



כרמל אולפינים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2013

1

מחברים:

דניאל אבן צור, רו"ח, אנליסט
Daniel@midroog.co.il

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

אופק: יציב	Baa1	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- A3 ל- Baa1 תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב.

סדרת האג"ח המדורגות:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים ליום 30.06.2013 (מיליוני ש"ח) ¹	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	4.69%	מדד	839	2014-2020

שיקולים עיקריים בדירוג

בחודש ינואר השנה הוכנס דירוג אגרות החוב לבחינת דירוג, לצורך בדיקת השלכות המהלך המתוכנן לנטילת חובותיה של כאו"ל בידי החברה האם (100%) בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בז"ן). באוגוסט 2013, עם קבלת הסכמת המממנים השונים בבז"ן ובכאו"ל ועם גיבוש סט אחיד של אמות מידה פיננסיות השלימה הקבוצה מהלך העמדת ערבות מוגבלת בסכום של עד 135 מיליון דולר ע"י בז"ן לטובת כאו"ל בתוקף עד ליום 01.04.2015. מהלך זה הנו חלק מהלך של מיזוג מלא של התחייבויות בז"ן וכאו"ל. מטרת הערבות הנה להבטיח את שירות החוב לטובת מחזיקי האג"ח והבנקים המממנים של כאו"ל.

העמדת הערבות הובילה אותנו להעניק משקל גבוה יותר לתמיכת החברה-האם ומכאן לבחון את דירוג כאו"ל גם על בסיס הערכת סיכון האשראי של בז"ן. הורדת הדירוג הנוכחית של כאו"ל בהמשך מתבססת על שני נדבכים: האחד- עלייה בסיכון האשראי של כאו"ל ללא תמיכה חיצונית והשני- הנחת הסתברות גבוהה יחסית לתמיכה מבז"ן, תוך התחשבות בהערכת סיכון האשראי של בז"ן, כאשר צירוף שני אלו יחד אינו תומך עוד בדירוג הקודם. הורדת הדירוג משקפת עלייה חדה בתנודתיות מרווחי הפטרוכימיה, נוכח סביבת מיתון באירופה, עלייה ברמת התחרות ושינוי מבנה העלויות בתחום, בעיקר בארה"ב אשר הגדילה באופן משמעותי את כושר הייצור המבוסס על פצלי גז כחוג לייצור אתילן. כתוצאה מכך, להערכתנו, חברות בארה"ב אשר נהנות מעלויות ייצור נמוכות, נוכח מחירי גז טבעי אשר נמצאים בשפל, יפנו מוצרים לשוק האירופאי, דבר אשר יגרום לעליית התחרות בענף ולפגיעה ברווחיות החברות הפעילות באזור. זאת ועוד, מתחרה מהמפרץ הפרסי אשר נהנה מעלויות ייצור נמוכות נוכח סובסידיה ממשלתית

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 ושע"ח לרוו"ה אשר מתקזזים מול שינויים בשווי ההגון של הנגזר הפיננסי. ליום 30.06.2013 יתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ- 247 מיליון דולר (כ- 893 מיליון ש"ח).



החריף את התחרות תוך עשיית "dumping" למחירים במהלך שנת 2012, אשר נבלמה בחציון ראשון 2013. חרף מעמדה המונופוליסטי בשוק המקומי, ולצד היתרונות הנובעים מכך, מרבית מכירות החברה (כ-60%) מופנות לשוק העולמי, ומושפעות מכושר הייצור וממרווחי הייצור בשווקי היעד.

היעדר פיזור מספק של המוצרים והתנודתיות הגבוהה ברווחיות ובתזרימי המזומנים (סטיות תקן רבעונית של EBITDA העומדת על כ-56%, לאחר נטרול רבעונים חריגים ב-2008, 2011 ו-2012), כפי שמתבטאת אף בהערכות יועצים בינ"ל בתחום (דוגמת IHS), מקשים לבסס תחזיות יציבות לאורך זמן ובמהלך השנים החברה חרגה במידה משמעותית מהתוצאות להן ציפנו.

