



כרמל אולפינים בע"מ

2013 | Credit Review ינואר

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

כרמל אולפינים בע"מ

Credit Review	A3	דירוג סדרה
---------------	----	------------

מידרוג מכניסה לבחינת דירוג (Credit Review) את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה"), לצורך הערכת ההשפעה של המהלך המתוכנן לנטילת חובותיה של כאו"ל בידי החברה האם (100%) בתי זיקוק נפט בע"מ ("בז"ן), כפי שדווח לגביו על ידי בז"ן לאחרונה.

במהלך השנה האחרונה נכנסה בז"ן לתוכנית אסטרטגית הכוללת בין השאר מהלכים של התייעלות ומיצוי הסינרגיה בין מגזרי הפעילות השונים. להערכתנו, מהלך מיזוג החובות של כאו"ל לתוך בז"ן הינו חלק מאסטרטגיה זו והוא נועד להשיג סינרגיה תפעולית בין החברות, ללא המגבלות הכרוכות במבנה הנוכחי של הקבוצה. להערכתנו, קיימת סבירות גבוהה להשלמת מהלך מיזוג החובות, אף כי מדובר במהלך מורכב הדורש בין השאר את הסכמתם של המממנים השונים של שתי החברות. יש לציין כי אגרות החוב של כאו"ל כוללות התניה לפיה הורדת הדירוג ל-Baa1 מהווה עילה להעמדת האג"ח לפירעון מיידי.

בחודש אוגוסט 2012 הורידה מידרוג את דירוג האג"ח של כאו"ל מדירוג A2 לדירוג A3 תוך הצבת אופק שלילי.

כפי שהערכנו בדוח המעקב האחרון, נזילותה של כאו"ל על בסיס עצמאי הינה חלשה, אולם שירות החוב בשנה הקרובה נתמך בהזרמת מקורות מבז"ן, וללא תמיכה מסוימת מבז"ן, דירוגה של כאו"ל יהיה נמוך יותר מהדירוג הנוכחי. יחד עם זאת, הדירוג הנוכחי של החברה לא מניח תמיכה מתמשכת ומלאה מחברת האם וממילא לא בחנו תמיכה מסוג זה. המהלך המתוכנן למיזוג חוב כאו"ל לתוך בז"ן מוביל אותנו לבחון את הדירוג של כאו"ל גם על בסיס הערכת סיכון האשראי של החברה האם, זאת בנוסף למאפיינים של כאו"ל בעצמה, ובהתחשב גם בהשלכות של מהלך מיזוג החובות.

אנו מצפים לפתור את ה-Credit Review בתוך חודשים ספורים עם סיום בחינת הערכת סיכון האשראי של חברת בז"ן.

המהלך למיזוג החובות

ביום 1 בינואר 2013 דיווחה בז"ן כי היא בוחנת נקיטת הצעדים הנדרשים לצורך נטילה על עצמה של התחייבויות כאו"ל לבנקים ולמחזיקי האג"ח. בתוך כך, בכוונת בז"ן וכאו"ל לפנות למממנים השונים של שתי החברות על מנת לקבל את הסכמתם למהלך האמור, לרבות גיבוש סט אחיד של אמות מידה פיננסיות שיימדדו על פי נתוני בז"ן במאוחד. במקביל דיווחה כאו"ל כי קיבלה מכל הבנקים המממנים הסכמה להארכת תוקף ההקלות לעמידה באמות מידה פיננסיות, כך שיחולו לראשונה בגין התקופה המסתיימת ביום 30.9.2013. לצורך הסכמה זו נדרשת בז"ן להעמיד לטובת הבנקים המממנים של כאו"ל ערבות או ביטחונות אחרים וזאת עד ליום 15.4.2013.

סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

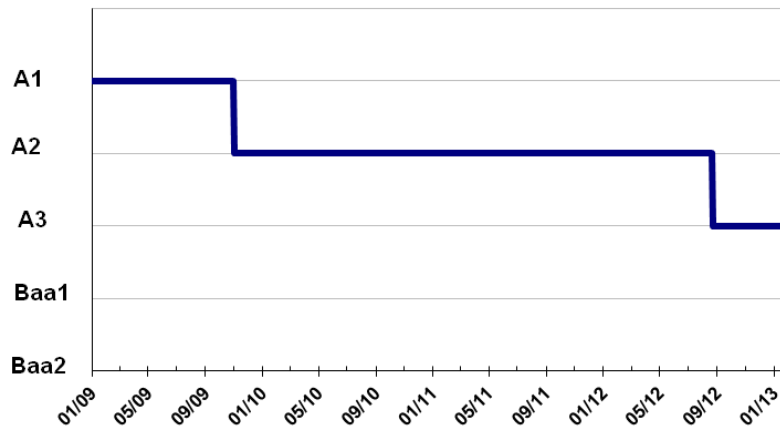
סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים ליום 30.09.2012 (מיליוני ש"ח)*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	4.69%	מדד	879	2013-2020

* החל מיום 1.1.2011 החברה מציגה את יתרת האג"ח בספרים לפי שווי הוגן בעקבות אימוץ מוקדם של תקן IFRS 9.



שינויים נזקפים לסעיף עודפים או לסעיף קרן הון. ליום 30.09.2012 יתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ- 261 מיליוני דולר (כ- 1020 מיליוני ₪)

היסטוריית הדירוג (מינואר 2009)



אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") הנה חברה פרטית, העוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן. תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"ם), 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. יתר חומר הגלם מסופק מבית הזיקוק באשדוד. עיקר המכירות נובע ממכירות מחוץ לישראל והיתר ממכירות לשוק המקומי.

דוחות קשורים

דוח דירוג - כרמל אולפינים בע"מ, דו"ח מעקב אוגוסט 2012

תאריך דוח: 24.01.2013

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



דו"ח מספר: CIC040113000M

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") 2013.

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 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 שהמניפקים 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.