

# קבוצת גולד בונד בע"מ

מעקב | מרץ 2021

## אנשי קשר:

### עדי ברנע

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

[Adi.b@midroog.co.il](mailto:Adi.b@midroog.co.il)

### ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## קבוצת גולד בונד בע"מ

| דירוג סדרות | A2.il | אופק דירוג: שלילי |
|-------------|-------|-------------------|
|-------------|-------|-------------------|

מידורג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה קבוצת גולד בונד בע"מ ("גולד בונד" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

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

### שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מהיחלשות בשנתיים האחרונות ברווחי החברה מפעילות הליבה ובמקורות מפעולות, זאת בשל שילוב של חולשה ענפית במגזר אחסון מכולות מלאות (FCL) שהחלה לקבל ביטוי בעיקר בשנת 2019 ויחד עם השקעות גבוהות יחסים שביצעה החברה לצרכים שוטפים וכן לפיתוח פעילויות חדשות, ועדיין מסיבות לה הפסדים שוטפים, לרבות גידול בהוצאות הפחת. בשל היקף ההכנסות הצר בחברה, השפעות שליליות אלו מתבטאות בתנודתיות חדה יחסית ברווחיות. הכנסות החברה שמרו על יציבות בשנת 2020 אולם שינוי תמהיל ההכנסות, גידול בהוצאות הפחת ומבנה הוצאות קשיח פגעו ברווחיות התפעולית אשר צפויה לעמוד סביב 5.0%-6.0% מההכנסות להערכותינו, בהשוואה לכ-10% בשנת 2019 ושיעורים גבוהים מכך בשנים קודמות. אופק הדירוג השלילי משקף את החשש כי החברה עלולה להוסיף ולהיפגע ברווחיות בשל התעצמות התחרות בשטחי הנמל לאור הפתיחה הצפויה של הנמלים החדשים, אם כי קיימת מידת אי וודאות לגבי השפעת הנמלים החדשים, אשר נדרש זמן על מנת לבחון את השלכותיה. במסגרת תרחיש הבסיס של מידורג, יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם חכירה ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2020-2021 בטווח 3.5X-4.5X בהשוואה ל-2.0X-3.0X בשנים 2018-2019 כאשר ההאטה ביחס הכיסוי לעומת שנים קודמות נובעת בעיקר מחולשה בבסיס ה-EBITDA ומגיוס הלוואה בהיקף של כ-50 מיליון ₪ בשנת 2020.

הותרת הדירוג על כנו חרף המגמות השליליות לעיל נובעת מחוזק פיננסי בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג הנוכחית, ובאופן עקבי לאורך השנים, בזכות כרית הון חזקה ונכסים איכותיים שמחזיקה החברה, תוך שהם מפצים במידה רבה על פרופיל עסקי צר וריכוזי. בנוסף, אנו סבורים כי בשנה החולפת החברה שיפרה את גמישותה הפיננסית בזכות הנפקת ההון של מספנות ישראל (20%) אשר הותירה בידיה נכס איכותי וסחיר והובילה לרווח הון משמעותי.

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 בשנים הקרובות. הסיכון הענפי ממותן מצד ביקושים יציבים יחסית נוכח מרכזיות היבוא הימי בכלכלה הישראלית.

החברה נקטה בשנים האחרונות במספר מהלכים לשם פיתוח מנועי צמיחה במגזר הפעילות החופשית, שכללו בעיקר חכירת מתחם אחסנה פתוחה בשטח של כ-65 דונם בעורף נמל המפרץ ונמל חיפה, שהחל לפעול בשנת 2018, הקמת המחסן הרובוטי שהחל לפעול במהלך שנת 2020 וכן רכישת מסוף המטענים בבית שאן בסמוך למעבר הגבול לירדן. אנו מעריכים כי השקעות אלו מהוות תשתית לצמיחה בטווח הבינוני-ארוך. 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 אותו היא חוכרת מחנ". בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 רשמה החברה עלייה של כ-1.6% בהכנסות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, עיקר העלייה נרשמה במגזר הפעילות החופשית בגין הרחבת פעילות הטנקרים, גידול בפעילות הלוגיסטיקה וכן התחלת הנבה בגין המחסן הרובוטי, אלו קיזזו את הירידה במגזר אחסון מכולות מלאות (FCL) בגין לחצי המחיר בהשפעת התחרות בענף. להערכתנו

מידרוג זוהי חולשה ענפית שפוגעת במיוחד במגזר אחסון מכולות מלאות (FCL), אשר להערכתנו עלולה להחריף בשנים הקרובות, ומתבטאת בקיטון בפעילות ובתחרות עזה הן מצד השחקניות הקיימות והן מצד הלקוחות (היבואנים) והנמלים.