במחצית הראשונה של שנת 2013 רשמה החברה שיפור בתוצאות, אם כי להערכתנו הוא אינו מספק. להערכת מידרוג, במהלך המחצית השנייה של שנת 2013, צפויה החברה להציג רווח תפעולי הדומה לרווח התפעולי שהוצג במחצית הראשונה של שנת 2013, כך בשנת 2013 תרשום החברה רווח תזרימי EBITDA בטווח בין 80 ל-100 מיליון דולר.

בתרחיש הבסיס, אנו מניחים שיפור במרווחי הפטרוכימיה לרמות של כ-700-720 דולר לטון בשנים 2013-2014, וזאת לעומת מרווחים חלשים שנרשמו בשנת 2012 בטווח של 550-650 דולר לטון. הפעלת מתקן ה-PSA וחסכון בעלויות האנרגיה עם מעבר לגז טבעי עשויים לתרום לרווח כבר בשנה הקרובה כ-40 מיליון דולר במונחים שנתיים. עם זאת, לאורך זמן שיפור בתוצאות תלוי במידה רבה בגורמים אשר לחברה שליטה מוגבלת לגביהם, נוכח תנודות מרווח הבסיס וזאת בסביבת הוצאות קבועות גבוהה. חרף השיפור בתוצאות הצפוי בשנת 2013, הדירוג הנוכחי מגלם את התנודתיות האינהרנטית הגבוהה בענף אשר מקשה על החברה להציג יציבות במדדים הפיננסיים לאורך זמן.

רמת המינוף של החברה גבוהה יחסית נוכח השקעות כבדות בשנים האחרונות ותמיכה בהון החוזר. עם זאת, נוכח השיפור הצפוי בהיקף התזרימים בטווח אופק הדירוג, מידרוג רואה פוטנציאל לקיטון בחוב כן שיחס חוב ל- CAP צפוי לרדת לטווח של 65%-60%. כיסוי החוב ל-EBITDA צפוי להערכתנו לעמוד בטווח 6-7.

דירוג האשראי העצמאי של כאו"ל נתמך על ידי מעמדה היציב בשוק המקומי, אינטגרציה תפעולית עם חברת האם-בזן והגברת השימוש בגז הטבעי כחומר גלם ליצור אתילן וכאמצעי לחסכון בעלויות האנרגיה.

דירוג כאו"ל Baa1 כולל תוספת נוטש' אחד ("one-notch uplift") לדירוג אשראי עצמאי של כאו"ל בגין הסתברות לתמיכה על ידי חברת האם, ובהתחשב במצבה הפיננסי של בז"ן אשר מוערך על ידינו בקבוצת ה-Baa העליון אנו רואים קשר הדוק מאוד בין בז"ן לכאו"ל, המוחזקת ב-100% ע"י בז"ן. הערכת ההסתברות הגבוהה לתמיכה, מבוססת על המאפיינים הבאים: תלות תפעולית הדדית בין שתי החברות הפועלות בחצר ייצור משותפת, תוך חיבור בין המתקנים, ניהול ואסטרטגיה משותפים, לרבות השקעות משותפות וכן נכונות גבוהה לתמיכה כפי שמתבטאת בהעמדת הערבות. יחד עם זאת, התמיכה הינה מוגבלת, להערכתנו, נוכח מגבלות מצד הגורמים המממנים של בז"ן ומצבה הפיננסי של בעלת השליטה מפ"ב המחזיקה בכ-30.7% מהון המניות של בז"ן.²

² ביוני 2013, הורידה מדרוג את הדירוג לסדרות האג"ח של מפ"ב לדירוג B3, Caa2 ו-B1. לדוחותיה הכספיים של מפ"ב ליום 30.06.2013, מצרפת לראשונה הערת עסק חי

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכות מידרוג כי בטווח אופק הדירוג החברה תציג יחס חוב ל- EBITDA בטווח של 6.0-7.0 ויחס חוב ל- CAP בטווח של 65%-60% אשר תומכים בדירוג. אנו עשויים להוריד את הדירוג במידה ויחס החוב ל- EBITDA יעלה על 8.0 ויחס חוב ל- CAP יעלה על 70%.

