



קבוצת גולד בונד בע"מ

דירוג ראשוני | ספטמבר 2015

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט
niri@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

קבוצת גולד בונד בע"מ

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק קבוצת גולד בונד ("גולד בונד" או "החברה") בסך של עד 80 מיליון ש"ח. תמורת ההנפקה מיועדת לשמש את החברה להשקעות בתחום פעילות הלוגיסטיקה ולפעילותה השוטפת. תנאי הסדרה המתוכננת טרם נקבעו.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10.09.2015 אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

פרופיל החברה

חברת גולדבונד מפעילה מסוף מטענים ומחסנים חופשיים בעורף נמל אשדוד במקרקעין בשטח 95 דונם המצויים בבעלותה ו- 43 דונם החכורים מרכבת ישראל. החברה פועלת בשלושה מגזרים עיקריים: מגזר FCL¹ ("מגזר המכולות המלאות") הכולל הובלת מכולות ומטענים מהנמל לעורף הנמל, אחסונם ובמידת הצורך הובלתם ללקוח. במגזר זה, החברה גם מספקת שירותי המכלה עבור מטען לייצוא בנוסף לשירותי אחסון. מגזר LCL¹ ("מגזר המכולות לריקון") – הכולל טיפול במכולות המכילות סחורות של מספר יבואנים. הפעולות המבוצעות במגזר זה כוללות אחסון והובלה של סחורות. בנוסף, במגזר זה מבצעת החברה פעולות ריקון, פיצול ופיזור של הסחורה ומיונה ליבואנים שונים; במגזר הפעילות החופשית מספקת החברה שירותי אחסון למכולות לאחר שחרור מהמכס ושירותי המכלה לסחורה המיועדת ליצוא. פעילות מגזר זה מתמקדת בפריקת מטענים מיוחדים ומתן שירותים לוגיסטיים (לדוגמה, ניהול מרלו"ג). כחלק מפעילות מגזר זה מספקת החברה שירותי שנוע מטענים מנמל אשדוד ולנמל אשדוד באמצעות רכבת ישראל דרך מסוף רכבת הנמצא בשטחה. בנוסף מחזיקה החברה ב- 20.25% ממניות מספנות ישראל בע"מ. החברה התאגדה בחודש ינואר 1963 כחברה פרטית. באפריל 1983 הפכה החברה לחברה ציבורית. בעלי השליטה בחברה הינם חברת סוב שמלצר אחזקות (2001) בע"מ, מר שלומי פוגל וחברת מסופי ספנות בע"מ, המחזיקים, כל אחד, בכ- 28.5% ממניות החברה. החברה ובעלי המניות הנ"ל רואים ביחסיהם כיחסי שליטה משותפת. מנכ"ל החברה הינו מר אריה קרמן ויו"ר הדירקטוריון הינו מר שלומי פוגל. נכון ליום 31 בדצמבר 2014 העסיקה החברה כ- 123 עובדים.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב פיננסי חזק של החברה יחסית לרמת הדירוג, המתבטא ברמת מינוף מתונה, יחסי כיסוי מהירים, תזרימי מזומנים יציבים ונזילות וגמישות פיננסית גבוהות, זאת בהתחשב בהיקף הגיוס המתוכנן. מיצובה הפיננסי של החברה הינו פועל יוצא של מעמדה הייחודי בעורף הנמל כבעלת מקרקעין במיקום אסטרטגי, המקנה לה מעמד משמעותי בענף ורווחיות גבוהה ויציבה יחסית וזאת לצד יעילות תפעולית גבוהה, שמרנות ניהולית ומיקוד וכן שמרנות פיננסית, לרבות מדיניות דיבידנד מתונה. מנגד, היקף הפעילות הנמוך יחסית לרמת הדירוג ומאפייני הריכוזיות בחברה גורמים מעוצמתה העסקית ומהווים גורמי משקולת לדירוג. היעדר וודאות ותכנית עסקית מפורטת לגבי ייעוד תמורת ההנפקה היוו אף הם שיקול שלילי בדירוג.

