



# חברת גביים לקרקעות בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2013

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד - רח"ח - ראש צוות  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## חברת גב ים לקרקעות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות אג"ח 3, ה', ו' ו-ז'
-------------------	-----	---------------------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Aa3 באופק יציב לסדרות האג"ח 3, ה', ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת גב ים לקרקעות בע"מ (להלן: "גב ים" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבה של סדרה קיימת, בסכום של עד כ- 200 מיליון ש"ח. תמורת ההנפקה תשמש לצרכי מחזור ולפעילות שוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.12.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 אלפי ש"ח	יתרת שנות פירעון האג"ח
3	7590078	דצמ-03	5.70%	מדד	35,723	2013
ה'	7590110	מרץ-07	4.55%	מדד	860,419	2014-2018
ו'	7590128	מרץ-07	4.75%	מדד	1,002,283	2021-2026
ז'	7590144	דצמ-09	6.41%	לא צמוד	536,761	2013-2017

2,435,186

סה"כ

**הדירוג נסמך**, בין היתר, על מצבת נכסים מניבים איכותית, המפוזרת באזורי ביקוש בישראל. מצבת הנכסים שומרת לאורך השנים על שיעורי תפוסה גבוהים, העומדים בממוצע על כ- 95%, כאשר לחלק מנכסי החברה יתרונות יחסיים על מתחריהם בשל סביבת העבודה, התשתיות והשירותים הנלווים שניתנים לשוכרים. החברה פועלת להרחבת תיק הנכסים שלה במתחמים קיימים וחדשים, תוך שמירה על יתרונה היחסי במתן שירותים נלווים אלו; פיזור נרחב של שוכרים, בעלי חוסן פיננסי, מסייע להקטנת פרופיל הסיכון; קצב מכירות גבוה ותחילת מסירת יח"ד בפרויקט בניה למגורים בייזום החברה, ביחד עם שותף נוסף, תורם לנראות התזרים העתידי מהפרויקט (הפרויקט מוצג בדוחות החברה לפי שיטת השווי המאזני); מוניטין וותק החברה וכן נגישות למקורות מימון בנקאיים וחוץ בנקאיים; נזילות וגמישות פיננסית בולטים לטובה לאורך זמן, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף נכסים לא משועבדים העולה על 3.7 מיליארד ש"ח; שמירה על יחסי כיסוי בולטים לטובה לאורך זמן. להערכת מידרוג, השחיקה המסוימת ביחסים ליום 30.09.13 נובעת בעיקרה מאירועים לא פרמננטיים, כגון רווח ממכירת קרקעות בשנים קודמות וכן תשלום ריבית אג"ח, שאינו מתפלג באופן שווה לאורך השנה באופן הגורע, מהתזרים לתקופה. בנוסף, החברה ביצעה השקעות ניכרות בפרויקטים בייזום אשר טרם תרמו לתזרים הפרמננטי. כך לדוגמה, מידרוג מציינת לחיוב את התקדמות החברה בהשכרות בפרויקטים בייזום בהרצליה, באר שבע וחיפה, בין היתר, לחברות מובילות כגון: Microsoft ו-Apple, באופן שצפוי לתרום ל-FFO, ליחסי הכיסוי ולהון העצמי בטווח הבינוני-ארוך; אסטרטגיית מימון ורמות מינוף סולידיות. מנגד, פעילות החברה מרוכזת בישראל בלבד וחשופה לכלכלתה ובייחוד לענף ההיי-טק; חלק ניכר מה- NOI ושווי הנכסים עודו מרוכז במספר מתחמים מרכזיים; חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי ביחס לתזרים הפרמננטי.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש מרץ 2013<sup>1</sup>