כרמל אולפינים - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני דולר)

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	H1 2012	H1 2013	
685	950	828	1,012	1,219	1,089	554	539	הכנסות
59	-132	16	65	6	-40	-56	16	רווח (הפסד) תפעולי
101	-81	71	109	52	5	-33	40	EBITDA
15%	-8%	9%	11%	4%	0%	-6%	7%	EBITDA %
78	-106	58	85	28	-27	-48	18	FFO
13	-77	22	73	-16	-61	-57	-5	רווח (הפסד) נקי
9%	Neg	2%	6%	0%	Neg	Neg	3%	% רווח תפעולי
37	5	20	4	15	14	3	13	מזומנים ושוי מזומן
523	598	485	650	646	575	615	540	חוב פיננסי (*)
363	282	305	378	371	310	314	297	הון עצמי
34%	26%	28%	32%	30%	26%	26%	27%	הון עצמי למאזן
54%	64%	61%	61%	62%	66%	71%	67%	חוב פיננסי ל- CAP
5.2	Neg	6.8	6.0	12.5	119.8	Neg	7.0	חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA (*)
6.7	Neg	8.4	7.6	22.7	Neg	Neg	13.9	חוב פיננסי מותאם ל- FFO (*)
Neg	Neg	28%	Neg	3%	Neg	1%	Neg	FCF/Debt(*)

(*) החוב הפיננסי כולל את יתרת האג"ח לפי הערך ההתחייבותי חלף שווי הוגן כפי שמוצג בספרי החברה ובקיצוז פקדונות לזמן ארוך המשועבדים לטובת הבנקים

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד יציב בשוק הפולימרים בישראל בעל סיכון עסקי גבוה, אינטגרציה תפעולית אנכית עם חברת האם, הגברת השימוש בגז הטבעי התורם למרווחי הפטרוכימיה

כא"ל היא היצרן היחיד בארץ של פוליפרופילן ופוליאטילן בצפיפות נמוכה. החברה מעריכה כי חלקה בצריכה המקומית של פוליפרופילן ופוליאטילן (בממוצע רב שנתי) הינו כ-70%. בשוק המקומי, המהווה כ-40% ממכירות כא"ל, החברה מתמודדת עם תחרות בעיקר מול ייבוא מזדמן. יתרונותיה של החברה בשוק המקומי נעוצים בזמינות אספקה גבוהה, איכות מוצרים טובה ומוכחת וקשרי לקוחות ארוכי טווח. מרבית לקוחותיה של כא"ל מוטי ייצוא כך שהיא חשופה למחזוריות הגלובאלית גם במכירות המקומיות.

להערכתנו, החברה תשמור על מעמדה היציב בשוק המקומי במהלך השנים הקרובות, נוכח היותה מונפול בתחום ובשל חסמי כניסה גבוהים.

כושר היצור הכולל (כא"ל סולו ודוקור) של הקבוצה עומד על כ-0.7 מיליון טון לשנה. ניצולת המתקן בישראל ירדה מ-87% בסוף שנת 2012 לכ-71% בסוף המחצית הראשונה של 2013, כתוצאה מטיפול תקופתי שבוצע במהלך רבעון הראשון. יש לציין כי במקביל החברה מתאימה עצמה למגמה העולמית של קיטון במלאים עם התאמת היצע לירידה בביקושים.

סיכון ענפי גבוה - מודיס מותירה אופק שלילי לענף³

בחודש יוני 2013 אשררה מודיס אופק שלילי לענף הכימיקלים, נוכח ירידה בייצור התעשייתי באירופה ובביקושים לכימיקלים. במודיס מצפים להתאוששות מסוימת במצב הכלכלי האירופאי החל מחציון שני 2013, אך עדיין צופים המשך האטה כלכלית באירופה, ירידת ביקושים במזרח הרחוק ועלייה בהיקף היצור של אתילן מפצלי גז בארה"ב. הדירוג החציוני של חברות בינלאומיות בתחום הנו Ba1, בעיקר, נוכח המאפיינים הבסיסיים של הענף אשר הנו תנודתי ומחזורי, ובעל תלות גבוה מאוד במרווחי הסחורות ובכושר הייצור האזורי.

