

החברה לישראל בע"מ

21 ספטמבר, 2014

עדכון דירוג

**אשרור דירוג 'A+'; דירוג החברה לא צפוי להיפגע
כתוצאה מיישום תכנית הפיצול על פי המתווה שפורסם**

אנליסט אשראי ראשי:

יובל טורבטי, 972-3-7539701 yuv.torbati@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

צבי בוימר, 972-3-7539736 zvi.boimer@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת דירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

אשרור דירוג 'ilA+'; דירוג החברה לא צפוי להיפגע כתוצאה מיישום תכנית הפיצול על פי המתווה שפורסם

תמצית

- מלבד השינוי בשיעור ההחזקה בצי, לא חל שינוי בתיק ההשקעות של החברה לישראל והיא שומרת על רמת מינוף התואמת את הדירוג הנוכחי.
- למרות ההרעה בביצועים התפעוליים בשנת 2013 ובמחצית הראשונה של 2014, בעיקר כתוצאה מירידה במחיר האשלג, כיל ממשיכה לחלק דיבידנדים בהתאם לציפיותינו. כמו כן, אנו מאמינים שהכוונות למכור חלק מהמניות של כיל ולרשום אותה למסחר ב-NYSE, הם צעדים חיוביים עבור החברה לישראל ומשפרים את פרופיל הסיכון של תיק ההשקעות ואת המעמד הפיננסי.
- צים סיכמה על הסדר חוב ביולי 2014 ואינה צפויה להוות משקולת על החברה לישראל בטווח הקרוב.
- באשר לתוכניות החברה לבצע פיצול בנכסיה, אנו סבורים שאם הוא יתבצע על פי המתווה האחרון שפורסם, הפיצול לכשעצמו אינו צפוי לפגוע בדירוג הנוכחי של החברה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+' של חברת ההחזקות התפעולית, החברה לישראל בע"מ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שהחברה תשכיל לשמור על שיעור LTV של עד 35% בטווח הקצר. תחזית הדירוג משקפת גם את הצפי שלנו שדירוג החברה לא ייפגע כתוצאה מיישום אפשרי של תכנית הפיצול, בכפוף לכך שזאת תתבצע על פי המתווה האחרון שפורסם.

פעולת הדירוג

ב-21 לספטמבר, 2014, אשררה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilA+' של חברת ההחזקות התפעולית החברה לישראל בע"מ. תחזית הדירוג נותרה יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

אשרור הדירוג של החברה לישראל משקף את הערכתנו שלא חלו שינויים מהותיים בסיכון העסקי או בסיכון הפיננסי של החברה בשנה האחרונה, וזאת למרות ההרעה בביצועים התפעוליים של כיל ב-18 החודשים האחרונים כתוצאה מירידה במחיר האשלג, ולמרות הורדת המשקולת שהיוותה צים, עקב הסדר חוב שסוכם ביולי 2014.

באשר לכיל, למרות הפגיעה ברמת התזרים, כיל נותרה חברה מאד חזקה בצד העסקי ובצד הפיננסי, והמשיכה לחלק דיבידנדים בהתאם לציפיותינו. לחברה לישראל תלות גדולה מאד בביצועים של כיל, המהווה כיום כ-75% משווי תיק ההשקעות ואחראית על 100% מתזרים הדיבידנדים המתקבלים. כיל נהנית ממיצוב עסקי ופיננסי מבין הגבוהים בקרב החברות המדורגות על ידי S&P Maalot. אנו סבורים שמגמות ארוכות הטווח בשוק האשלג יישארו חיוביות וכי התוצאות הכספיות של כיל צפויים להתייצב במחצית השנייה של 2014. לדעתנו, תכנית החברה למכור 5.7% מהון המניות המונפק של כיל וכן לרשום את מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בניו-יורק (NYSE) הם צעדים חיוביים עבור המעמד העסקי והפיננסי של החברה לישראל.

באשר להסדר החוב שסוכם בצי ב-21 ביולי 2014 וירידת שיעור ההחזקה של החברה לישראל בצי מ-100% ל-32%, להערכתנו מדובר בהתפתחויות חיוביות שהסירו אי וודאות לגבי הסיכון להזרמות הון עתידיות נוספות מהחברה לישראל לצי.

