשלוח של מוצרים שונים כשירות לחברות E-Commerce. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי המחסן הרובוטי יעיב על רווחיות החברה בשנת 2020. מכיון שזוהי פעילות חדשה ללא ניסיון קודם של החברה, אנו סבורים כי קיימת אי וודאות לגבי קצת הטמעתו ותרומו לרווחי החברה.

### **השחיקה ברווחיות צפויה להחריף עם השקת המחסן הרובוטי ולאורך זמן תושפע בעיקר משורת ההכנסות**

שחיקת ההכנסות נותנת אותותיה בשורת הרווח נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, לרבות עלייה חדה ומתמשכת בהוצאות הפחת, בשל היקף ההשקעות הגבוה בשנים האחרונות שלא קיבלו ביטוי מקביל בצד ההכנסות. כמו כן, כניסת החברה לחוזה חכירה של 65 דונם שטח אחסנה פתוח באזור נמל חיפה, יחד עם היתרונות הגיאוגרפיים שמרכז אחסנה זה מעניק, מגדיל את ההוצאות התפעוליות בשל דמי החכירה, ומצטרף ללחצים המופעלים על רווחיות החברה. מגמות אלו הובילו לפגיעה בכרית הרווחיות הגבוהה של החברה, עם כ-12.9% רווח תפעולי להכנסות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019 לעומת כ-20.8% בתקופה המקבילה אשתקד ו-27% בתקופת זמן המקבילה בשנת 2017.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הקצר והבינוני העלייה המתמשכת ברמת התחרות תפגע במידה מתונה בנתח השוק של החברה ותביא לשחיקה מסוימת במחירי המכירה בפועל. הכנסות החברה צפויות לרדת בכ-6% בשנת 2019, ואילו בשנת 2020 אנו מניחים צמיחה מתונה בהכנסות. תחזית זו כאמור מביאה בחשבון הנבה חלקית בלבד משטחי האחסון החדשים בנמל חיפה, בין השאר בשל פרק הזמן הדרוש למילוי שטחי אחסון בהיקף זה עד לרמה שתכסה את דמי החכירה וההוצאות השוטפות בגין השטח, וכן כנזכר לעיל, נלקחה בחשבון הכנסות לא מהותיות בגין פעילות המחסן למסחר מקוון בשנת 2020, בהתחשב גם בפרק הזמן הנדרש לשיקומו לאחר השריפה.

להערכת מידרוג, הרווחיות התפעולית בשנת 2019 צפויה לנוע בטווח של 12.5%-13.5%. כמו כן, מידרוג מעריכה כי השחיקה ברווחיות תחריף בשנת 2020, בשל חבלי לידה בהקמת המחסן הרובוטי וספיגת עלויות הקמה גבוהות. אנו מעריכים כי בשל מבנה הוצאות של החברה, שורת הרווח תושפע לחיוב עם התאוששות בהכנסות שאנו לא מוציאים מכלל חשבון בשנים 2020-2021 עם הנבת מנועי הצמיחה ובהנחה של יציבות בתחום המכולות.

### **פרופיל פיננסי איתן וסולידי מפצה על הפרופיל העסקי הנחלש, עם כרית הון חזקה ותרומה תזרימית מצד האחזקה במספנות**

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, ה-FFO ינוע בשנים 2019-2020 סביב 35 מ'ש לשנה (כולל דיבידנד ממספנות ולפני תשלומי חכירה תפעולית), בהתאם להנחות שהוצגו לעיל לגבי הצמיחה ושיעורי הרווחיות. בשנת 2019 צפויות ההשקעות ברכוש קבוע (כולל תשלומי חכירה תפעולית- מרכיב הקרן) להסתכם בכ-50 מ'ש. היקף השקעות זה הינו גבוה וחריג ביחס לשנים קודמות, ונובע בעיקרו

בשל השקעות גבוהות בהקמת המחסן הרובוטי, לצד רכישת מנוף גשר נוסף והמשך התרחבות פעילות החברה לשטחים חדשים וקווי עסקים משיקים חדשים. להערכת מידרוג, בשנת 2020 היקף ההשקעות ברכוש קבוע (כולל תשלומי חכירה תפעולית) ינוע בטווח 15-20 מ' ש, בטווח התחתון שאפיין את החברה בשנים 2017-2018.

במהלך שנת 2017 רכשה החברה 4.75% ממניות החברה הכלולה מספנות ישראל בע"מ (שיעור החזקה של כ-25%) תמורת כ-34 מ' ש בהלוואת מוכר, אשר שולמה מתוך דיבידנדים שחילקה מספנות לאורך השנים מאז הרכישה. במהלך הרבעון השלישי לשנת 2019 השלימה החברה את התשלום האחרון בגין הלוואת המוכר, מתוך דיבידנד של 8 מ' ש ממספנות (חלקה של גולד בונד). להערכתנו, אחזקת החברה במספנות שערכה בספרי החברה כ-135.0 מ' ש ליום 30.9.2019, תורמת לגמישותה הפיננסית ובעלת תרומה תזרימית, באמצעות חלוקת דיבידנד לאורך זמן, שאנו מעריכים בהיקף של כ-5 מ' ש. להערכתנו, גולד בונד צפויה לייצר תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בטווח של 15-20 מ' ש בשנת 2019 (לאחר גם תשלומי חכירה וחלוקת דיבידנדים), בעיקר בשל השקעות גבוהות ברכוש קבוע כנזכר לעיל. בשנת 2020 אנו צופים חזרה לתזרים חופשי חיובי, סביב של 15 מ' ש, בשל צפי לירידה בהשקעות ברכוש קבוע.