ענף הפטרוכימיה הינו בעל סיכון עסקי גבוה, המאופיין במחזורי עסקים אשר גורמים לתנודתיות גבוהה במרווח הייצור וכפועל יוצא - ברווחיות ובתזרים התפעולי. מרווחי הפטרוכימיה מחזוריים בטבעם, כתוצאה מפערי היצע וביקוש הן בצד המוצרים הפטרוכימיים והן מצד מחירי חומרי הגלם (בעיקר נפטא או גז טבעי). הגידול בביקושים למוצרים פלסטיים בעולם מושפע מהתפתחות רמת החיים ומשינויים במצב הכלכלי. השינויים בהיצע, לעומת זאת תלויים בהיקף כושר הייצור ובתזמון של הפעלת מתקנים חדשים.

ענף הפטרוכימיה מאופיין בסיכון תפעולי גבוה נוכח תהליכי ייצור עתירי אנרגיה שחשופים לתקלות ושריפות. לכאול"ל מתקן ייצור יחיד עליו היא מתבססת וכן היא תלויה באספקה רציפה של נפטא ממתקני בז"ן.

שיפור ברווח בשל פתיחת מרווחים וכניסת הגז, אולם לאורך זמן סטיית התקן גבוהה

מרבית הייצור של החברה מבוסס על זיקוק של הנפטא, אשר אינו מקנה יתרון תחרותי בהשוואה ליצרני האתילן המתבססים על הגז הטבעי ופועלים באזורים של כוח עבודה ועלויות אנרגיה זולים. להערכתנו, במהלך השנים הקרובות היקף האספקה של הפולימרים מארה"ב למערב אירופה יעלה, נוכח עלויות יצור נמוכות אשר יפצו על עלויות הובלה גבוהות. החל מאפריל 2013, עם כניסת הגז טבעי בצורה רציפה ומלאה ממאגר תמר, צפויה החברה להציג שיפור ברווחיות.

במהלך השנה האחרונה החברה הציגה שחיקה חדה בתוצאות בעקבות החרפת המשבר בגוש האירו, לחץ חזק על מחירי הפוליאתילן מצד מתחרים באזור המפרץ הפרסי, תנודתיות במחירי הדלקים ומחסור בגז טבעי אשר הרעו את תנאי הייצור.

לאחר שחיקה מתמשכת במרווחי הפטרוכימיים, החל מאמצע שנת 2011, אנו רואים שיפור יחסי במחצית הראשונה של 2013 אשר תורם לשיפור ברווחיות החברה. 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 כי החברה תציג EBITDA לשנת 2013 בטווח של 80-100 מיליון דולר, המתבססת על שיפור במרווחי הפטרוכימיה⁴ לרמות של 700-720 דולר לטון בשנים 2013-2014, לאחר שנרשמו בשנת 2012 מרווחים חלשים בטווח של 550-650 דולר לטון, וזאת גם בהתייחס לתוספת לרווח יחסית יציבה, נוכח הפעלת מתקן ה-PSA וחסכון בעלויות האנרגיה עם מעבר לגז טבעי, הנאמדים על כ-40 מיליון דולר במונחים שנתיים. החל מאפריל 2013 החברה עברה ב-100% לשימוש בגז הטבעי, המסופק ממאגר תמר, כחומר גלם לייצור אתילן בהיקף של עשרות אלפי טון וכתחליף לשריפת מזוט כחומר אנרגיה בתהליך הייצור.

