



# כרמל אולפינים בע"מ

מעקב | אפריל 2014

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## כרמל אולפינים בע"מ

אופק: יציב	Baa2	דירוג סדרה
------------	------	------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של דירוג אגרות החוב (סדרה א'), שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה") והורדת דירוג אגרות החוב, מ - Baa1 ל - Baa2. אופק הדירוג נותר יציב.

סדרת האג"ח המדורגות:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים ליום 31.12.2013 (מיליוני ש"ח) <sup>1</sup>	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	4.69%	מדד	837	2014-2020

ביום 31 במרץ 2014, שילמה החברה תשלום אג"ח בסך של כ- 36.7 מיליון דולר (כ- 128 מיליון ₪).

### שיקולים עיקריים בדירוג

בחודש אוקטובר 2013 הוכנס דירוג אגרות החוב לבחינת דירוג, נוכח היחלשות בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה האם בתי זיקוק נפט בע"מ ("בז"ן).<sup>1</sup>

במועד המעקב הקודם, הנחנו הסתברות גבוהה לתמיכה ע"י בז"ן (בהתבסס בין השאר על ערבות מוגבלת בסכום של עד 135 מיליון דולר) ומכאן דירוג כאו"ל גילם תוספת נוטש ("one – notch uplift") מעבר לדירוג האשראי העצמאי שלה נוכח התמיכה מצידה של בז"ן. כעת, אנו מעריכים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של בז"ן, במידה שחברת האם אינה מהווה להערכתנו בסיס לתמיכה בסיכון האשראי של כאו"ל, כפי שהנחנו בעבר, ומכאן שהורדת הדירוג נועדה לשקף את סיכון האשראי של כאו"ל על בסיס עצמאי, אשר לא נשתנה בין התקופות.

יש לציין כי אנו עדיין רואים תלות תפעולית הדדית בין כאו"ל ובז"ן הפועלות בחצר ייצור משותפת, תוך חיבור בין המתקנים וניהול ואסטרטגיה משותפים.

הערכת הסיכון הנוכחית לבז"ן מתבססת על החולשה בתוצאות הכספיות של בז"ן במהלך שנת 2013 וצפי להמשך החולשה אף במהלך שנת 2014, נוכח סביבת הפעילות המאתגרת של פעילות בתי הזיקוק. רמת הנזילות בבז"ן שופרה ממועד הכניסה לרשימת מעקב, במידה משמעותית והינה מספקת לרמת הדירוג. במועד המעקב הקודם הערכנו כי כניסת הגז הטבעי, יחד עם הנבת מתקן המידן, מהווים מחולל שינוי מהותי בבז"ן אשר צפוי להוביל את בז"ן לשיפור

<sup>1</sup> החל מיום 1.1.2011 החברה מציגה את יתרת האג"ח בספרים לפי שווי הוגן בעקבות אימוץ מוקדם של IFRS9. שינויים בסיכון האשראי של החברה נזקפים לקרן הון ושינויי ריבית, סיכון שוק ושע"ח הנזקפים לרוו"ה, אשר מתקדזים מול שינויים בשווי ההוגן של הנגזר הפיננסי. ליום 31.12.2013 יתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ- 260 מיליון דולר (כ- 903 מיליון ₪).



בתזרים התפעולי ולקיטון ברמות החוב. על אף אלו, נוכח רמת מרווחי בסיס נמוכה היסטורית, לא הצליחה בז"ן לעמוד ביעדי התזרים והחוב אותם צפינו.

רמת מרווחי הבסיס<sup>2</sup> החלשה נגזרת משני גורמים: האחד, עליות במחירי הנפט הגולמי, בעיקר כתוצאה מאירועים גיאופוליטיים ברבעון שלישי 2013 והשני, תזקיני הנפט אופייני בסביבת ביקושים חלשה נוכח המיתון באירופה. במקביל, על אף מעבר של מספר בתי זיקוק באירופה להפסדים תפעוליים, לא נראה שינוי בצד ההיצע, הנובע בעיקר מהיותם של בתי זיקוק אלו בבעלות ממשלתית. המגמה של ירידת מרווח הבסיס העצימה ונמשכה לתוך שנת 2014. יש לציין כי בז"ן נהנתה מביצועים עודפים על מרווח הבסיס מכיוון שהיא מייצאת בעיקר סולר לתחבורה (דיזל) שמאופיין בעודף ביקוש באירופה ובמרווחים טובים יחסית.