אנו מעריכים כי החוב הפיננסי של החברה יוסיף לקטון בשנה הקרובה, זאת מבלי להניח גיוס נוסף המיועד להשקעות חדשות, וזאת בעיקר מתוך היתרות הנזילות (בשנת 2019) ומהתזרים החופשי (בשנת 2020). יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם חכירה ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2019-2020 בטווח של 2.5X-3.0X (זאת לעומת 1.5X-2.0X בשנים 2016-2018). האטת יחסי הכיסוי בהשוואה לשנים קודמות נובעת בעיקר מהסכם חכירה של מקרקעין בחיפה מול חנ"י, שהובילה לגידול בהתחייבויות החכירה. בד בבד, הירידה ב-EBITDA קוזזה בחלקה מצד הקיטון בחוב הפיננסי (למעט ה' חכירה). יחס כיסוי המימון של החברה (רווח תפעולי לפני אחרות להוצאות המימון ברוטו) צפוי לעמוד סביב 4.0X בשנת 2019, נמוך מאשר שנים קודמות, בשל הירידה ברווח התפעולי, אם כי היחס עדיין בולט לטובה לרמת הדירוג בשל החוב הנמוך.

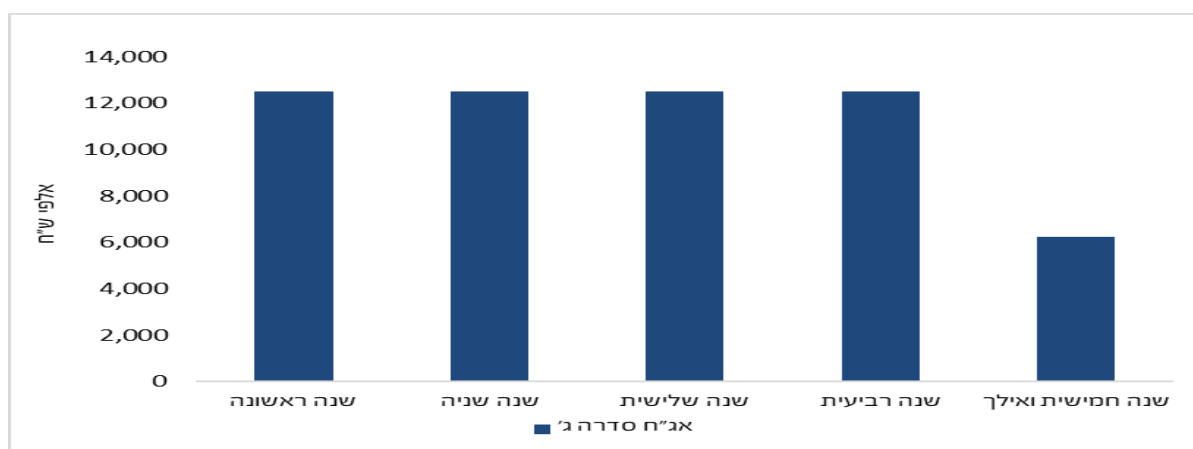
רמת המינוף של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג ובעלת השפעה חיובית על הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשקף ביחס הון עצמי למאזן של כ-69.3%, נכון ליום 30.09.2019 ובמגמה של שיפור מתון (למעט השפעת היישום של תקן 16) שצפוי להימשך נוכח הערכתנו להמשך רווח נקי, ובהתחשב במדיניות החלוקה. אנו סבורים כי החזקת החברה במספנות ישראל תורמת אף היא לגמישותה הפיננסית בהתחשב בשוויה המשמעותי בספרי החברה ובמעמדה העסקי הטוב.

לחברה יתרות נזילות בהיקף מהותי (כ-54 מ' ש ליום 30.09.2019) שנבעו בעיקר מתזרימים פנימיים ומהנפקת האג"ח בעבר. פרופיל הנזילות של החברה מוערך על-ידי מידרוג כגבוה נוכח תזרימי מזומנים פנימיים מתונים אך יציבים, וכן בשל יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצרכי ההשקעה ולצרכי שירות החוב. היתרות הנזילות נשחקו בשנים 2018-2019 בשל ההשקעות של החברה ברכוש קבוע. אנו מעריכים כי היתרות הנזילות של החברה יעמדו על כ-47 מ' ש בסוף שנת 2019, בהתחשב גם בפירעון התקופתי של אג"ח סדרה ג' בסך של כ-12.5 מ' ש. אנו מעריכים בלימה בשחיקת המזומנים במהלך שנת 2020, בהנחה כי לא תתבצענה השקעות משמעותיות חדשות.