תחום השירותים הלוגיסטיים בעורף הנמל מוערך על ידינו כבעל סיכון בינוני-גבוה נוכח תחרות גבוהה ומתגברת המקוזזת מצד חסמי כניסה גבוהים, ריכוזיות ענפית וביקושים יציבים. קיים יתרון יחסי למחסנים הנמצאים בקרבת הנמל. בשנים

¹ "FCL" – Full Container Load
"LCL" – Less than Container Load



האחרונות גדל היצע השטחים בעורף נמל אשדוד, שחקנים חדשים נכנסו לענף והתחרות התגברה וצפויה להתגבר בשנים הבאות. התחרות עודנה בין מספר מצומצם יחסית של שחקנים בשטח מוגבל, אולם נוכח מאפייני השירותים בענף, התחרות מתבטאת בלחץ על מחירי השירותים וכן בכוחם של המשלחים וסוכני האוניות, והיא מהווה גורם שלילי בהערכת הסיכון הענפי. להערכתנו לאורך זמן הענף מאופיין ברמת ביקושים קשיחה ויציבה יחסית נוכח מרכזיות הייבוא הימי בפעילות הכלכלית בישראל.

המיוצב העסקי של החברה נסמך על הערכתנו כי היא בעלת נתח שוק משמעותי במונחי תנועת מכולות בנמל אשדוד, הנגזר מאחזקתה במקרקעין אסטרטגי בעורף הנמל, מניסיונה רב השנים ומיכולות מקצועיות גבוהות. לצד זאת, הדירוג מושפע מהמחזור הנמוך של החברה, נתון אשר אינו בולט לטובה יחסית לדירוג, אולם נגזר מהמאפיינים הענפיים. בנוסף הושפע הדירוג מריכוזיות עסקית בפעילות החברה, הן בהתבססותה בעיקר על נמל אשדוד והן בחשיפה לשני לקוחות מהותיים. כמו כן היעדר קשרי בעלות משמעותיים עם סוכני אוניות או משלחים בין-לאומיים (כמקובל עבור חלק מהמתחרות בענף) מהווה להערכתנו חסרון יחסי בהשוואה לחלק מהמתחרות.

אנו מעריכים כי השפעת התחרות הגוברת כנזכר לעיל, תקוזז חלקית ע"י המוניטין של החברה בענף, ושיעורי הרווחיות הגבוהים שלה, וכי תחול פגיעה מתונה בנתח השוק של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני.

רווחיות החברה גבוהה ויציבה במידה הבולטת לטובה יחסית לדירוג, ולהערכתנו נובעת בין השאר מבעלות היסטורית על שטחים בקרבת הנמל ומהוותק והניסיון שרכשה החברה לאורך השנים המקנים לה יכולות שירות מגוונות, גמישות עסקית וזאת לצד יעילות תפעולית גבוהה יחסית. אנו מעריכים כי החברה תתקשה לצמוח במידה מהותית מבלי לפגוע ברווחיות, כפי שאכן קרה בשנת 2014. תרחיש הבסיס שלנו מניח יתייצבות הרווחיות התפעולית בטווח של 28%-30% לעומת ממוצע תלת-שנתי של 32%.

הדירוג נתמך במינוף הנמוך של החברה וביחסי כיסוי מהירים יחסית לענף. רמת המינוף של החברה נמוכה יחסית וזאת בהנחת גיוס חוב בסך 80 מיליוני ₪. יחס ההון למאזן פרופורמה לגיוס כאמור לעיל הוא 65%-60% בטווח הזמן הקצר והבינוני, יחס שבולט לטובה יחסית לדירוג. חוב ברוטו מותאם ל-EBITDAR צפוי להיות בטווח 2.5-3 וחוב ברוטו מותאם ל-FFOR צפוי להיות בטווח 3.5-4 בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס הכיסוי EBITR להוצאות מימון מותאמות ברוטו צפוי לרדת לטווח של 6-8 בטווח הזמן הקצר והבינוני, יחס גבוה יחסית לדירוג. יחסי הכיסוי הנזכרים לעיל אינם מביאים בחשבון תזרימי מזומנים שעשויים לנבוע מהשקעות עתידיות של תמורת ההנפקה, היות ולא קיימת רמת וודאות מספקת כדי להעריך תזרימים אלה.