³ Moody's: "European Weakness and Uncertain Demand from Asia Keep Chemicals in Doldrums", 17.6.2013

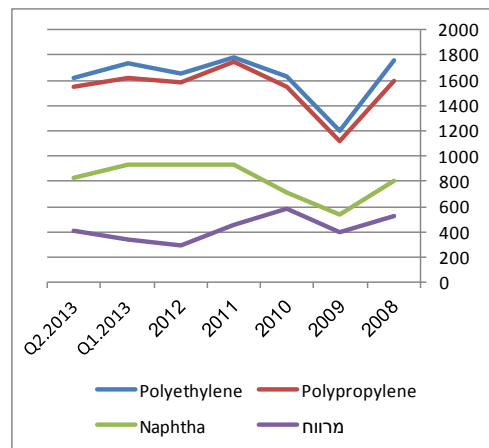
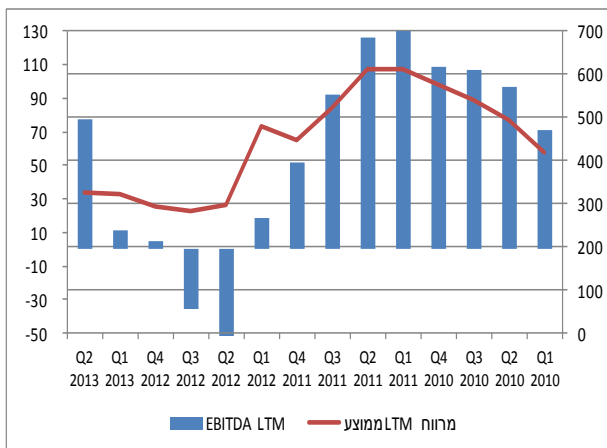
⁴ מרווח בין אומדן למחיר הממוצע של הפולימרים לבין אומדן מחיר הנפטא.



לגבי שנת 2014, תרחיש הבסיס שלנו מצביע על כך שמגמת הורדת המינוף תמשך. יחד עם זאת יש לציין את מגבלת החיזוי בענף הפטרוכימיה התנודתי ואת העובדה שמדובר בתחזית ארוכת טווח החשופה למספר רב של משתנים שאינם בשליטת החברה.

התנודתיות הגבוהה ברווחיות ובתזרימי המזומנים (סטיית תקן רבעונית של ה- EBITDA העומדת על כ- 56%, לאחר נטרול רבעונים חריגים ב-2008, 2011 ו-2012) מקשה על מידרוג לבסס תחזיות יציבות לאורך זמן.

כא"ל: מחירי הפולימרים, הנפטא ואומדן המרווח (\$) **כא"ל: התפתחות מדדי רווח⁵ לאורך הרבעונים האחרונים (מיליוני דולר)**



גמישות פיננסית חלשה

החברה מציגה יחס חוב ל-CAP של 65%-70% בשלוש השנים האחרונות. זהו יחס מינוף גבוה יחסית למאפייני פעילותה, והוא מקטין את גמישותה הפיננסית להתנהל בתקופות של ירידה חדה במרווחים ובתזרימי המזומנים מפעילות. בטווח אופק הדירוג, מידרוג רואה פוטנציאל לקיטון בחוב כשיחס חוב ל-CAP יהיה בטווח של 60%-65%.

החוב הפיננסי נטו ליום 30.06.2013 הסתכם בסך של כ-528 מיליון דולר, בהשוואה לסך של כ-612 מיליון דולר ליום 30.06.2012. החל משנת 2012, החברה מציגה קיטון בחוב בעיקר עם הארכת ימי אשראי ספקים לבז"ן, תמורה מעסקת מלאי חילוף עם בז"ן ותקבולים ממימוש נגזר פיננסי. הקטנת החוב הובילה לשיפור מסוים ביחסי הכיסוי, כך שיחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA ירד ל-7.0 בסוף חציון ראשון 2013. במקביל, החברה הציגה שיפור ביחס כיסוי החוב הפיננסי ל-FFO, אשר הפך משלילי לחיובי ובסוף חציון ראשון 2013 עומד על כ-13.9.

להערכתנו בטווח אופק הדירוג החברה תציג יחס חוב ל-EBITDA בטווח של 6-7, אשר הולמים את רמת הדירוג הנוכחית, אם כי הדירוג מניח גם טווח סטייה מיחסים אלו בשל התנודתיות בתוצאות.

נזילות חלשה

לחברה אין יתרות נזילות או מסגרות אשראי פנויות בהיקפים משמעותיים.