השינויים שתוארו לעיל במהלך שנת 2013, הביאו את בז"ן לגרעון תפעולי ממקורות פנימיים ועל כן גייסה מקורות נזילות חיצוניים, אשר כללו עיבוי הנפקת זכויות והנפקת אג"ח. במקביל, במהלך רבעון רביעי 2013, בז"ן פעלה לקבלת הסכמות מחדש מול המערכת הבנקאית לצורך עמידה באמות מידה פיננסיות. כחלק מכתב הוויתור, שונו אמות המידה הפיננסיות בהן נדרשת בז"ן לעמוד ומועדי מדידתן וכן נתקבלה הסכמה מהבנקים המממנים להחליף את מסגרות האשראי המובטחות והבלתי מובטחות במסגרות מובטחות, בהיקף כולל של כ- 485 מיליון דולר. נכון לדוחות הכספיים ליום 31.12.2013, בז"ן מציגה סט של אמות מידה פיננסיות חדשות מול המערכת הבנקאית, אשר היא נדרשת לעמוד בהן החל מרבעון ראשון 2014.

מהלכי עיבוי הנזילות אשר צוינו לעיל, יחד עם פעולות להקטנת ההון החוזר בינואר 2014 כדוגמת הרחבת עסקת זמינות מלאי מול גוף פיננסי בהיקף של כ-25 מיליון דולר, התייעלות במלאי בעקבות הרחבת עסקת הזמינות ופקטורינג לקוחות בהיקף של כ-100 מיליון דולר, תרמו לבז"ן מקורות לשירות החוב עד לסוף שנת 2014. בשנת 2014, היקף שירות קרן וריבית אשר בז"ן נדרשת לעמוד בהם נאמדים בכ- 400 מיליון דולר.

מאז מועד המעקב האחרון, כאו"ל הציגה שיפור בתוצאות בהתאם לציפיותינו כך שדירוג האשראי שלה על בסיס עצמאי לא נפגע, להערכתנו. הפאנדרמנטאלס של כאו"ל עודם חלשים ומעיבים על הדירוג וכוללים ענף פעילות בעל סיכון גבוה, קושי בקביעת מרווחים, גמישות מחיר חלשה ותנודתיות אינהרנטית גבוהה בענף, אשר מקשה על החברה להציג יציבות במדדים הפיננסיים לאורך זמן.

במועד המעקב הקודם הערכנו כי החברה תרשום רווח תזרימי EBITDA בטווח בין 80 ל-100 מיליון דולר ואכן החברה סיימה את השנה בטווח התחתון של הערכתנו. מרבית מכירות החברה (כ-60%) מופנות לשוק העולמי, ומושפעות מכושר הייצור וממרווחי הייצור בשוקי היעד. במהלך השנה האחרונה אנו עדים לעלייה במרווחי הפטרוכימיה המוסברת בעיקרה נוכח יציאה מהמיתון באירופה וסגירת מפעלים, באירופה בעיקר. המרווח הממוצע (פער מחירי הפולימרים ממחיר חומר הגלם-נפטא) עלה בכ-30% בין שנת 2012 לשנת 2013. עם זאת, מדובר ברמת מרווחים אשר עדיין אינם בשיא של השנים 2010-2011. שנת 2012 הושפעה לשלילה מהורדת מחירים מצד יצרן סעודי לשוק עם מתקן פולימרים חדש, ואופיינה בתנודתיות גבוהה במרווחים. בנוסף, שנת 2013 הושפעה לטובה מהתחלת שימוש בגז טבעי בכאו"ל, החל מחודש אפריל, שהובילה לחסכון בעלויות האנרגיה בהיקף של כ-20 מיליון דולר בשנת 2013 (כ-30 מיליון דולר במונחים שנתיים).

<sup>2</sup> מרווח הבסיס מוגדר כמרווח לפיצוח נפט גולמי מסוג אורל בים התיכון המפורסם על ידי סוכנות הידיעות רויטרס.



בהתאם להערכותינו הקודמות, בתרחיש הבסיס לשנת 2014, אנו מניחים מרווחי פטרוכימיה ברמות דומות לשנת 2013, המבוססים על עלייה בקצב הביקושים למוצרי פלסטיק בארצות המתפתחות יחד עם התאוששות המצב באירופה.