לחברה נזילות חזקה התומכת בדירוג, ונובעת מאופייה היציב של הפעילות ויתרות הנזילות הגבוהות. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, תזרים המזומנים החופשי צפוי להיות בטווח של 12-16 מיליוני ₪ בשנה בטווח הזמן הקצר והבינוני. לחברה לא קיימות מסגרות אשראי בהיקף מהותי עקב קיומן של יתרות נזילות גבוהות. נכון ליום 30.6.2015 יתרות הנזילות של החברה מסתכמות לסך של כ-39 מיליוני ש"ח. במידה והחברה תבצע השקעות הוניות לפיתוח תחומי פעילות חדשים, אנו מעריכים כי השקעות אלו ימומנו מכספי ההנפקה וכי החברה תשמור על יתרות נזילות נאותות.

גולד בונד : נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	H1 2014	H1 2015	
86	102	106	109	128	62	65	הכנסות
26	35	34	37	39	20	21	רווח תפעולי
31%	34%	32%	34%	30%	32%	31%	% רווח תפעולי
32	27	29	39	39	21	20	רווח נקי
32	41	41	44	46	24	24	EBITDA
34	35	37	32	29	42	39	יתרות נזילות
110	88	78	71	54	67	50	חוב פיננסי ברוטו
47%	54%	59%	63%	69%	65%	73%	סך הון/סך מאזן
19	28	31	31	32	15	18	FFO
(15)	(6)	(11)	(22)	(5)	(2)	(4)	CAPEX
(6)	(10)	(11)	(9)	(4)	(4)	(11)	דיבידנד
3.4	2.2	1.9	1.6	1.2	1.4	1.1	חוב ל-EBITDAR (LTM)
5.7	3.1	2.5	2.3	1.7	2.1	1.4	חוב ל-FFOR (LTM)
3.0	4.2	5.4	6.2	8.9	7.8	10.2	EBITR להוצאות מימון ברוטו מותאמות (LTM)

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סיכון ענפי בינוני-גבוה הנובע מתחרות גבוהה בין מספר מועט של שחקנים המספקים שירותים דומים

אנו מעריכים כי סיכון ענף השירותים הלוגיסטיים בעורף הנמל הינו בינוני-גבוה בהתבסס על התחרות הגבוהה המאפיינת את הענף ומקוזזת מצד ביקושים יציבים וחסמי כניסה גבוהים יחסית. השירותים הניתנים בענף הינם אחסון, פריקה, המכלה, מיון והובלה של מכולות מיובאות או של סחורות המיועדות לייצוא, כאשר עיקר פעילות החברה הוא בתחום היבוא בנמל אשדוד. הביקושים בענף תלויים בהיקף תנועת המטענים בנמלי ישראל, כאשר נמל אשדוד ונמל חיפה הינם שני הנמלים העיקריים בפריקת מטענים בישראל ובתוכם מכולות. על פי נתוני רשות הספנות והנמלים, היקף המכולות שנפרקו בנמל אשדוד רשם צמיחה גבוהה על פני העשור האחרון, בין השאר נוכח מעבר להובלה במכולות על חשבון סוגי הובלה אחרים, אולם בשנים 2012-2014 חלה האטה בשיעור הגידול של מכולות שנפרקו בנמל אשדוד, אשר עמד על כ-2.5% במוצק לשנה (כאשר שיעור התמ"ג עלה בכ-3.3% במוצק לשנה בתקופה זו). אנו מעריכים כי היקף הפריקה של מכולות בנמלי ישראל מושפע מצמיחת היקף הייבוא לישראל אשר בתורו מושפע מהיקף התמ"ג, לרבות, רמת הצריכה הפרטית, רמת הייצור התעשייתי ורמת ההשקעות במשק. היקף הסחר העולמי, אשר נפגע מהמשבר הפיננסי, השפיע גם על הייצוא הישראלי וגרם להאטה בקצב הצמיחה שלו ושל כמות המכולות הנטענות בנמל אשדוד. תרחיש הבסיס שלנו מניח צמיחה נמוכה בתנועת המכולות בנמלי ישראל המבוססת על הצפי להתאוששות הסחר העולמי והצפי לצמיחת התמ"ג וההשקעות כתוצאה מגידול צפוי בשכר המינימום, שיעורי ריבית נמוכים ומחירי אנרגיה נמוכים. תרחיש הבסיס מושפע מהנתונים החלשים לגבי צמיחת התמ"ג ברביע השני של 2015 ומהמגמות השליליות בשוקי ההון המציבים אי וודאות לגבי התפתחות הצמיחה בתמ"ג בטווח הקצר והבינוני וסחר החוץ בתוכו.