תרחיש הבסיס מניח המשך שחיקה בהכנסות מפעילות המכולות בנמל אשדוד, בשל ירידה בנתח השוק של החברה נוכח תחרויות הענף, אולם מגמה זו תפוצה מצד גידול בפעילות החופשית, שהיא בעלת רווחיות נמוכה יותר. להערכתנו, אסטרטגיית ההתרחבות של החברה בנמל חיפה ובמסוף בית שאן יתמכו בגידול ההכנסות וביזורן בין הפעילויות, אולם זאת במחיר של שחיקה ברווחיות. כמו כן, אנו מניחים כי המחסן הרבובטי למסחר מקוון יגדיל באופן ניכר את תרומתו להכנסות בשנת 2021 ויהווה שיעור של כ-14% מההכנסות בשנה זו, וכן אנו מעריכים כי במהלך שנת 2022 המחסן הרבובטי יגיע לאיזון, אולם קיימת אי וודאות לגבי כך בשל היעדר טרק רקורד. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה ישמרו על יציבות בשנת 2020, ובשנת 2021 אנו מניחים גידול של כ-14% המשקף את הגידול בהכנסות מהמחסן הרבובטי וכן את הגידול בהכנסות הפעילות החופשית, בעיקר בנמל חיפה, בית שאן ופעילות הלוגיסטיקה. מנגד, ההכנסות מפעילות מגזר אחסון מכולות מלאות (FCL) יוסיפו לעמוד תחת לחצי מחיר וכמות ויישחקו.

רווחיות החברה מצויה במגמת שחיקה החל משנת 2019, בשל לחצי המחיר ועלייה בהיקף ההשקעות (והוצאות הפחת) אשר אינה מפוצה בשורת ההכנסות. להערכת מידרוג, הרווחיות התפעולית תנוע בטווח של 4.5%-5.5% בשנת 2020 (לעומת כ-10.0% בשנת 2019 ו-23% בשנת 2018) ותשמור על יציבות בשנת 2021. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים המשך חולשה של בסיס ה-EBITDA אשר צפויה לנוע בשנות התחזית בטווח של 30-35 מיליון ₪ לשנה, למול 35 מיליון ₪ בשנת 2019 ו-45 מיליון ₪ בשנת 2018 (שנת 2018 - לפני יישום תקן IFRS 16). אנו מעריכים המשך תרומה תזרימית לחברה בשל האחזקה במספנות ישראל (20%), באמצעות קבלת דיבידנדים של 5.0 מיליון ₪ לשנה. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2020-2021 המקורות מפעולות (FFO - לפני הוצאות חכירה) כולל דיבידנד ממספנות ישראל צפויים לנוע בטווח של 27-32 מיליון ₪ לשנה (בהשוואה לכ-22 מיליון ₪ בשנת 2019). גולד בונד צפויה להערכתנו לייצר תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בטווח של 12-13 מיליון ₪ בשנת 2020, בשל השקעות במחסן הרבובטי וברכוש קבוע ותשלומי חכירות בסך של כ-38 מיליון ₪. בשנת 2021 צפויה בחברה לייצר FCF של עד 10 מיליון ₪ אשר מביא בחשבון השקעות הוניות וחכירות בהיקף של כ-20 מיליון ₪.