הדירוג של כאו"ל משקף את התנודתיות הגבוהה במרווח הייצור שמאפיינת אותה לאורך זמן, כמו את הענף כולו, ובמידה רבה אינו מצוי בשליטתה ונגזר מגורמים אקסוגניים. מרווח הייצור מושפע ממחירי הנפט, שהינה קומודיטי בעלת קורלציה חיובית גבוהה עם מחירי הנפט וממחיר התוצרים הסופיים, המושפעים מהמחזוריות הכלכלית ומכושר הייצור המותקן, בעיקר באירופה ובארצות המתפתחות. הגמישות התפעולית של כאו"ל, כמו גם חברות דומות לה, להתאים את ההוצאות למרווח הינה נמוכה מאוד. לצד זאת, יש לציין כי כאו"ל פועלת בתקופה האחרונה להקטנת ימי המלאי על מנת לצמצם את השפעת תנודתיות מרווח הייצור על תוצאותיה וכן היא פועלת להשבחת איכות הפולימרים שהיא מייצרת על מנת להקטין את תלותה במחירים הבינלאומיים.

ביום 24 במרץ 2014, הודיע מנכ"ל בד"ן, מר אריק יערי על התפטרותו. יש לציין כי במהלך השנה האחרונה, יו"ר הקבוצה עקיבא מוזס הודיע על סיום תפקידו בקבוצה ומאותו מועד מכהן מר דיוויד פדרמן כיו"ר הקבוצה. אופק הדירוג היציב מושתת על הערכתנו ליציבות התוצאות הכספיות ועמידה סבירה ביחסים הפיננסיים הנדרשים לדירוג.

#### **כרמל אולפינים - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני דולר)**

2009	2010	2011	2012	2013	
828	1,012	1,219	1,089	1,070	הכנסות
16	65	6	(40)	31	רווח (הפסד) תפעולי
(24)	(6)	(26)	(42)	(44)	הוצאות מימון נטו
22	73	(16)	(61)	(32)	רווח (הפסד) נקי
0.5	2.15	0.2	neg	0.7	EBIT/Gross Finance
71	109	52	5	80	EBITDA
58	85	28	(27)	56	FFO
44	42	(28)	(74)	27	FFO-CapEx
444	562	561	511	484	חוב פיננסי*
20	4	15	14	7	מזומנים ושווי מזומן
6.2	5.2	10.8	na	6.1	חוב פיננסי / EBITDA
7.7	6.6	19.7	neg	8.6	חוב פיננסי / FFO
28%	32%	30%	26%	25%	הון עצמי / סך מאזן

(\*) החוב הפיננסי כולל את יתרת האג"ח לפי הערך ההתחייבותי, חלף שווי הון, כפי שמוצג בספרי החברה ובקיזוז פקדונות לזמן ארוך המשועבדים לטובת הבנקים ובקיזוז מכשירים פיננסיים.