⁵ מרווח ממוצע לצורך הגרף נאמד ע"י הפרש בין מחיר הממוצע של הפולימרים לבין מחיר הנפטא מוכפל ביחס 1.4 המשקף עלות חומרי הגלם הנוספים ועיבוד חו"ג בתהליך הייצור.



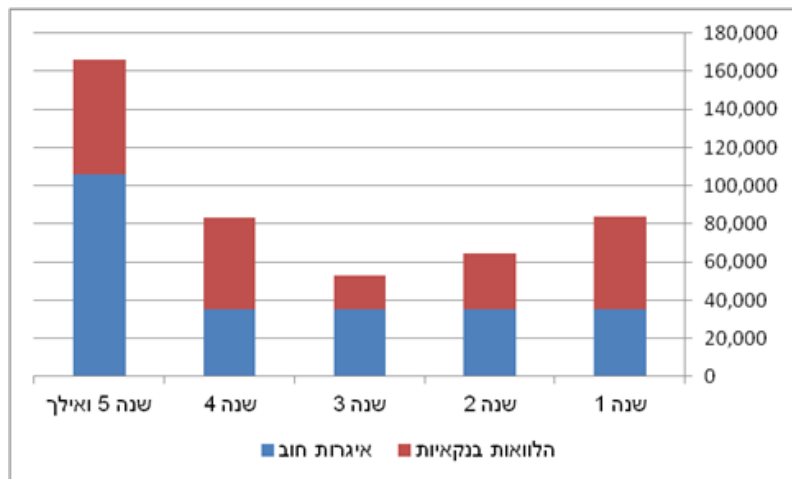
מאז 2008 השקעות כאו"ל בשיפור מתקניה ובטיפולים תקופתיים הסתכמו בכ-190 מיליון דולר, כ-38 מיליון דולר בממוצע בשנה. להערכת מידרוג, החברה אמורה להשקיע לפחות כ-60-50 מיליון דולר במתקניה בטיפולים תקופתיים עד סוף שנת 2015

יש לציין, כי דוקור (חברה בת הולנדית בבעלות מלאה) הפונה לשוק האירופאי הסובל ממיתון, צורכת תמיכה פיננסית שוטפת של כ-5 עד 10 מיליון אירו בשנה, נכח מרווחי הפטרוכימיה השליליים הנובעים מהשימוש במוצרי הביניים (פרופילן) ולא מהשימוש בחומרי הבסיס (נפטא) הנמצאים בשלב בסיסי יותר בשרשרת הערך.

החל ממועד המעקב הקודם, הציגה החברה שיפור מסוים ברמת הגמישות הפיננסית נוכח השהיית אמות המידה הפיננסיות במהלך תקופת הערבות כך שנדרשת לעמוד בתקופת הערבות רק בחוב פיננסי שלא יעלה על 623 מיליון דולר.

אנו מניחים כי בשנת 2013 החברה תציג תזרים חופשי מספק ממקורות עצמיים לצורך שירות החוב. בשנת 2014 אנו מניחים תזרים חופשי שלילי ממקורות עצמיים עם צורך במחזור חוב.

כאו"ל - לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (באלפי דולר) ליום 30.06.2013*



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים בסך של כ-100 מיליון דולר ליום 30.06.2013

תמיכת בז"ן

באוגוסט 2013, עם קבלת הסכמת המממנים השונים בבז"ן ובכאו"ל ועם גיבוש סט אחיד של אמות מידה פיננסיות, השלימה הקבוצה מהלך העמדת ערבות מוגבלת בסכום של עד 135 מיליון דולר ע"י בז"ן לטובת כאו"ל בתוקף עד ליום 01.04.2015. מהלך זה הנו חלק מהלך של מיזוג מלא של התחייבויות בז"ן וכאו"ל. מטרת הערבות הנה להבטיח את שירות החוב לטובת מחזיקי האג"ח והבנקים המממנים של כאו"ל.

