



כרמל אולפינים בע"מ

מעקב | יוני 2015

אנשי קשר:

אלעד ביטון, אנליסט

eladb@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

כרמל אולפינים בע"מ

אופק: יציב	Baa1	דירוג סדרה
------------	------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב (סדרה א) שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה") מ-Baa2 ל-Baa1. 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 31.03.2015 (מיליוני ש"ח) ¹	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	5.69% (*)	מדד	634	2016-2020

(*) משקלל העלאת ריבית של כ-1% לאור תיקון בשטר הנאמנות של האג"ח ולפיו ריבית האג"ח תעלה ב 1% לאחר תום תקופת הערבות שהעניקה בז"ן לחברה. תקופת הערבות נסתיימה ב 01.04.2015

שיקולים עיקריים בדירוג

העלאת הדירוג משקפת את השיפור במצבה הפיננסי של כאו"ל כפי שמתבטא בהורדת רמת המינוף ושיפור ביחסי הכיסוי וזאת ברקע שיפור בסביבה העסקית, שיפור ברווחיות הייצור דרך קבלת גז טבעי והתייעלות בהוצאות. ענף הפטרוכימיה מאופיין בתנודתיות חדה של מרווחי הייצור ובמחזוריות הנובעת משינויים בכושר הייצור. בשנה האחרונה נהנה הענף משיפור במרווחים הנובע בין השאר מעלייה מתונה בביקושים לצד ירידה ברמות הייצור בשל הפסקות מתוכננות ולא מתוכננות במתקני הייצור ברחבי העולם וירידה במחירי חומר הזינה (נפט) במהלך חציון שני 2014 נוכח הירידה במחירי הנפט. להערכתנו, בטווח הקצר, לא צפוי שינוי מהותי בתנאי הסביבה הכלכלית ומרווח הייצור צפוי להמשיך להיות גבוה. בשנים האחרונות ירדה רמת מינוף החברה כאשר מקורות המימון לכך נבעו בעיקר ממימוש נגזרים פיננסיים (בשנים 2012-2013) ותזרים מזומנים חופשי ממקורות עצמיים (החל משנת 2014). יחס החוב המתואם ל-EBITDA ירד לכ-2.8 נכון ליום 31.03.2015. החברה עיבתה את הכרית ההונית והציגה עלייה ביחס ההון למאזן לכ-34.5% ליום 31.03.2015. הנחתנו כי החברה תמשיך לשמור על מדיניות פיננסית שמרנית ותציג קיטון ברמות החוב עפ"י לוח הסילוקין בשנים 2015-2016.

בטווח הבינוני-הארוך הדירוג מביא בחשבון גם "מחזור שלילי": ירידה במרווח הייצור, עלייה ברמות ייצור גלובליות אשר ישפיעו על גידול בהיצע ורמת תנודתיות גבוהה לענף. כל אלו יקטינו את בסיס הרווח וייצרו לחץ על היקפי התזרים. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים יחס כיסוי חוב מתואם ל-EBITDA בטווח של 3.0-5.0 בטווח הבינוני-ארוך תוך שנות בין השנים, זאת לעומת טווח יחסים של 5.0-7.0 בהערכתנו הקודמת. כסיכון אינהרנטי, יש לקחת בחשבון את מגבלת החיזוי בענף הפטרוכימיה נוכח החשיפה למספר רב של משתנים אקסוגניים שאינם בשליטת החברה.

¹ 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 מתקזזים מול שינויים בשווי ההוגן של הנגזר הפיננסי. ליום 31.03.2015 יתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ-159 מיליון דולר (כ-634 מיליון ש"ח).



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 צמיחת הביקוש בענף הינו גבוה (כ 4-5% בממוצע לשנה) 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 בטווח הזמן הקצר-בינוני לאחר שחברות שונות מיצו את תכניות ההשקעה שלהן בדגש על חברות מתחרות במזרח התיכון. מעבר לכך, עקב הפסקות ייצור מתוכננות (שיפוצים תקופתיים) ובלתי מתוכננות (תקלות ייצור) גרמו לעלויות מחירים חדות במחירי התוצרים הסופיים וכן לדילול ברמות המלאי במהלך רבעון שני 2015. נציין כי להערכתנו, ענף הפטרוכימיה נותר בעל מאפייני סיכון גבוה המהווים משקולת בדירוג וכוללים השפעה מוגבלת על מרווחי הייצור, גמישות מחיר חלשה ותנוודתיות אינהרנטית גבוהה, אשר מקשה על הצגת יציבות במדדים הפיננסיים לאורך זמן.