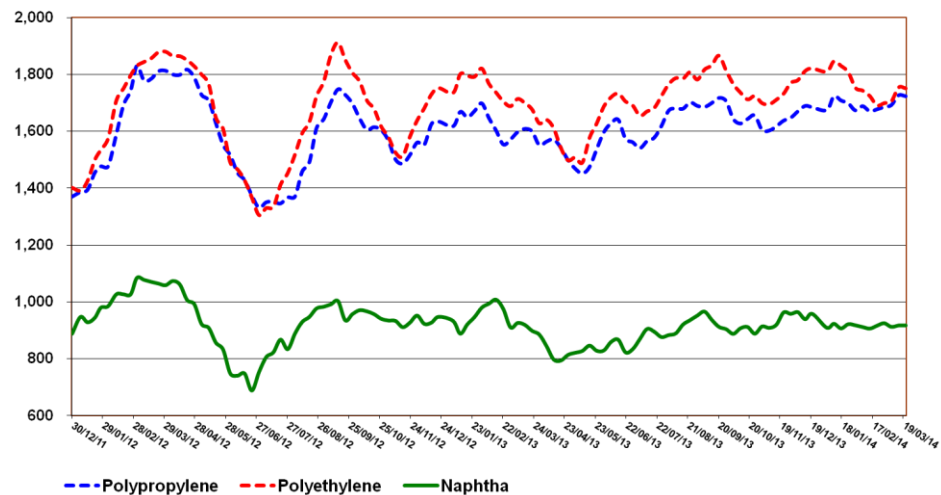
#### **פירוט גורמי מפתח בדירוג**

##### **סיכון ענפי גבוה**

ענף הפטרוכימיה הוא בעל סיכון גבוה, להערכתנו. הענף מאופיין בחשיפה למרווח ייצור הגוזר את הרווח. מרווח הייצור במידה רבה אינו בשליטת החברה. מחיר הנפט, שהינו גורם אחד במרווח הייצור, מושפע מאוד ממחירי הנפט בעולם, על כל הכרוך בכך. הצד השני של המרווח אלו מחירי התוצרים, שהינם קומודיטיים, אשר נגזרים ממחירים בינלאומיים וחשופים למחזוריות הכלכלית, לרמות הצמיחה בשוק הפלסטיקה ולשינויים בכושר הייצור באזורים הרלוונטיים. כמו כן לחברות בענף גמישות תפעולית נמוכה להתאים את הוצאות התפעול לשינויים במרווח הייצור.

ענף הפטרוכימיה מצוי כיום באיזון טוב יותר בין הביקוש להיצע בהשוואה לשנים קודמות. מצד הביקושים נראה כי החל משנת 2012 קיימת עלייה ברמת הביקושים בעיקר מצד המדינות המתפתחות ואירופה, הגורמת לעליית מחירי המכירה של מוצרי הפלסטיקה. יש לציין כי קצב הביקוש בענף הנו גבוה יותר מקצב צמיחת התמ"ג, בין השאר, נוכח מעבר לייצור באמצעות פלסטיק ע"ח חומרי גלם אחרים. מצד ההיצע, נראה כי לא צפויה פתיחה של מפעלי פטרוכימיה בעתיד הנראה לעין לאחר שחברות שונות מיצו את תוכניות ההשקעה שלהן בדגש על החברה הסעודית, אשר הזרימה עודף ייצור לשוק בשנת 2012 וגרמה לירידה במחירי המכירה.

### גרף מחירי הפוליאתילן הפוליפרופילן והנפטא לאורך השנים



### מקור: ICIS

#### מעמד איתן בשוק המקומי אך חשיפה גבוהה לשווקים הבינלאומיים

כ-40% ממכירות כאו"ל הנן לישראל וכ-60% נוספים נובעים ממכירות לחו"ל. בשוק המקומי החברה מתמודדת בעיקר מול יבוא מזדמן. יתרונותיה של החברה בשוק המקומי נעוצים בזמינות אספקה גבוהה, איכות מוצרים טובה ומוכחת וקשרי לקוחות ארוכי טווח. מרבית לקוחותיה של כאו"ל מוטי ייצוא, כך שהיא חשופה למחזוריות הגלובאלית גם במכירות המקומיות.

כושר הייצור הכולל של הקבוצה (כאו"ל סולו ודוקור) עומד על כ-0.7 מיליון טון לשנה. ניצולת המתקן בישראל ירדה מ-87% בסוף שנת 2012 לכ-75% בסוף שנת 2013, המוסברת בחלקה כתוצאה מהדממה עקב טיפול תקופתי שבוצע במהלך הרבעון הראשון וכן כתוצאה מתקלה במחצית השנייה של השנה באחד ממתקני הייצור שהחברה פועלת יחד עם נתן הידע לתקנו. נכון למועד דו"ח זה עדיין לא דווח על פתרון התקלה. יש לציין כי במקביל החברה מתאימה עצמה למגמה העולמית של קיטון במלאים בעקבות הירידה במרווחים בשנים הקודמות. לחברה סיכון תפעולי גבוה נוכח



הישענות על מספר מתקני ייצור בודדים וכן תלות באספקה רציפה של נפטא ממתקני בז"ן. יש לציין כי לחברה יכולת לייבא נפטא בעצמה.

בשוק הבינלאומי, החברה הינה שחקן קטן. עיקר הייצוא הנו למדינות אגן הים התיכון בדגש על תורכיה ואירופה המערבית. השוק התורכי מהווה עבור החברה שוק זמין וקרוב יחסית, שבו היא נהנית מיתרונות יחסית למעמדה בשוק האירופאי כולו. כלל המכירות מבוטחות בביטוח סיכוני סחר חוץ ואחוז ההפרשה לחובות מסופקים בשנים האחרונות הינו נמוך. יש לציין כי הרווחיות במכירות החברה לחו"ל נמוכה יחסית, ביחס למכירות בשוק המקומי, לאור עלויות ההובלה ורמת התחרות הגבוהה.