נכון ליום 30.09.2020 יחס הון עצמי למאזן עמד על כ-70.6%, שיעור הצפוי לשמור על יציבות בשנות התחזית וזאת בהינתן יתרות נזילות משמעותיות במאזן בהיקף של כ-79 מיליון ₪ (כולל תיק נ"ע). אנו מניחים המשך קיטון ביתרות עד לסוף שנת 2020 למימון התזרים החופשי השלילי ופירעון האג"ח והחוב הבנקאי לפי לוח הסילוקין. מדיניותה הפיננסית של החברה מוערכת כמאוזנת וברת חיזוי בשל מדיניות נזילות שמרנית ומדיניות חלוקה מתונה יחסית. במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לשלילה את היקף המחזור הצר של החברה, וכן את הריכוזיות העסקית של פעילות החברה בנמל אשדוד. בד בבד, אנו רואים לחיוב את הגמישות הפיננסית החזקה של החברה, הנתמכת ברמת מינוף בולטת לטובה וכן יתרות נזילות גבוהות לאורך השנים, כמו גם בעלות על נכסי נדל"ן תפעוליים ואחזקה ב-20% ממניות מספנות ישראל.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף את הסיכון כי בטווח של 12-18 חודשים יחסי הכיסוי של החברה יוותרו חלשים יחסית לרמת הדירוג הנוכחית ואף יורעו כתוצאה מהחולשה במגזר המכולות ככל שזו תימשך או אף תתגבר. מידרוג תשקול ליצב את אופק הדירוג אם החברה תציג לאורך זמן יחס כיסוי חוב ל-EBITDA של כ-3.0 ומגמה של שיפור מהותי בבסיס ה-EBITDA.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי ל-EBITDA מעל לרמה של 4.0X לאורך זמן
- ירידה בשיעור הרווחיות התפעולית מעבר לטווח תחזית מידרוג

## קבוצת גולד בונד בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

| FY 2016 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | 9M 2019 | 9M 2020 |                               |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------------------|
| 144.1   | 133.4   | 138.2   | 133.0   | 97.3    | 98.8    | הכנסות                        |
| 46.3    | 35.7    | 32.8    | 16.5    | 12.5    | 6.1     | רווח תפעולי לפני הוצ' אחרות   |
| 32.2%   | 26.7%   | 23.7%   | 12.4%   | 12.8%   | 6.2%    | % רווח תפעולי                 |
| 67.5%   | 68.9%   | 73.8%   | 69.3%   | 68.9%   | 70.6%   | הון עצמי למאזן                |
| 1.6     | 2.0     | 1.4     | 2.2     | 2.8     | 3.9     | חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA [1] |
| 7.3     | 11.6    | 10.5    | 3.5     | 3.4     | 1.1     | רווח תפעולי / הוצ' מימון [1]  |

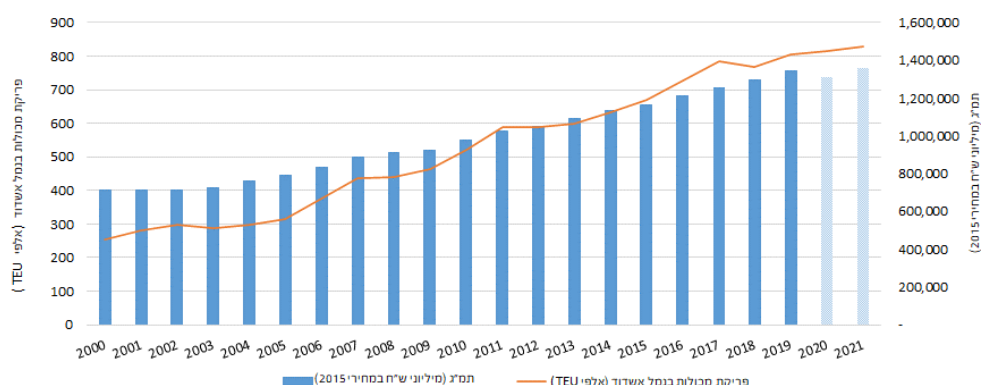
[1] החל משנת 2019 חוב פיננסי מותאם כולל התחייבויות בגין חכירות, עם יישום תקן IFRS 16.