מחסור בשטחים בקרבת הנמל מקשה על שחקנים חדשים להיכנס לתחום ומהווה את חסם הכניסה המשמעותי ביותר. בשנים האחרונות הקימה חנ"י את פארק נמלי ישראל, פארק תעשייה ולוגיסטיקה חדש בעורף נמל אשדוד ובקרבה למיקומו העתידי של נמל הדרום. הדבר הוביל לגידול היצע השטחים הפנויים בקרבת הנמל ומספר מתחרים חדשים נכנסו לענף. בעוד שמספר השחקנים בענף נותר נמוך יחסית, התחרות באזור עורף הנמל גברה, ולדברי החברה הביאה לירידת מחירי השירותים. להערכתנו, המאפיינים הבסיסיים של סוגי השירותים והיכולת המוגבלת ליצור בידול משמעותי מהווים גורם תחרותי נוסף היוצר לחץ על מחירי המכירה. פרמטר נוסף במבנה התחרות בענף הינן חברות השילוח וסוכני האוניות המהווים מתווך מרכזי בפעילות המסוף, כנגד עמלות תיווך. אנו מעריכים כי המגמה תימשך גם בשנים הבאות וכי התחרות בענף תתגבר נוכח כניסת שחקנים נוספים בזמן הקרוב. השחקנים הדומיננטיים בענף הינם הנמלים עצמם שמספקים שירותי אחסון, ומרבית המכולות משוחררות מהם ישירות. למסופים הפרטיים יתרונות מסוימים על פני הנמלים



בכך שהם מספקים שירותים נוספים שאינם מסופקים בנמלים (פריקה, פיזור, הפצה וכו') ומהווים גורם בעל גמישות תפעולית גבוהה יחסית לנמלים. להערכתנו, החברה בעלת נתח השוק הגדול בענף היא חברת אוברסיז קומרס בע"מ הפועלת על שטחים של כ-120 דונם בנמל אשדוד. מתחרות נוספות הן "אשדוד בונדד" ו-"מסוף 207" הפועלות כל אחת, בשטח שהיקפו המשוער הוא כ-80 דונמים, ומסוף "מילניום" הפועל בשטח שהיקפו המשוער כ-28 דונמים. יש לציין כי בשנת 2014 הסתיימו המכרזים להקמת נמל הדרום באשדוד ונמל המפרץ בחיפה, ובשנת 2015 הסתיימו המכרזים להפעלת נמלים אלו. לפי צפי בנק ישראל, בהנחה שהמסופים יבנו במקביל, מסוף הדרום צפוי להתחיל לפעול ב-2021 ומסוף המפרץ ב-2020. איננו מעריכים שלמסופים החדשים תהיה השפעה על הענף בטווח הזמן הקצר והבינוני.