### **שיפור במרווח וקבלת גז טבעי משפיעים לחיוב על תוצאות החברה**

הרווחיות היחסית של החברות בתחום הפטרוכימיה הינה נמוכה, ונגזרת בעיקר ממרווח הבסיס והגמישות התפעולית הנמוכה של החברות בענף. כאמור, המרווח הינו בעל ההשפעה הרבה ביותר על תוצאות החברה. ביחס לחברות מתחרות בענף, לחברה מספר יתרונות ביניהם, רכש נפטא במחירים אטרקטיביים, כפועל יוצא מהחיבור למתקני בז"ן והתבססות על גז טבעי, המהווה חומר בעירה זול יותר לעומת המזוט וכן מוזיל את עלות גזי הזינה המתקבלים מבז"ן. בנוסף, תחרות מצד חברות בארה"ב, אשר מבנה העלויות שלהן מבוסס על שימוש בפצלי גז כחומר גלם לייצור אתילן, פחות מאיימת על מוצרי המכירה של החברה.

החברה הציגה רווח תפעולי לשנת 2013 לעומת הפסד תפעולי לשנת 2012 בעיקר נוכח שיפור ברמת המרווחים ומעבר לשימוש בגז טבעי החל מאפריל 2013. במהלך שנת 2013, החברה פעלה שלא בניצולת מלאה, נוכח שיפוץ במפעל ברבעון הראשון אשר השפיע לשלילה על הרווח.

במהלך השנה האחרונה אנו עדים לעלייה במרווחי הפטרוכימיה, המוסברת בעיקרה נוכח יציאה מהמיתון באירופה וסגירת מפעלים בתחום. המרווח הממוצע בין שנת 2012 לשנת 2013 עלה בכ-30% עם זאת המרווחים עדיין אינם בשיא של השנים 2010-2011. הגז הטבעי תרם אף הוא לרווחיות החברה במהלך השנה ותרומתו בשנת 2014 צפויה להיות גבוהה יותר. עם זאת, לאורך זמן שיפור בתוצאות תלוי במידה רבה בגורמים אשר לחברה שליטה מוגבלת לגביהם, נוכח תנודתיות במרווח הבסיס וזאת - בסביבת הוצאות קבועות גבוהה וניצולת נמוכה. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים מרווחי פטרוכימיה ברמות דומות לשנת 2013 (זאת, בהתבסס גם על תחזיות של הגורמים המובילים בענף - חברת הייעוץ הבינלאומית KBC), המבוססים על עלייה בקצב הביקושים למוצרי פלסטיק בארצות המתפתחות יחד עם התאוששות המצב באירופה. להערכתנו, החברה תציג EBITDA לשנת 2014 של כ-100 מיליון דולר, השיפור מול שנת 2013 מבוסס על הפרמטרים הבאים: מעבר לגז טבעי בשנה מלאה, עלייה בכמויות המיוצרות למול שנת 2013 (שכללה השבתה של חודש בשל שיפוץ מתקן ותקלה, כנזכר לעיל), צפי לשיפור בתנאי המכירה והתייעלות מסוימת בניהול צווארי הבקבוק בתהליך הייצור יחד עם ירידה בהוצאות השכר. יש לציין את מגבלת החיזוי בענף הפטרוכימיה התנודתי ואת העובדה שמדובר בתחזית ארוכת טווח, החשופה למספר רב של משתנים שאינם בשליטת החברה.

### **גמישות פיננסית חלשה**

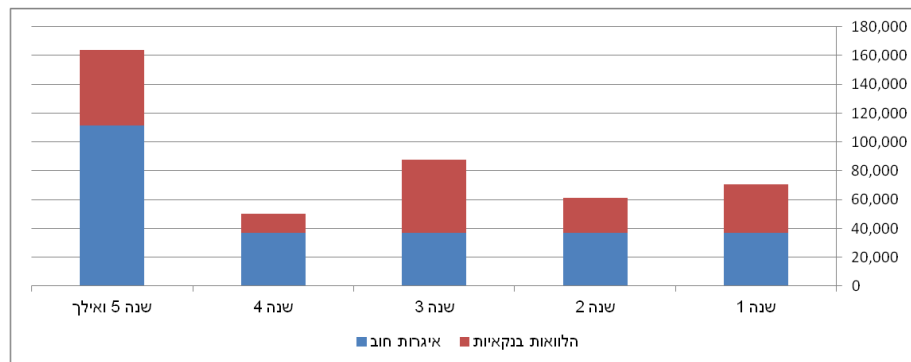
לחברה יתרות נזילות בהיקפים לא משמעותיים ומסגרות אשראי פנויות בהיקפים נמוכים. החברה מציגה לאורך השנים יחס שוטף הנמוך מ-1. נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים, שלא ניתן לחזותם, ועלולים להוביל להרעה ביחס השוטף.