## 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. היקף היבוא והיצוא במכולות דרך נמל אשדוד מתואם באופן מובהק עם רמת התמ"ג של מדינת ישראל. בהתאם לתחזית המקרו-כלכלית של בנק ישראל מחודש ינואר 2021, שיעור הצמיחה החזוי בתמ"ג לשנת 2021 צפוי לעמוד על כ-6.3% בתרחיש "החיסון המהיר" וכ-3.5% בתרחיש "החיסון האיטי". בנוסף, היקף היבוא בשנה הנוכחית עתיד לעלות בשיעור של כ-11.0% וכ-6.5% (ממוצע 5 שנים אחרונות 4.2% בנמל אשדוד), והיקף היצוא בכ-3.0% וכ-2.0% (ממוצע 5 שנים אחרונות 3.8% בנמל אשדוד), בתרחיש "החיסון המהיר" ובתרחיש "החיסון האיטי", בהתאמה. 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 הן אוברסיז קומרס, פרידנזון, אשדוד בונדד, מסוף מילניום ומסוף 207. אנו מוצאים ששיווי המשקל בין הלקוחות לשחקניות בענף השתנה בשנים האחרונות עם התחזקות כוחם של היבואנים אשר עוברים בשנים האחרונות תהליכי התייעלות. העלייה ברמת התחרות מגיעה אף מצד הנמלים עצמם, אשר מציעים שירותים דומים לאלו שמציעים 'המסופים היבשים' בחלק מהקטגוריות. בימים אלו מושלמת הקמתם של שני נמלים חדשים בישראל, האחד באשדוד והשני בחיפה. לפי פרסומי חברת נמלי ישראל ("חנ"י"), נמל המפרץ ונמל הדרום צפויים להתחיל לפעול בשנת 2021. עם תחילת הפעלתם, צפויה להיות לנמלים החדשים השפעה על הענף, אשר בשלב זה קשה להעריך את עוצמתה, אך להערכת מידורג סביר להניח כי תתבטא דרך ארבעה אפיקים מרכזיים: (א) הגברת התחרותיות בשוק לשירותים לוגיסטיים שמציעים הן 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.

היקף פריקת המכולות בנמל אשדוד מול התמ"ג<sup>1</sup>**היתרונות היחסיים של החברה נשחקים תחת התחרות ולחצי המחיר והחברה מצויה בתהליך של פיתוח מנועי צמיחה**

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. נציין כי החברה חוכרת מרכבת ישראל 5.5 דונם נוספים בנמל אשדוד אשר יחלו לפעול בשנת 2021. במהלך שנת 2018 החלה החברה להפעיל בעורף נמל חיפה מרכז לאחסנה פתוחה, הכולל טיפול במכולות ובמטענים, יבוא ויצוא, בשטח של כ-64 דונם, אותו חוכרת החברה מחנ"י. לחברה יתרונות תחרותיים, הכוללים שטחים במיקומים אסטרטגיים, מסילת רכבת המצויה במסוף אשדוד, פעילות אחסון מכולות בקירור וחומרים מסוכנים, מתקן לשטיפת מכולות ומערך הובלה במשאיות. לצד זאת, הדירוג מושפע לשלילה מהיקף המחזור הנמוך של החברה אשר עמד על כ-135 מיליון ₪ ב-12 החודשים שעד 30.09.2020, 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-14% בשנת 2020, בדומה לשנה קודמת.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 רשם מגזר הפעילות העיקרי של החברה - אחסון וריקון מכולות מלאות (כ-44% מסך הכנסות החברה) ירידה בשיעור של 4.5% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, ובממוצע בשנים 2016-2019 ירד בשיעור שנתי ממוצע של כ-5.5%. 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 קוזה מצד עלייה בשיעור של 9.5% במגזר "פעילות החופשית" ובמגזר "אחרים", אשר ניזונה בעיקר מפתחת הפעילות בנמל חיפה, מפעילות הטנקרים ומהתחלת הנבנה בגין המחסן הרובוטי. סה"כ בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 רשמה החברה עלייה של כ-1.6% בהכנסות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

זיכיון החברה לחכירה מידי חנ"י של מקרקעין בשטח 65 דונמים בנמל בחיפה, בקרבת נמל המפרץ העתידי ונמל המספנות, מהווה בסיס להרחבת הפעילות ולצמצום ריכוזיות הפעילות סביב נמל אשדוד. החברה החלה לחכור את המקרקעין בשנת 2018, אולם טרם קיבלה היתר בנייה בשטח פעילות זה, וכיום שטח זה משמש כמרכז לאחסנה פתוחה בלבד ובעל הנבנה חלקית. לנוכחות החברה בנמל חיפה יתרונות סינרגטיים לפעילותה באשדוד, ומידרוג צופה כי הפעילות בחיפה תציג עלייה מתונה בהכנסות בשנות התחזית זאת לאור הגידול הצפוי בהיקף הייבוא שיקוזז בחלקו בגין התחרות ולחצי המחיר. 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. נציין כי החל מחודש מאי החברה מפעילה מסוף מטענים בפיקוח המכס באתר החברה בחיפה,

<sup>1</sup> מקור: הלמ"ס ונתוני רשות הספנות והנמלים, עיבוד מידרוג.

האתר צפוי לתרום לפעילות החברה בחיפה ולסייע לה להתמודד עם התחרות בתחום מסופי המטענים והלוגיסטיקה, כמו כן הפעלת המסוף עשויה לסייע לחברה להגדיל את הסינרגיה עם פעילותה באשדוד ובית שאן.