בעלות על שטחים בעורף הנמל תורמת למיצוב העסקי ולרווחיות גבוהה המפצה על היקף פעילות נמוך יחסית לדירוג
החברה פועלת על שטחים בעורף נמל אשדוד בהיקף של כ-135 דונמים מתוכם כ-40 דונמים חכורים מרכבת ישראל ומשמשים להפעלת שלוחת רכבת ולאחסון מכולות, ושאר השטחים נמצאים בבעלות החברה. הדירוג מושפע לשלילה מהמחזור הנמוך של החברה, נתון אשר אינו בולט לטובה יחסית לדירוג, אולם נגזר מהמאפיינים הענפיים. על אף היקף ההכנסות הנמוך יחסית, אנו מעריכים כי גולד בונד הינה אחת החברות המובילות במונחי תנועת מכולות בעורף נמל אשדוד ובעלת נתח שוק משמעותי, גורם המעיד על מעמד חזק בענף ותורם למיצוב העסקי.

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות הכוללים את מסוף המכולות המלאות, מסוף המכולות לריקון ומגזר הפעילות החופשית. הכנסות החברה בשנים 2012-2014 עמדו על ממוצע של כ-115 מיליוני ₪ המצביע על היקף פעילות נמוך אשר נגזר מהמאפיינים הענפיים. הכנסות החברה בשנת 2014 צמחו בשיעור גבוה של כ-17%. הגידול בהכנסות החברה נובע מהצמיחה בהכנסות מגזר הפעילות החופשית שהינו מנוע הצמיחה העיקרי של החברה. צמיחת המגזר היא תוצאה של הרחבת הפעילות מול אגן כימיקלים וגידול בפעילות מול אונר"א נוכח ההתפתחויות הגיאופוליטיות מול רצועת עזה. הפעילות במגזר החופשי כוללת טיפול במטענים ופריקת מכולות תוך התמקדות במטענים מיוחדים (חריגים מבחינת גודל, משקל וצורה) וכן מתן שירותים לוגיסטיים. בשנת 2014 החלה החברה בהתקשרות ישירה עם רכבת ישראל לצורך הובלת מטענים ממסוף הרכבת שבשטח החברה, פעילות שתרמה אף היא לגידול ההכנסות במגזר החופשי. בניגוד לצמיחה במגזר הפעילות החופשית, סטגנציה בתנועת המכולות בנמל אשדוד והתגברות התחרות בענף הביאו לצמיחה ממוצעת אפסית בהכנסות מהמסופים בשלוש השנים האחרונות.

הניסיון הרב של החברה ומומחיותה בתחום, בשילוב עם בעלות היסטורית בשטחים עליהם היא פועלת, הביאו לרווחיות תפעולית גבוהה ויציבה לאורך השנים. רווחיות זו מושפעת לטובה גם מיעילות תפעולית גבוהה וניהול הדוק וממוקד. תרחיש הבסיס שלנו לטווח הקצר והבינוני מניח כי העלייה המתמשכת ברמת התחרות ברקע צמיחה מתונה (2%-3%) בתנועת המכולות תפגע במידה מתונה בנתח השוק של החברה על חשבון שחיקה במחירי המכירה וברווחיות. כך, אנו מעריכים ירידה ברווחיות התפעולית לטווח שבין 28%-30% (לעומת ממוצע תלת שנתי של כ-32%), הכוללת גם השפעה של עליית שכר המינימום.

ריכוזיות עסקית בהיבט הגיאוגרפי ובהיבט לקוחות

לחברה פעילות בנמל אשדוד בלבד, דבר המהווה חיסרון אל מול חלק ממתחרותיה, שברשותן מסופים גם בעורף נמל חיפה. הפעילות בנמל אחד מגבילה את נתח השוק שלה, וחושפת אותה לתחרות בין הנמלים ולשינויים במעמדו של נמל אשדוד. המצאותה של מסילת רכבת בשטחי מסוף החברה מהווה גורם המקזז במעט את סיכון הפיזור, מכיוון שהמסילה מאפשרת הובלה זולה יחסית של מכולות מנמל חיפה לנמל אשדוד. גורם נוסף המשפיע על מיצוב העסקי של החברה הוא חוסר בקשרי בעלות עם סוכני אוניה ומשלחים בין לאומיים, לעומת חלק מהמתחרים. בענף בו המשלחים וסוכני

האוניות הם אלו שמנתבים את תנועת המכילות בין המסופים השונים תמורת עמלות, קשרי בעלות עם משלח או סוכן אונייה עשויים להוות יתרון אסטרטגי.