החברה מציגה שיפור במדדי המינוף לאורך השנים האחרונות, תוך ציפייה לשיפור נוסף בשנת התחזית אם זאת נציין כי בהתייחס למאפיינים התנודתיים של פעילותה, רמת המינוף של החברה אינה בולטת לטובה. יחס כיסוי הוצאות המימון על ידי הרווח התפעולי עומד על כ-0.8 והוא צפוי להשתפר, להערכתנו, עד לרמה של כ-1.0, בעיקר נוכח הערכתנו לירידה בהוצאות המימון ושיפור מתון ברווח התפעולי. יחס החוב הפיננסי המותאם לקאפ ליום 31.12.2013 עמד על כ-65%. אנו מעריכים יציבות ביחס זה בטווח הזמן הקצר-הבינוני. החברה מציגה קיטון בחוב לאורך התקופה, בעיקר כנגד ירידה בהון החוזר ותקבולים ממימוש נגזר פיננסי. אנו מעריכים כי מגמת הירידה ברמות החוב תמשך גם בשנת 2014 ותגובה בעיקרה בגידול בבסיס התזרים התפעולי וקיטון ניכר בהשקעות החברה, בעיקר לאור סיום תוכנית ההשקעות והשקעות מתונות לשמירה על הקיים. מנגד אנו צופים גידול בהון החוזר בשנת 2014, נוכח הארכת ימי הספקים. מידרוג רואה במהלך זה אינדיקטור נוסף המעיד על הזיקה בין החברות בז"ן-כאו"ל. לאור כל אלו, בשנת 2014 אנו מעריכים כי התזרים הפרמננטי FFO בניכוי השקעות ברכוש קבוע יהיה בטווח של 30-50 מיליון דולר.

אנו מעריכים כי יחס החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA יהיה בטווח של 5.0-6.0 עד לסוף שנת 2014 (לעומת 6.1 כיום). יחס החוב הפיננסי המותאם ל-FFO יהיה בטווח של כ-8.0-10.0 (לעומת 8.6 כיום). דירוגה של החברה מבטא את הערכתנו כי יחסי הכיסוי עלולים להיות מואטים במידה משמעותית בתקופות של שחיקה במרווח הייצור.

**כאו"ל - לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (באלפי דולר) ליום 31.12.2013\***



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים בסך של כ-100 מיליון דולר ליום 31.12.2013

**שחיקה בפרופיל הפיננסי של חברת האם משפיעה לשלילה על כאו"ל**

לבז"ן מעמד עסקי חזק באספקת דלקים לשוק המקומי והינה בעלת חשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית למשק בישראל, מאפיין אשר יוצר ביקושים יציבים יחסית. מכירות בז"ן לשוק המקומי מהוות כ-65% מסך הכנסותיה אולם היא צפויה להגדיל את היקף התזקיקים המיוצאים בשנים הבאות, בהנבה מלאה של המידן, ובכך להגדיל את רגישותה לביקוש ולהיצע בעולם.

במועד המעקב הקודם הערכנו כי כניסת הגז הטבעי יחד עם הנבת מתקן המידן, מהווים מחולל שינוי מהותי בבז"ן אשר צפוי להוביל אותה לשיפור בתזרים התפעולי ולקיטון ברמות החוב. על אף אלו, נוכח רמת מרווחי בסיס נמוכה היסטורית, אשר הנה אקסוגנית לחלוטין לבז"ן, לא הצליחה בז"ן לעמוד ביעדי התזרים והחוב אותם צפינו. מרווחי הזיקוק הנמוכים נובעים מחד ממחירי נפט גולמי גבוהים בעקבות המצב הגיאופוליטי במזרח התיכון (בעיקר ברבעון שלישי