**חברת גב ים לקרקעות בע"מ – יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)**

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012	31.12.2012	30.9.2013	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח - גב ים
440,047	409,085	312,420	331,261	287,994	375,165	265,712	סה"כ הכנסות שוטפות
260,266	267,629	274,760	300,172	238,724	319,112	246,468	NOI
25,599	22,190	2,465	918	11,616	11,616	-	רווח גולמי מסכירת מבנים וקרקעות
283,779	289,819	277,225	301,090	250,340	330,728	246,468	סה"כ רווח גולמי (כולל שירותי אחסון)
91.4%	91.6%	91.6%	92.0%	92.4%	92.4%	92.8%	שיעור NOI
243,560	267,591	258,699	286,982	237,532	313,575	230,305	EBITDA בנטרול שערורים
161,944	121,078	155,507	134,143	122,640	122,640	170,106	שינוי בשווי ההובן של נדל"ן להשקעה
251,604	236,220	281,954	268,181	235,355	299,972	276,585	רווח נקי (לפני מס)
191,288	286,356	231,479	99,951	188,660	242,298	186,642	רווח נקי (לאחר מס)
1,879,816	2,136,265	2,172,908	2,506,240	2,728,931	2,650,787	2,985,432	חוב פיננסי
490,605	592,758	482,019	567,051	728,347	697,780	736,331	יתרות נזילות *
1,389,211	1,543,507	1,690,889	1,939,189	2,000,584	1,953,007	2,249,101	חוב פיננסי נטו
4,335,811	4,436,521	4,584,111	4,984,991	5,239,006	5,237,241	5,648,289	Cap
3,845,206	3,843,763	4,102,092	4,417,940	4,510,659	4,539,461	4,911,958	Cap נטו
2,047,000	1,968,298	2,043,903	1,979,521	2,003,211	2,053,497	2,053,158	הון עצמי וזכויות מייעוט
3,676,828	3,528,857	3,827,683	4,309,265	4,243,972	4,319,656	4,507,474	נדל"ן להשקעה
4,591,713	4,691,326	4,841,238	5,308,968	5,495,767	5,506,885	5,924,196	סך מאזן בנטרול מקדמות
44.6%	42.0%	42.2%	37.3%	36.5%	37.3%	34.7%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
43.4%	48.2%	47.4%	50.3%	52.1%	50.6%	52.9%	חוב ל-CAP
36.1%	40.2%	41.2%	43.9%	44.4%	43.0%	45.8%	חוב נטו ל-CAP נטו
153,291	174,458	190,174	170,306	134,412	184,266	124,886	FFO
12.3	12.2	11.4	14.7	15.2	14.4	17.9	חוב ל- FFO בגילום שנתי
9.1	8.8	8.9	11.4	11.2	10.6	13.5	חוב נטו ל- FFO בגילום שנתי
5.7	5.8	6.5	6.8	6.3	6.2	7.3	חוב נטו ל- EBITDA בגילום שנתי
1.6	1.7	1.9	1.9	1.8	2.3	1.7	EBITDA/הוצאות מימון נטו

\* בנטרול מזדמנים מוגבלים לטובת הלוואה בנקאית

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## אופק הדירוג

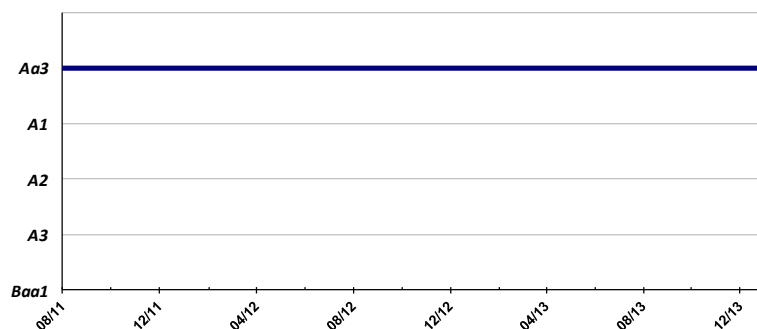
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפיזור והקטנת התלות במתחמים ספציפיים, תוך לפחות שמירה על רמות המינוף ויחסי הכיסוי הנוכחיים
- הקטנת הדיבידנד ביחס לתזרים הפרמננטי (FFO) באופן משמעותי

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית החברה, דוגמת כניסה לפרויקטים יזמיים המעלים את פרופיל הסיכון באופן משמעותי
- היחלשות לאורך זמן של יחסי האיתנות והכיסוי של החברה
- קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה

## היסטוריית דירוג



גב ים הינה חברה ציבורית אשר הוקמה בדצמבר 1928. החברה מצויה בשליטת החברה לנכסים ולבנין בע"מ (69.07%), מקבוצת אי די בי. החברה פועלת בישראל בהחזקה, ניהול, תפעול, ייזום ופיתוח של נכסים מניבים בתחום המשרדים, תעשייה ולוגיסטיקה וכן, במידה פחותה יותר בייזום פרויקטים למגורים.

לחברה מצבת נכסים מניבים ובהקמה בשווי של 4.3 מיליארד ₪, המושכרים לכ-400 שוכרים. מיקוד הפעילות הינו במתחמים הכוללים מספר בניינים (פארקים) ובנייה ייעודית עבור שוכרים ספציפיים. החברה מחזיקה במספר מתחמים בולטים בתחום ההשכרה למשרדים ולתעשיית ההיי-טק בישראל אותם ייזמה, כגון פארק מת"מ בחיפה, מרכז גב ים הרצליה ומתחם הרצליה צפון (לשעבר מתחם סייטקס). בתחום הייזום למגורים לחברה 50% מזכויות להקמת כ-1,060 יח"ד בחיפה. יצוין כי החברה הינה חלק מקבוצת אי.די.בי ובימים אלו קיימת אי וודאות לגבי זהות הגורם השולט בקבוצה. כמו כן, ככל הנראה, לחוק הריכוזיות עלולה להיות השפעה על אופן וזהות השליטה בחברה בטווח הארוך.

#### מחקרים מתודולוגיים

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

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

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

דוח קודם: דוח פעולת דירוג מרץ 2013

תאריך הדוח: 25 בדצמבר, 2013

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית
	<i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות
	<i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי
	<i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות
	<i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	<i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	<i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים
	<i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי
	<i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו
	<i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון
	<i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות
	<i>Capital Expenditures</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות *
	<i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
	<i>Cash Flow from Operation</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי*
	<i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי *
	<i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* 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.	

התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	<i>Ca</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	<i>C</i>	

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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© 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](http://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 צריכים 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 (*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.