בנוסף, קיומם של לקוחות וחוזים מהותיים מביאים, להערכתנו, לריכוזיות לקוחות גבוהה יחסית. הכנסות החברה משני לקוחות מהותיים היוו כ- 22%, 18% ו- 17% מסך ההכנסות בשנים 2014, 2013 ו- 2012, בהתאמה. יש להדגיש כי לחברה קשרי עבודה ארוכים עם אחד הלקוחות המהותיים במגזרים שונים של פעילותה, אולם אנו מעריכים כי חסמי היציאה של הלקוח אינם גבוהים. לגבי לקוח שני, אנו מעריכים כי הפעילות מולו עשויה להתאפיין בתנודתיות גבוהה.

אסטרטגיה להתרחבות בתחום הלוגיסטיקה אל מחוץ לעורף הנמל עשויה להרחיב את הפיזור העסקי אולם צפויה להתאפיין במאפייני סיכון שונים

תחום הפעילות המצומצם של החברה ומגבלות הצמיחה בשטח נמל אשדוד הביאו למיצוי פוטנציאל הצמיחה בפעילות המסופים והחברה מנסה לאתר מנועי צמיחה בפעילות החופשית בתחום הלוגיסטיקה. תמורת ההנפקה המתוכננת של אגרות החוב מיועדת בין השאר למימון התרחבות בתחום זה. החברה שוקלת כיוונים שונים של השקעות באזור הנמלים ומחוצה לו. אנו ערים לכך כי יתרונה היחסי של החברה טמון בין השאר בהימצאותה בעורף נמל אשדוד על שטחים אסטרטגיים בבעלותה. ככל שהחברה תרחיב את פעילותה מחוץ לנמל אנו מעריכים תמהיל רווחיות נמוך יותר בהשוואה למצב הנוכחי. אנו סבורים כי הרחבת הפעילות בתחומי הליבה עשויה להוות גורם חיובי עבור המיצוב העסקי של החברה אולם אי הוודאות לגבי מאפייני הסיכון של ההשקעות העתידיות והיקפן היווה גורם שלילי בדירוג.

תזרים חופשי בהיקף מהותי יציב יחסית תורם לנזילות וליכולת שירות החוב, וזאת לצד יתרות נזילות גבוהות