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מיתרון יחסי משמעותי הנובע מפעילותה בחצר בז"ן וסינרגיה עם חברת האם בהיבט של רכש וחסכון בעלויות ומיצוי השקעות בשדרוג תהליכי הייצור. בהקשר זה לחברה יתרון של ייצור באמצעות גזי תהליך מבז"ן המוזילים בצורה משמעותית את עלויות הגלם. כמו כן לכאול"ל מעמד דומיננטי ויציב בשוק המקומי, זמינות אספקה גבוהה, איכות מוצרים טובה ומוכחת וקשרי לקוחות ארוכי טווח. לחברה פיזור פעילות אל מחוץ לישראל בשיעור משמעותי לשווקים בהם יש לה יתרון תחרותי. כלל המכירות מבוטחות בביטוח סיכוני סחר חוץ ואחוז ההפרשה לחובות מסופקים בשנים האחרונות הינו נמוך. חברת האם בז"ן הציגה שיפור בפרופיל הפיננסי בשנה האחרונה נוכח תנאי השוק, תרומת פרויקט המיד"ן, שימוש בגז טבעי וצעדי התייעלות. בשנת 2013, העמידה בז"ן ערבות לטובת תמיכה בכאול"ל בסכום מוגדר. בחודש אפריל 2015 הסתיימה תקופת הערבות, אשר בפועל לא נוצלה ע"י כאול"ל. מידרוג מניחה כי החברה לא תזדקק לערבות נוספת מבז"ן בשנתיים הקרובות.

גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: חשיפה גבוהה למחזורי העסקים בענף הפטרוכימיה המאופיין בסיכון עסקי גבוה. מרווח הייצור במידה רבה אינו בשליטת היצרניות ומושפע בעיקר מגורמים אקסוגניים ובראשם מחירי חומרי זינה שהעיקרי ביניהם הוא הנפטא (אשר מושפעים מאוד ממחירי הנפט) וכן ממחירי התוצרים הסופיים שהינם קומודיטיס הנגזרים ממחירים בינלאומיים וחשופים למחזוריות הכלכלית; לחברה סיכון תפעולי גבוה נוכח תהליך ייצור רציף והישענות על מספר מתקני ייצור בודדים, תלות באספקה רציפה של נפטא ממתקני בז"ן וצרכי השקעה גבוהים יחסית בתחזוקה ובשיפור של מתקני הייצור; לחברה מרכיב גבוה של הוצאות ייצור קבועות, המקשות על גמישות תפעולית בתקופות של מחזורים שליליים.

הגמישות הפיננסית השתפרה עם הירידה ברמת החוב ובמינוף ואולם היא מושפעת לשלילה משעבוד ראשון על כל נכסיה ומריבוי אמות מידה פיננסיות בהן תידרש לעמוד לראשונה החל מהדוחות הכספיים ליום 30.06.2015. יתר על כן להערכתנו רמת התנוודתיות ואי הוודאות בענף לאורך המחזור הכלכלי גבוהה ומעיבה על הגמישות הפיננסית

נזילות החברה סבירה והיא נסמכת בטווח הקצר על תזרים חופשי אשר יופנה לקיטון ברמות החוב, אך עלול להיפגע בטווח הבינוני נוכח עלייה ברמת ההשקעות וחלוקות דיבידנד. לחברה יתרות מזומנים לא מהותיות, מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ- 30 מיליון דולר בלבד ויחס שוטף נמוך מ-1.0.