(2013), ומאידך נוכח ביקושים חלשים לתזקי נפט באירופה ואי סגירת בתי זיקוק מפסידים, המצויים בבעלות ממשלתית דבר היוצר עודף היצע של בתי זיקוק באירופה. בז"ן הציגה תוצאות תפעוליות נמוכות בכ-150 מיליון דולר מהערכותינו, בעיקר נוכח הירידה במרווח הבסיס, כאמור לעיל. יש לציין כי הביצועים היחסיים של בז"ן היו טובים אל מול מרווח הבסיס בשל כניסת המידן, הגז הטבעי וכן מרווחי הסולר לתחבורה. כמו בז"ן עדכנה את תחזיותיה לשנת 2014 מטה, מעבר להערכותינו. מרווחי הבסיס הנמוכים יחד עם תוכנית פרישה מוקדמת הביאו את בז"ן להפסד נקי של כ-167 מיליון דולר. ההפסד המצטבר ותזרים המזומנים הנמוך אילצו את בז"ן לבצע מספר מהלכים פיננסיים כדלקמן: ברבעון הרביעי של שנת 2013 ביצעה בז"ן הנפקת זכויות, שהזרימה לקופתה כ-150 מיליון דולר ומימנה את הגירעון התזרימי מהפעילות וכן מנעה גידול בחוב. הנפקת הזכויות גם אוששה במידה מסוימת את ההון העצמי, שספג הפסדים גבוהים בשנים האחרונות. בצד אלו, לאור החשש לאי עמידה באמות המידה הפיננסיות מול המממנים ברבעון השלישי, ערכה בז"ן בנוסף, הרחבת סדרת אג"ח בהיקף של כ-180 מיליון דולר, הסבת מסגרות אשראי לזמן קצר, חתומות ובלתי חתומות, למסגרות חתומות בהיקף של כ-485 מיליון דולר (כ-65% מנוצלות נכון ליום 31.12.2013) וגיבוש מתווה חדש וסט אמות מידה פיננסיות חדשות. החל מרבעון ראשון 2014, תבחן בז"ן לראשונה עפ"י אמות המידה הפיננסיות כפי שנקבעו במתווה החדש. להערכתנו, בשנת 2014 תתקשה בז"ן לעמוד במרווח מספק באמות המידה הפיננסיות. לקראת תום שנת 2013, הצהירה בז"ן כי בכוונתה לערוך תוכנית התייעלות בקבוצה אשר צפויה להניב חסכון של כ-100 מיליון דולר.

בשנת 2014 אנו צופים שיפור בתוצאות התפעוליות של בז"ן, נוכח מאמצי התייעלות ותרומה מלאה של גז טבעי. סביבת מרווחי הזיקוק עדיין בשפל ולהערכתנו תהייה מאתגרת במהלך שנת 2014 ומכאן אנו מניחים מרווחים נמוכים, בדומה לשנת 2013.

אנו מניחים קיטון ברמות החוב, בעיקר נוכח השיפור המתון ברווח התפעולי כאמור וקיטון בהון החוזר, אשר נכון למועד דו"ח זה, כולל עסקת מכירת מלאי ופקטורינג לקוחות, הנאמדים בכ-200 מיליון דולר. בשנת 2015, להערכתנו, יקשה על בז"ן ליצור מקורות עודפים לשירות החוב וצפויה להידרש למיחזור. להערכת מידרוג, "ארגז הכלים" העומד בפני בז"ן כולל גם הנפקת אג"ח בשווקי חו"ל והחלקת לוח הסילוקין.

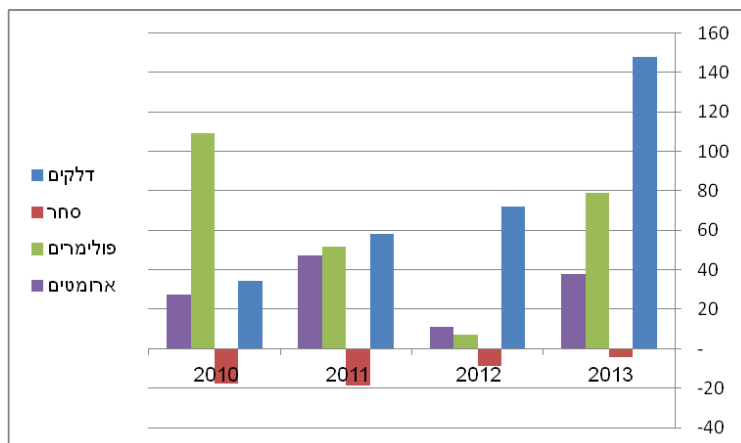
בז"ן סולו - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני דולר)



