



# חברת גב ים לקרקעות בע"מ

פעולת דירוג - מרץ 2012

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר  
[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)

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## חברת גב ים לקרקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-----	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3 לסדרות האג"ח 3, 4, ה', ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה גב ים לקרקעות בע"מ (להלן: "גב ים" או "החברה") ומציבה אופק יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-400 מיליון ש"ח. חלקה - לצורך מחזור חובות וחלקה - לצורך פעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.03.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

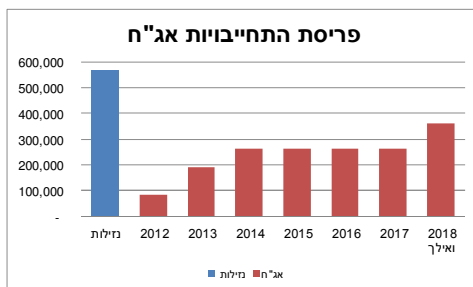
להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 בדצמבר 2011:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון האג"ח
3 (פרטית)	7590078	דצמ-03	5.70%	מדד	69	2012-2013
4 (פרטית)	7590086	אפר-05	4.25%	מדד	97	2012-2013
ה'	7590110	מרץ-07	4.55%	מדד	781	2014-2018
ו'	7590128	מרץ-07	4.75%	מדד	206	2021-2026
ז'	7590144	דצמ-09	6.41%	ללא הצמדה	536	2013-2017
<b>סה"כ גב ים</b>						<b>1,690</b>

**הדירוג נסמך**, בין היתר, על יחסי הכיסוי ושיעורי הרווחיות הבולטים לטובה ותואמים את תחזיות החברה; ממצבת נכסים מניבים איכותיים באזורי ביקוש בישראל, המושכרים בתפוסה גבוהה ותורמים ליציבות, בין היתר, בשל היתרונות של מיצוב חלק מנכסים אלו ולסביבת העבודה שהנ"ל מספקים ביחס לנכסים מתחרים; גמישות פיננסית ונזילות בולטת לטובה; איתנות פיננסית התואמת את רמת הדירוג, גם בהתחשב בעלייה מסוימת ברמת המינוף בשנים האחרונות וכן בהתחשב בגיוס המתואר לעיל; מוניטין ווותק החברה וכן נגישות למקורות מימון בנקאיים וחוץ בנקאיים; פוטנציאל השבחה והגדלת התזרים הפרמננטי מתוך זכויות הבנייה הקיימות, ללא צורך בהשקעת מקורות ניכרים למטרת רכישת קרקעות; קצב מכירות בולט לטובה בפרויקט המגורים בחיפה, באופן המשפר את הנראות לתזרימים משמעותיים לשירות החוב בעתיד. מנגד, קיים ריכוז של חלק ניכר מה-NOI ושווי הנכסים במספר מתחמים מרכזיים; חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי ביחס לתזרים הפרמננטי מפעילות.

מכיוון שלהערכת מידרוג לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה מאז דוח הדירוג האחרון, הננו להפנות לגורמי המפתח לדירוג, המפורטים בדוח הדירוג הראשוני מחדש אוגוסט 2011.<sup>1</sup>

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



התפתחות התוצאות הכספיות

**גב ים חברה לקרקעות בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2011 (אלפי ₪)**

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	גיוס אג"ח, מימושים ודיבידנד	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ - גב ים
440,047	409,085	312,420	331,261		סה"כ הכנסות שוטפות
260,266	271,379	278,219	303,372		NOI
25,599	22,190	2,465	918		רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
283,779	289,819	277,225	301,090		סה"כ רווח גולמי (כולל שירותי אחסון)
91.4%	92.9%	92.7%	93.0%		שיעור NOI
243,560	267,591	258,699	286,982		EBITDA בנטרול שערוכים
161,944	121,078	155,507	134,143		שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
251,604	236,220	281,954	267,274		רווח נקי (לפני מס)
191,288	286,356	231,479	85,613		רווח נקי (לאחר מס)
1,879,816	2,136,265	2,172,908	2,506,240	2,903,120	חוב פיננסי
490,605	592,758	482,019	567,051	567,051	יתרות נזילות
1,389,211	1,543,507	1,690,889	1,939,189	2,336,069	חוב פיננסי נטו
4,335,811	4,431,815	4,590,375	4,986,191	5,233,071	Cap
3,845,206	3,839,057	4,108,356	4,419,140	4,666,020	Cap נטו
2,047,000	1,968,298	2,043,903	1,938,930	1,802,130	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,676,828	3,528,857	3,827,683	4,309,265	4,309,265	נדל"ן להשקעה
4,591,713	4,691,326	4,841,238	5,308,061	5,718,141	סך מאזן בנטרול מקדמות
44.6%	42.0%	42.2%	36.5%	31.5%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
43.4%	48.2%	47.3%	50.3%	55.5%	חוב ל-CAP
36.1%	40.2%	41.2%	43.9%	50.1%	חוב נטו ל-CAP נטו
153,291	174,458	190,174	170,306		FFO
9.1	8.8	8.9	11.4		חוב נטו ל-FFO*
5.7	5.8	6.5	6.8		חוב נטו ל-EBITDA
1.6	1.7	1.9	1.9		חוב נטו ל-EBITDA/הוצאות מימון נטו

\* הפרופורמה כוללת את הגיוס בניכוי חלויות אג"ח, חלוקת הדיבידנד ומספר מימושים לאחר תאריך המאזן

## אופק הדירוג

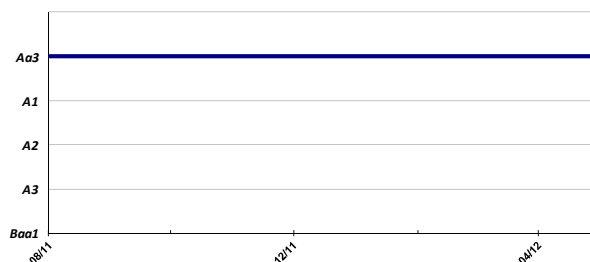
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

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

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג ואופק הדירוג

- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית המימון של החברה כדוגמת כניסה לפרויקטים יזמיים המעלים את פרופיל הסיכון באופן משמעותי
- החלשות לאורך זמן, של פרמטרים פיננסיים כדוגמת חריגה ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מעל לטווח של 50%-55%, עליה ביחס חוב נטו ל-FFO מעבר ל-15%
- קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה בין היתר בשל חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

## היסטוריית דירוג



4

## אודות החברה

גב ים הינה חברה ציבורית המצויה בשליטת החברה לנכסים ולבנין בע"מ, 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 4.4 מיליארד ש"ח, המניבים בשנת הפעלה מלאה NOI של למעלה מ-310 מיליון ש"ח. 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, 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.

## מחקרים מתודולוגיים

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

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

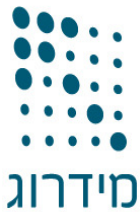
המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

דוח קודם: דוח דירוג ראשוני אוגוסט 2011

תאריך דוח: 29 מרץ 2012

## 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 ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)



מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.

תזרים מזומנים פנוי\*  
Retained Cash Flow (RCF)

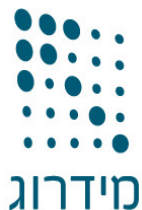
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.

תזרים מזומנים חופשי\*  
Free Cash Flow (FCF)

### סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלוהיה 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.



דו"ח מספר: CRGY100312480M

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](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 לסיכוני 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.