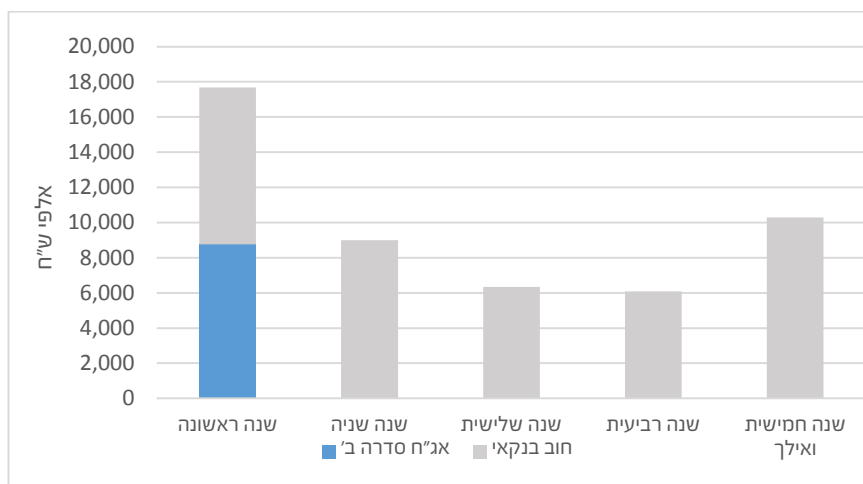
בהתאם לתרחיש ההכנסות והרווח כנזכר לעיל, אנו צופים EBITDA שנתית בטווח של 40-35 מיליון ₪ בטווח הקצר והבינוני ו FFO בטווח של 30-25 מיליון ₪, זאת על בסיס הפעילות הקיימת בלבד ובהנחת גיוס חוב בהיקף של 80 מיליון ₪. בנוסף, תרחיש הבסיס שלנו כולל את ההנחות העיקריות הבאות: 1. השקעות הוניות שוטפות בסכום של כ- 8 מיליון ש"ח בשנה 2. חלוקת דיבידנד שנתית של 40% מרווחיה השוטפים של החברה 3. קבלת דיבידנד ממספנות ישראל בסכום של כ- 3 מיליון ש"ח בשנה. בהתאם לאמור לעיל, לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, תזרים המזומנים החופשי (FCF) בטווח הזמן הקצר והבינוני צפוי להיות בטווח 12-16 מיליון ₪ בשנה. תזרים המזומנים החופשי נסמך על מקורות מפעילות השומרים על יציבות לאורך השנים וצפויים לשמור על יציבות יחסית גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. לחברה לא קיימות מסגרות אשראי בהיקף מהותי עקב קיומן של יתרות נזילות גבוהות. נכון ליום 30.6.2015 יתרות הנזילות של החברה מסתכמות לסך של כ- 39 מיליון ש"ח. לחברה שעבודים על מקרקעין לצורך הבטחת התחייבויותיה לבנקים. יתרות הנזילות הגבוהות, בשילוב תזרים המזומנים החופשי הצפוי, מביאים לנזילות חזקה יחסית בטווח הזמן הקצר והבינוני. במידה והחברה תבצע השקעות הוניות לפיתוח תחומי פעילות חדשים, אנו צופים כי השקעות אלו ימומנו מכספי ההנפקה וכי החברה תשמור על יתרות נזילות נאותות.

מינוף יחסי כיסוי בולטים לטובה יחסית לרמת הדירוג

רמת החוב הנוכחית של החברה נמוכה לאחר שירדה עם השנים כתוצאה מפרעון אג"ח סדרה ב' שהונפקו בשנת 2007 וזאת ממקורות תזרים פנימיים של החברה. בשנים האחרונות גדל יחס ההון למאזן ועמד על כ- 73% ביום 30.6.2015. גיוס חוב נוסף בהיקף 80 מיליון ש"ח בטווח הזמן הקצר יוביל לירידה ביחס ההון למאזן לרמה צפויה (פרפורמה) של 65%-60% בטווח הזמן הקצר והבינוני, יחס שבוולט לטובה יחסית לרמת הדירוג. חוב ברוטו מותאם ל- EBITDAR צפוי להיות בטווח 2.5-3 וחוב ברוטו מותאם ל- FFOR צפוי להיות בטווח 3.5-4.0 בטווח הזמן הקצר והבינוני. להערכתנו שירות הריבית השנתית צפוי לגדול בטווח זמן זה נוכח גיוס החוב הצפוי ויחס הכיסוי EBITR להוצאות מימון מותאמות ברוטו צפוי

לרדת לטווח של 6-8, יחס גבוה יחסית לענף. יחסי הכיסוי הצפויים אינם מושפעים מתזרימי מזומנים שעשויים לנבוע מהשקעות עתידיות של תמורת ההנפקה, היות ולא קיימת רמת וודאות מספקת כדי לחזות תזרימים אלה.

גולד בונד - לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ליום 30.6.2015, באלפי ₪



אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- התרחבות מדודה בתחומי הפעילות של החברה

גורמים שיכולים להוביל להרעה בדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי מותאם ל- EBITDAR מעל לרמה של 4.0 לאורך זמן
- רכישות ומיזוגים שאינם בליבת הפעילות של החברה ובפרופיל סיכון גבוה יותר

דוחות קשורים

[דירוג חברות תעשייה ומסחר - מתודולוגית דירוג, אוקטובר 2013.](#)

תאריך דוח: 10.09.2015

מונחים פיננסיים עיקריים

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 בציוד, 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) - השקעות 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.

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

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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום תיחיסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.