



כרמל אולפינים בע"מ

2013 | Credit Review | אוקטובר 2013

מחבר:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

כרמל אולפינים בע"מ

Credit Review	Baa1	דירוג סדרה
----------------------	-------------	-------------------

מידרוג מכניסה לבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה"). בחינת הדירוג הינה נוכח היחלשות בגמישות הפיננסית של החברה האם בת זיקוק נפט בע"מ ("בז"ן") על רקע ציפיותינו לחריגה משמעותית של בז"ן מתחזיות מרווח הזיקוק וכתוצאה מכך, קבלת כתב ויתור מהגורמים המממנים בקשר עם אי עמידה באמות מידה פיננסיות. צירוף גורמים זה מעלה חשש לפגיעה באיכות הערבות שהעמידה בז"ן לכאו"ל.

ביום 17.10.13 דיווחה בז"ן כי בהמשך למרווחי הזיקוק הנמוכים השוררים באירופה ובאגן הים התיכון, המשפיעים לרעה על רווחיות החברה, התזרים והנזילות, החליטה על גיבוס תכנית התייעלות הכוללת צמצום בכ"א והורדת עלויות עבודה ע"י שימוש במיקור חוץ. עפ"י ציפיות הנהלת בז"ן, תכנית זו צפויה להוסיף לרווח התפעולי בשנת 2014 כ-100 מיליון דולר. במקביל, הודיעה בז"ן כי בכוונתה לבצע במהלך חודש דצמבר 2013 הנפקת זכויות בהיקף של כ-150 מיליון דולר. עוד צוין, כי בעלת השליטה בבז"ן החברה לישראל תבחן בחיוב השתתפות בהנפקה בכפוף ליישום תכנית התייעלות, שיתוף פעולה מהמערכת הבנקאית ואישור דירקטוריון החברה לישראל.

נזכר כי בחודש ספטמבר 2013 הורד דירוגה של כאו"ל מ A3 באופק שלילי ל Baa1 באופק יציב. הורדת הדירוג נעשתה בשל העלייה בסיכון האשראי של כאו"ל לאור עלייה חדה בתנודתיות מרווחי הפטרוכימיה, סביבת מיתון באירופה ושינוי מפת התחרות בענף. ייצוב אופק הדירוג של כאו"ל נעשה לאור הערכותינו להמשך שיפור מרווח הייצור של כאו"ל וצפי לשיפור מסוים ביחסי הכיסוי בטווח אופק הדירוג.

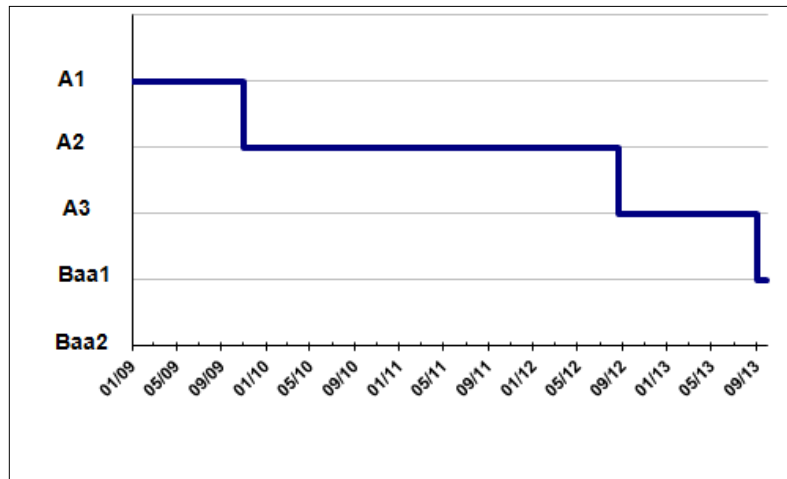
דירוגה של כאו"ל נקבע בהתחשב בהעמדת ערבות מוגבלת בסכום של עד 135 מיליון דולר ע"י בז"ן לטובת כאו"ל בתוקף עד ליום 01.04.2015, אשר באה להבטיח את שירות החוב לטובת מחזיקי האג"ח והבנקים המממנים של כאו"ל. העמדת הערבות הובילה אותנו לבחון את סיכון האשראי של כאו"ל בד בבד עם סיכון האשראי של בז"ן המשפיע עליו ישירות. כפי שצוין בדו"ח המעקב האחרון, דירוג כאו"ל Baa1 כולל תוספת נונטש' אחד ("one-notch uplift") לדירוג האשראי של כאו"ל על בסיס עצמאי, וזאת בגין הסתברות לתמיכה על ידי חברת האם לאור תלות תפעולית הדדית בין שתי החברות הפועלות בחצר ייצור משותפת, תוך חיבור בין המתקנים וניהול אסטרטגיה משותפת.

קביעת הדירוג של כאו"ל ואופק הדירוג ייעשו לאחר שמידרוג תבחן את השלכות ההתפתחויות האחרונות במצבה הפיננסי של בז"ן על כאו"ל. הערכתנו הינה לאפשרות סבירה של הורדת דירוג, ככל שניווכח כי השחיקה במצבה הפיננסי של בז"ן מחלישה את חוזק הערבות לטובת כאו"ל. אנו מצפים לפרסם את תוצאות המעקב בזמן הקרוב.

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

יאתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יאתרת האג"ח ליום 30.06.13 (מיליוני ₪)	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה מקורי	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2020	¹ 839	מדד	4.69%	03/2007	1113091	א'

¹ החל מיום 1.1.2011 החברה מציגה את יאתרת 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 ההוגן של הנגזר הפיננסי. ליום 30.06.2013 יאתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ- 247 מיליון דולר (כ- 893 מיליון ₪).



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 (בד"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

[כרמל אולפינים בע"מ - דו"ח מעקב ספטמבר 2013](#)

תאריך הדו"ח: 17.10.2013

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.

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 מאוד.	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: CIC071013000M

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.