### **השחיקה ברווחיות הושפעה לרעה מהשקת המחסן הרבובטי ולאורך זמן תושפע בעיקר משורת ההכנסות**

שחיקת ההכנסות מפעילות הליבה נותנת אותותיה בשורת הרווח נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, לרבות עלייה חדה ומתמשכת בהוצאות הפחת, בשל השקעות גבוהות בשנים האחרונות שלא קיבלו ביטוי מקביל בצד ההכנסות. בשל כך רווחיות החברה מצויה במגמת שחיקה החל משנת 2019.

במהלך שנת 2019 השלימה החברה את הקמתו של מחסן רבובטי על מקרקעין בשטח 20,000 מ"ר על בסיס מבנה בחצרי החברה אשר קודם לכן הושכר לצד שלישי. המחסן מתפרס על 7,000 מ"ר, ובעתיד אף צפוי להתרחב ולנצל את כלל השטח. בסוף שנת 2019, פרצה שריפה במחסן אשר גרמה לנזק ניכר ולעיכוב בתחילת הפעילות. כיום המחסן מצוי בהפעלה חלקית וצפוי להיכנס לפעילות אינטנסיבית בשנה הנוכחית. המחסן הרבובטי מציע 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 הרבובטי יוסיף להעביע על רווחיות החברה בשנת 2021 ויגיע לאיזון במהלך שנת 2022. מכיוון שזוהי פעילות חדשה ללא ניסיון קודם של החברה, אנו סבורים כי קיימת אי וודאות לגבי קצת הטמעתו ותורמותו לרווחי החברה. כמו כן, חכירת המקרקעין בחיפה, יחד עם היתרונות הגיאוגרפיים שמרכז אחסנה זה מעניק, מגדילה את ההוצאות התפעוליות בשל דמי החכירה. מגמות אלו הובילו לפגיעה בכרית הרווחיות הגבוהה של החברה, עם כ-6.2% רווח תפעולי להכנסות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 לעומת כ-12.8% בתקופה המקבילה אשתקד ו-20.8% בתקופת זמן המקבילה בשנת 2018.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הקצר והבינוני העלייה המתמשכת ברמת התחרות תפגע במידה מתונה בנתח השוק של החברה ותביא לשחיקה הן בכמות המכילות והן במחירי המכירה בפועל שתקוצז על ידי הגדלת הפעילות במגזר הפעילות החופשית וכן הנבה בגין המחסן הרבובטי כמתואר לעיל. הכנסות החברה צפויות לשמור על יציבות בשנת 2020, ואילו בשנת 2021 אנו מניחים צמיחה מתונה בהכנסות.

להערכת מידרוג, הרווחיות התפעולית תנוע בטווח של 4.5%-5.5% בשנת 2020 (לעומת כ-10.0% בשנת 2019) ותשמור על יציבות בשנת 2021. אנו מעריכים כי בשל מבנה ההוצאות של החברה, שורת הרווח תושפע לחיוב עם ההתאוששות בהכנסות שאנו צופים בשנת 2021 עם הנבת מנועי הצמיחה ובהנחה של ירידה מתונה בתחום המכילות, אולם אלו מאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים יותר.

### **פרופיל פיננסי איתן וסולידי מפצה על הפרופיל העסקי הנחלש, והתחזק בעקבות הנפקת מספנות ושערוך המקרקעין בעורף נמל אשדוד**

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, סכום המקורות מפעולות (FFO) ינוע בשנים 2020-2021 סביב 28-33 מיליון ₪ לשנה (כולל דיבידנד ממספנות ולפני תשלומי חכירות), בהתאם להנחות שהוצגו לעיל לגבי הצמיחה ושיעורי הרווחיות. בשנת 2020 צפויות ההשקעות במחסן הרבובטי וברכוש קבוע (כולל תשלומי חכירה תפעולית - מרכיב הקרן) להסתכם בכ-38 מיליון ₪. היקף השקעות זה הינו גבוה וחרגי ביחס לשנים קודמות, ונובע בעיקרו בשל השקעות גבוהות בהקמת המחסן הרבובטי, לצד רכישת מנופים, הכשרת שטח האחסנה והקמת שטח לאחסון חומרים מסוכנים וכן המשך התרחבות פעילות החברה לשטחים חדשים וקווי עסקים משיקים חדשים. להערכת החברה, בשנת 2021 היקף ההשקעות ברכוש קבוע (כולל תשלומי חכירות) ינוע סביב 28 מיליון ₪, אשר ישמשו להמשך התרחבות פעילות החברה בתחומים אלו.