2009	2010	2011	2012	2013	
4,873	6,084	8,842	9,130	9,235	הכנסות
					רווח (הפסד) תפעולי לפני הכנסות
114	(15)	(13)	6	55	הוצאות אחרות
347	73	(76)	(198)	(167)	רווח (הפסד) נקי
(155)	(166)	(287)	(284)	(89)	השקעות הוניות
159	27	40	70	147	EBITDA
151	3	(69)	(66)	(17)	FFO
1,135	1,124	1,020	809	785	הון עצמי
1,354	1,583	1,689	1,714	1,564	חוב פיננסי *
166	215	77	255	91	יתרות נזילות
54%	59%	63%	70%	68%	חוב לקאפ
35%	31%	28%	19%	20%	הון למאזן
1.55	Neg	Neg	Neg	0.35	רווח תפעולי/הוצ מימון
8.5	59.4	42.3	24.4	10.7	חוב פיננסי / EBITDA
na	na	Neg	Neg	Neg	חוב פיננסי / FFO

(\*) החוב הפיננסי כולל את יתרת האג"ח לפי הערך ההתחייבות, חלף שווי הוגן, כפי שמוצג בספרי החברה ובקיצוז פקדונות לזמן ארוך המשועבדים לטובת הבנקים ובקיצוז מכשירים פיננסיים.

בז"ן התפתחות EBITDA מגזרית (במיליוני דולר)



## אופק הדירוג

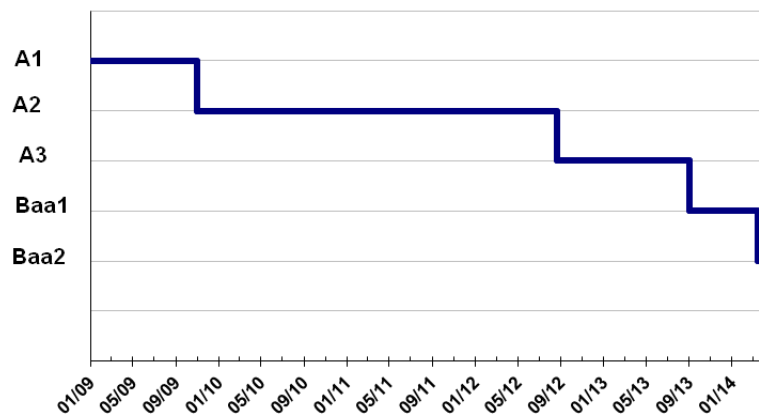
### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- ירידה מהותית ופרמננטית ברמת המינוף של החברה, תוך שיפור מתמשך ביחסי הכיסוי
- שיפור לאורך זמן במעמדה העסקי ובנזילות חברת האם, בז"ן

### גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- שחיקה לאורך זמן ביחסי הכיסוי כפי שנמדדים באמצעות חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO
- אי שיפור במצב הנזילות והגמישות הפיננסית
- פגיעה נוספת במעמדה העסקי ובנזילות חברת האם, בז"ן

### היסטוריית הדירוג (מינואר 2009)



### אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") הינה חברה מדווחת, העוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאתילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן, תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"מ), מהם מיוצרים בשלב הראשון מונומרים (אתילן ופרופילן) ולבסוף פולימרים. הפולימרים משמשים כחומר גלם עיקרי בתעשיית הפלסטיקה. כושר ייצור הפוליפרופילן הוגדל במהלך יולי 2007 כתוצאה מהפעלת מתקנים חדשים, שנבנו בהשקעה ישירה בסך של כ- 350 מיליון דולר במהלך השנים 2004-2007. מתקני החברה בישראל פועלים כתשלובת אחת, מחוברים ביניהם בצנרת ומקבלים שירותים ממערך מרכזי של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) - ספק עיקרי לחומרי זינה לחברה ובעלת השליטה (100%) בחברה. כ-60% מהמכירות הן מחוץ לישראל והיתר ממכירות לשוק המקומי.

### דוחות קשורים

- דוח דירוג - כרמל אולפינים בע"מ Credit review, אוקטובר 2013
- דוח דירוג - כרמל אולפינים בע"מ, דו"ח מעקב אוגוסט 2013

תאריך דוח: 02.04.2014

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 פיננסי + 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) - 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.

סולם דירוג התחייבויות

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

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.



דו"ח מספר: CIC040414000M

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") 2014.

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 מניפק, 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 שהמניפים 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.