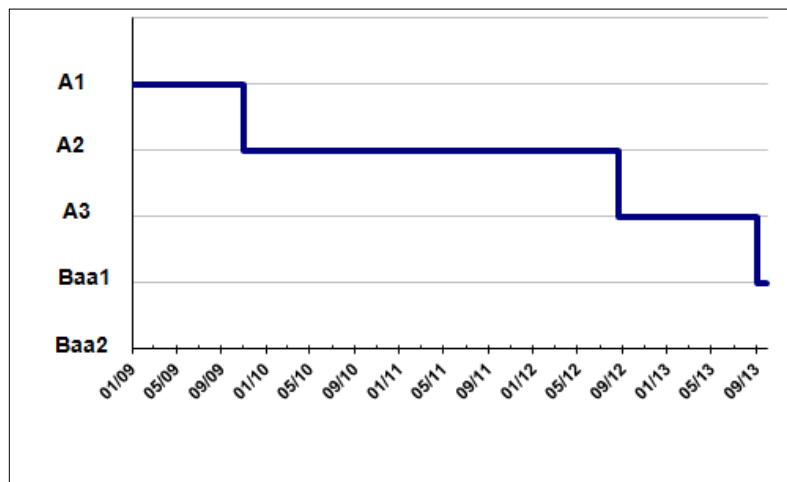
המהלך להעמדת הערבות של בז"ן לטובת כאו"ל מוביל אותנו לבחון את הדירוג של כאו"ל גם על בסיס הערכת סיכון האשראי של בז"ן.

אנו מעריכים את סיכון האשראי של בז"ן בקבוצת Baa-העליון. לבז"ן מעמד עסקי חזק באספקת דלקים לשוק המקומי והנה בעלת חשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית למשק בישראל, מאפיין אשר יוצר ביקושים יציבים יחסית. יחד עם זאת בז"ן צפויה להגדיל את היקף התזקיקים המיוצאים, עם הפעלת המידן, ובכך להגדיל את רגישותה לביקוש ולהיצע



בעולם. הבשלת ההשקעות כמו גם זרימת הגז הטבעי ממאגר תמר החל באפריל 2013 צפויה לתרום לשיפור משמעותי במרווח הזיקוק ובתזרימיה החופשיים של בז"ן אשר תוביל גם לקיטון ברמות החוב. במהלך השנים האחרונות ביצעה בז"ן השקעות אשר השפיעו לשלילה על רמות המינוף, יחד עם צרכי הון חוזר ורמות מרווחים נמוכה הביאו את החברה להציג שחיקה ביחסי המינוף. נכון ליום 30.06.2013 לבז"ן ברמת הסולו חוב של כ- 1.527 מיליארד דולר. במהלך החציון הראשון לשנת 2013, נוכח מרווחי זיקוק בסיסיים נמוכים ותקלה במתקן להפקת המימן, בז"ן התקשתה להציג את השיפור האמור. ענף הזיקוק מאופיין ברמת סיכון גבוהה הנובעת מתנודתיות אינהרנטית של הרווחים הנגזרת ממרווח הזיקוק, אשר במידה רבה נתון להשפעות אקסוגניות של גורמים מאקרו כלכליים ומהסיכונים התפעוליים. אנו מעריכים את הנזילות של בז"ן כסבירה, מאידך מצבה הפיננסי של בעלת השליטה מפ"ב (מחזיקה כ-30.7% מהון המניות של בז"ן) ואמות המידה הפיננסיות החדשות אשר גובשו במסגרת הערבות מעיבות על הגמישות הפיננסית של בז"ן.

היסטוריית הדירוג (מינואר 2009)



אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") הנה חברה ציבורית, העוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן 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. יתר חומר הגלם מסופק מבית הזיקוק באשדוד. עיקר המכירות נובע ממכירות מחוץ לישראל והיתר ממכירות לשוק המקומי.



דוחות קשורים

[דוח דירוג - כרמל אלפינים בע"מ Credit review, ינואר 2013](#)

[דוח דירוג - כרמל אלפינים בע"מ, דו"ח מעקב אוגוסט 2012](#)

תאריך דוח: 03.09.2013

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.

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: CIC040913000M

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 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. 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.