אנו מניחים המשך תרומה תזרימית מהאחזקה במספנות ישראל באמצעות חלוקת דיבידנד לאורך זמן, שאנו מעריכים בהיקף של כ-5 מיליון ₪ לשנה. להערכתנו, גולד בונד צפויה לייצר תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בטווח של 12-13 מיליון ₪ בשנת 2020 (לאחר תשלומי חכירה וחלוקת דיבידנדים), בעיקר בשל השקעות גבוהות ברכוש קבוע כנזכר לעיל. בשנת 2021 אנו צופים חזרה לתזרים חופשי חיובי של עד 10 מיליון ₪, בהנחה כי תחול ירידה בהשקעות ברכוש קבוע.

התזרים השלילי בשנת 2020 ימומן מהיתרות הנזילות הגבוהות שבידי החברה, ואנו מעריכים כי החוב הפיננסי של החברה יוסיף לקטון גם בשנה הקרובה, זאת מבלי להניח גיוס נוסף המיועד להשקעות חדשות או מחזור חוב קיים, וזאת גם כן בעיקר מתוך היתרות הנזילות.

יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם חכירה ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2020-2021 בטווח של 3.5X-4.5X (זאת לעומת 2.2X בשנת 2019), כאשר ההאטה ביחס הכיסוי לעומת שנים קודמות נובעת בעיקר מחולשה בבסיס ה-EBITDA ומגיוס הלוואה לז"א בהיקף של כ-50 מיליון ₪ בשנת 2020. יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי לפני אחרות להוצאות המימון ברוטו) צפוי לעמוד סביב 1.2X בשנת 2020 (לעומת 3.5X בשנת 2019), נמוך מאשר שנים קודמות, בשל הירידה ברווח התפעולי והעלייה בהוצאות המימון בגין תיק ני"ע (1.8X בנטרול ההפסד מני"ע), וצפוי להשתפר לכ-3.2X בשנת 2021.

רמת המינוף של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג ובעלת השפעה חיובית על הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשתקף ביחס הון עצמי למאזן של כ-70.6%, נכון ליום 30.09.2020. השיפור ביחס הון למאזן לעומת התקופה המקבילה אשתקד (69.3% נכון ליום 30.09.2019) הוא פועל יוצא של רווח הון שרשמה החברה מהנפקת מספנות (כ-35 מיליון ₪) וכן כתוצאה משערוך רכוש קבוע שביצעה החברה בספריה בקשר עם מקרקעין החברה בנמל אשדוד שתרם כ-200 מיליון ₪. איננו מניחים עיבוי משמעותי של ההון העצמי בשנתיים הקרובות, כאשר עיקר התרומה לבניית ההון צפויה לנבוע מחלק החברה ברווחי מספנות, בניכוי החלק שיחולק כדיבידנד לבעלי המניות.

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

להערכתנו, לחברה מדיניות פיננסית שמרנית יחסית וברת חזיון, כפי שמתבטאת בין היתר בשמירה על יתרות נזילות גבוהות מדי שנה, כאשר חלקן מוחזקות בתיק ני"ע. 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 הדיבידנד בחברה הינה מתונה, כאשר החברה מחלקת דיבידנד בשיעור של עד 40% מרווחיה השוטפים.

### שיקולים נוספים לדירוג

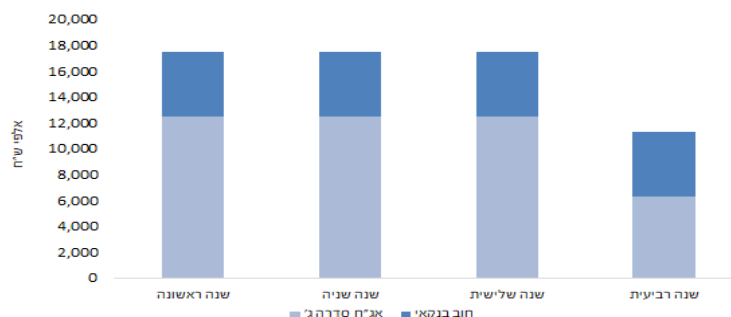
#### גמישות פיננסית ונזילות חזקות וכולטות לטובה לרמת הדירוג