#### **מדיניות פיננסית שמרנית יחסית כפי שמקבלת ביטוי בניהול המזומנים, מאפייני ההשקעות ומדיניות החלוקה**

להערכתנו, לחברה מדיניות פיננסית שמרנית יחסית וברת חזיו, כפי שמתבטאת בין היתר בשמירה על יתרות נזילות גבוהות מדי שנה, כאשר חלקן מגולמות בעזרת החזקת החברה בתיק ני"ע סולידי, המאופיין בחשיפה נמוכה יחסית לסיכונים בשוק ההון. לאורך השנים, יתרות המזומנים הגבוהות תומכות בשימור אינטרס בעלי החוב, וכן במימון השקעות החברה אשר מרביתן נעשו לצורך הרחבת פעילות החברה במגזר הפעילות החופשית. כמו כן, מדיניות חלוקת דיבידנד בחברה הינה מתונה, כאשר החברה מחלקת פעמיים בשנה דיבידנד בשיעור של עד 40% מרווחיה השוטפים.

להלן לוח הסיקוין של אג"ח החברה, נכון ליום ה-30.09.2019:



### פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, הבאנו בחשבון לשלילה היקף הכנסות נמוך ותזרים מזומנים צר יחסית כפועל יוצא מכך. שיקול נוסף אשר משפיע לשלילה על הדירוג הינו הריכוזיות העסקית של החברה באיזור נמל אשדוד. אנו מעריכים כי מאפיינים אלו, שאיננו צופים שינוי משמעותי בהם בטווח הנראה לעין, חושפים את תזרימי המזומנים של החברה לתנודתיות גבוהה יחסית.

### מטריצת הדירוג

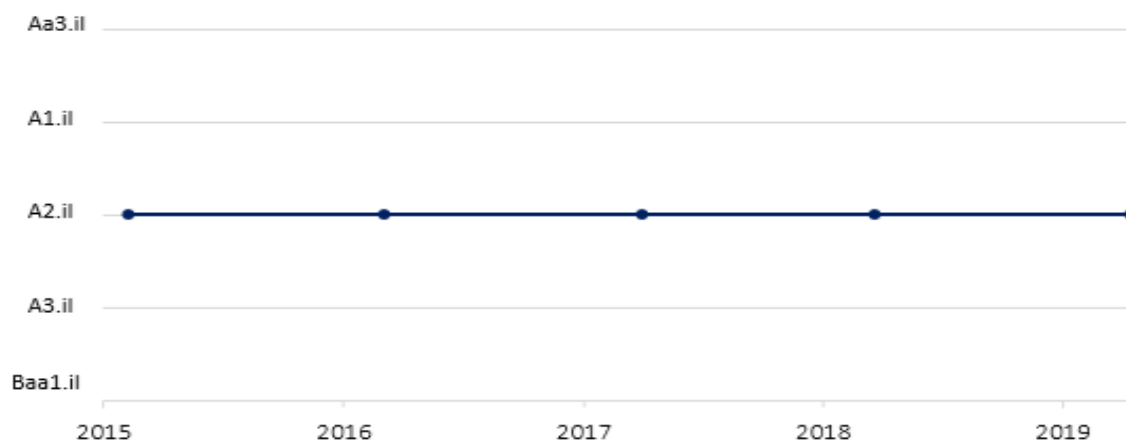
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה [1]		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Ba.il	130 מ' ש	Ba.il	133 מ' ש	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aaa.il	13.5%-12.5%	Aaa.il	18.1%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Aaa.il	70%-68%	Aaa.il	69.3%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	3.0X – 2.5 X	Aa.il	2.8 X	חוב / EBITDA	
Baa.il	35 מ' ש	Baa.il	41 מ' ש	FFO [2]	
A.il	4.5X – 4.0 X	A.il	5.8 X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
Aa.il		Aa.il		מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למונחים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. [2] כולל דיבידנדים ממספנות ישראל ולפני תשלומי חכירה תפעולית - מרכיב קרן.

### אודות החברה

חברת גולד בונד מפעילה מסוף מטענים ומחסנים חופשיים בעורף נמל אשדוד במקרקעין בשטח 95 דונם המצויים בבעלותה ו- 43 דונם החכורים מרכבת ישראל, ובקרבת נמל חיפה החברה חוכרת 65 דונם נוספים בחכירה לטווח ארוך. בנוסף, מחזיקה החברה ב- 25% ממניות מספנות ישראל בע"מ. בעלי השליטה בחברה הינם חברת סוב שמלצר אחזקות (2001) בע"מ, מר שלומי פוגל וחברת מסופי ספנות בע"מ, המחזיקים כל אחד בכ- 28.49% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הינו מר אריה קרמן ויו"ר הדירקטוריון הינו מר שלומי פוגל.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[קבוצת גולד בונד בע"מ](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 04.12.2019

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 21.10.2018

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 10.09.2015

שם יוזם הדירוג: קבוצת גולד בונד בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: קבוצת גולד בונד בע"מ

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.



## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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 לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>