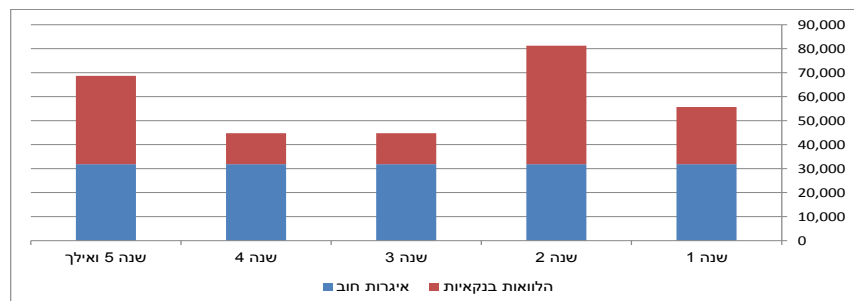
בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים את ההנחות הבאות לכל אחת מהשנים 2015-2016: EBITDA בטווח של 100-140 מיליון דולר; FFO בהיקף של 65-100 מיליון דולר; השקעות בהיקף של 30-40 מיליון דולר (כולל שיפוצ תקופתי); עלייה בצרכי ההון החוזר ברבעונים הקרובים לקראת השיפוצ התקופתי וירידה חלקית בהמשך לכך; אנו מניחים בנוסף חלוקת דיבידנד ברמה מתונה.

כרמל אולפינים - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני דולר):

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	Q1 2014	Q1 2015	
1,219	1,089	1,070	1,094	267	221	הכנסות
61	13	78	140	22	47	רווח גולמי
5.0%	1.2%	7.3%	12.8%	8.4%	21.3%	% רווח גולמי
6	(40)	31	95	12	37	רווח (הפסד) תפעולי
0.5%	Neg	2.9%	8.7%	4.5%	16.7%	% רווח תפעולי
(16)	(61)	(32)	40	4	15	רווח (הפסד) נקי
52	5	79	141	24	46	EBITDA
15	14	7	17	12	7	יתרות נזילות
636	665	610	512	544	452	חוב פיננסי *
371	310	271	297	276	311	הון עצמי
30%	26%	25%	31%	27%	35%	הון עצמי למאזן
12.3	NA	7.7	3.6	6.1	2.8	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
22.4	Neg	16.3	5.0	8.8	4.2	חוב פיננסי מותאם ל-FFO
0.2	(0.8)	0.7	2.3	1.2	2.7	EBIT/ Gross finance Expenses

* החוב הפיננסי כולל את יתרת האג"ח לפי הערך ההתחייבותי, חלף שווי הוגן, כפי שמוצג בספרי החברה, בתוספת אשראי ספקים מורחב מבז"ן (יתרת האשראי שחורגת מיתרת אשראי הניתנת במסגרת שוטף+15), בקיזוז פיקדונות לזמן ארוך המשועבדים לטובת הבנקים, ובקיזוז מכשירים פיננסיים.

כא"ל - לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (באלפי דולר) ליום 31.03.2015*



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים בסך של כ-70 מיליון דולר ליום 31.03.2015

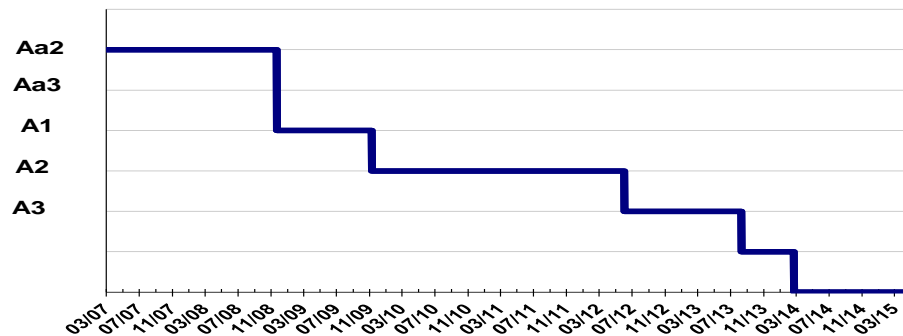
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- יחסי כיסוי חוב ל-EBITDA נמוכים מ-2.0 לאורך זמן
- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן
- שמירה על מסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקפים מהותיים

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- שחיקה לאורך זמן ביחסי הכיסוי כפי שנמדדים באמצעות חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO
- פגיעה במצב הנזילות והגמישות הפיננסית



אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") הינה חברה מדווחת, העוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן. תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגזי תהליך), 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

- [כרמל אולפינים בע"מ - דוח מעקב, אפריל 2014](#)
- [כרמל אולפינים בע"מ - Credit Review, אוקטובר 2013](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

תאריך דוח: 02.06.2015

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	Interest 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 בציד, 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 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 מאד.	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 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

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. 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 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 בייעוץ 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, הנכס מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.