במהלך חודש ספטמבר 2020 ביצעה תעשיות מספנות ישראל בע"מ ("מספנות") הנפקת הון מניות לפי שווי של כ-1.7 מיליארד ₪ וגייסה כ-330 מיליון ₪. להערכתנו, אחזקת החברה במספנות (20%), המהווה אחזקה סחירה שערכה בספרי החברה עלה לכ-180 מיליון ₪ ליום 30.09.2020, תורמת לגמישותה הפיננסית ובעלת תרומה תזרימית. פרופיל הנזילות החזק של החברה נשען בעיקר על יתרות נזילות בהיקף מהותי (כ-79 מיליון ₪ ליום 30.09.2020) ביחס לצורכי ההשקעה והפרעון של החברה, שמקורן בעיקר מנזילות הלוואה בהיקף של כ-50 מיליון ₪ ברבעון השני לשנת 2020 ותזרימים פנימיים בשנים קודמות. אנו מניחים המשך קיטון ביתרות הנזילות למימון התזרימים החופשי השלילי בשנת 2020 ופירעון האג"ח והלוואה לפי לוח הסילוקין בסך של כ-17.5 מיליון ₪ לשנה.

#### היקף צר של הכנסות ותזרימים תפעוליים

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לשלילה את היקף המחזור הצר של החברה, וכן את הריכוזיות העסקית של פעילות החברה בנמל אשדוד.

#### קבוצת גולד בונד בע"מ: לוח הסילוקין של אג"ח וחוב בנקאי, ליום ה-30.09.2020



## מטריצת הדירוג

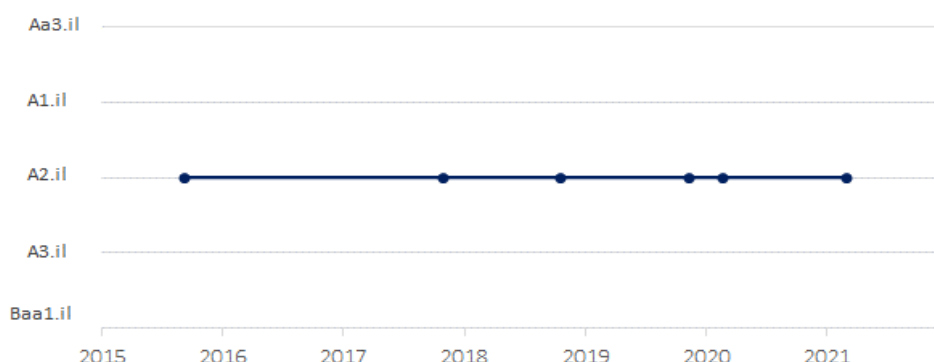
| תחזית מידרוג |              | ליום 30.09.2020 |           |                              |               |
|--------------|--------------|-----------------|-----------|------------------------------|---------------|
| ניקוד        | מדידה        | ניקוד           | מדידה [1] | פרמטרים                      | קטגוריה       |
| A.il         | ---          | A.il            | ---       | סיכון ענפי                   | ענף הפעילות   |
| Ba.il        | 130-150 מ' ש | Ba.il           | 135 מ' ש  | היקף הכנסות LTM              | פרופיל עסקי   |
| A.il         | ---          | A.il            | ---       | מעמד עסקי                    |               |
| A.il         | 4.5%-5.5%    | A.il            | 7.5%      | שיעור רווח תפעולי            | רווחיות       |
| Aaa.il       | 70%          | Aaa.il          | 70.6%     | הון עצמי / מאזן              | פרופיל פיננסי |
| A.il         | 3.5X - 4.5 X | A.il            | 3.9 X     | חוב / EBITDA LTM             |               |
| Baa.il       | 27-32 מ' ש   | Baa.il          | 21 מ' ש   | FFO LTM                      |               |
| A.il         | 1.2X - 3.2 X | Baa.il          | 1.5 X     | רווח תפעולי / הוצ' מימון LTM |               |
| 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 למנפיק, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## 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-20% 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- 28.85% 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 פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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



**מידע כללי**

|                      |                                      |
|----------------------|--------------------------------------|
| 11.03.2021           | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 03.05.2020           | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 10.09.2015           | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| קבוצת גולד בונד בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| קבוצת גולד בונד בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          |

**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 גבוה 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 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 לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>