במישור הפיננסי, החברה לישראל פועלת כיום ביחס מינוף (LTV) של 26%, בהשוואה ל-24% במועד המעקב האחרון באוקטובר 2013. יחס המינוף הנוכחי נותר הרבה מתחת ליחס המינוף שקבענו כתואם את הדירוג הנוכחי, דהיינו, LTV של עד 35%. להערכתנו, יחס המינוף של החברה נמוך יחסית ומשאיר מקום ללקיחת חוב נוסף או לירידה בשווי התיק תוך שמירה על הדירוג הנוכחי. רמת המינוף הנמוכה של החברה

מקנה לה גמישות פיננסית טובה, שמתקזזת בחלקה על ידי העובדה שהחברה מחזיקה בגרעין השליטה בכיל, דבר אשר מקטין את הנכונות שלה למכור מניות מעבר לכמות מסוימת (נהנית מפרמיית שליטה). נכון ל-1 לספטמבר, 2014, לחברה חוב סולו (ברוטו) של כ-2.2 מיליארד דולר, ערבויות פיננסיות של כ-320 מיליון דולר ומזומן בסך כ-800 מיליון דולר. אנו מעריכים את שווי הפורטפוליו בכ-6.9 מיליארד דולר.

אנו בוחנים את הסיכון העסקי של החברה לישראל על בסיס איכות האשראי של החברות המוחזקות, הפיזור הנכסי והענפי של תיק ההשקעות ורמת הנזילות של המניות המוחזקות. הערכת הסיכון הפיננסי מבוססת בעיקר על המינוף הפיננסי של חברת ההחזקות, כפי שמתבטא ביחס שבין סך החוב נטו (סולו) לשווי הפורטפוליו (LTV), ועל יחסי הכיסוי ברמת האחזקות כפי שבאים לידי ביטוי ביחס שבין הדיבידנדים ודמי הניהול המתקבלים, להוצאות המימון בתוספת הוצאות המטה והדיבידנדים המשולמים לבעלים. שקלול הסיכון העסקי והסיכון הפיננסי מעיד על רמת הגמישות הפיננסית של החברה ועל יכולתה למחזר חוב או למכור נכסים במהירות על מנת לפרוע חוב.

שיטת הניתוח שתוארה לעיל מיושמת על כל חברות ההשקעה וחברות ההחזקה התפעוליות ברחבי העולם. יחד עם זאת, החברה לישראל פרסמה לראשונה ביוני 2013 את כוונתה לבחון מהלך אסטרטגי של פיצול בהחזקות. על פי התכנית הנבחרת, החברה לישראל תיוותר רק עם החזקותיה בכימיקלים לישראל (ilAA+/Negative) ובחברת בתי זיקוק לנפט (ilBBB/Stable), כאשר כל החוב הפיננסי הנוכחי ומרבית המזומנים יוותרו גם הם בחברה לישראל. אנו מעריכים שהסיכוי לביצוע תכנית הפיצול הוא גבוה יחסית. אם תכנית הפיצול תושלם, אנו צפויים לשנות את שיטת הניתוח שלנו כך שהערכתנו לסיכוי האשראי של החברה לישראל תתבסס על הדוחות המאוחדים שלה, ואילו ניתוח פרופיל הנזילות ימשיך להיבחן ברמת האחזקות (סולו). אנו סבורים שאם תכנית הפיצול תתבצע על פי המתווה האחרון שפורסם, הפיצול לכשעצמו אינו צפוי לפגוע בדירוג הנוכחי של החברה.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, פרופיל הנזילות של החברה לישראל "חזק" ונשען על יתרות מזומן משמעותיות ועל תזרים דיבידנד מכיל. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעמוד על 7.7x ועל 2.5 בשנים 2014 ו-2015, בהתאמה. כאשר מכירת המניות של כיל תצא אל הפועל ואם תכנית הפיצול תושלם בתחילת 2015, אזי, יחס הכיסוי ישתנו מעט אך הערכתנו לפרופיל הנזילות של החברה תיוותר "חזק", על פי הקריטריונים שלנו. לחברה יכולת מוכחת למחזר חוב במערכת הבנקאית ובשוק ההון. יחס הכיסוי בין הדיבידנדים המתקבלים לבין הוצאות ההנהלה והוצאות הריבית גבוה במיוחד (כ-2.0x) בהשוואה לחברות החזקה מדורגות אחרות, כך שהחברה משרתת את צרכיה השוטפים ללא קושי.

מכחצית מהחוב הפיננסי של החברה הנו בנקאי, ובמסגרתו נדרשת החברה לעמוד בשלוש התניות פיננסיות עיקריות. החברה שומרת על מרווח משמעותי מהתניות אלו. כמו כן, החברה משעבדת כ-55% מהחזקתה במניות כיל לטובת מממנים בנקאיים. להבנתנו, החברה עומדת בהתניות הנלוות להלוואות הנ"ל עם מרווח מספק.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה נכון ליום ה-1 לספטמבר, 2014, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-0.77 מיליארד דולר;
 - תקבולי דיבידנדים של כ-0.4 מיליארד דולר עד סוף 2015;
 - דמי ניהול והכנסות אחרות של כ-35 מיליון דולר עד סוף 2015.
- ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ליום ה-1 לספטמבר, 2014, הן:
- תשלום חלויות קרן חוב של כ-0.31 מיליארד דולר עד לסוף שנת 2015;
 - תשלום ריבית של כ-0.17 מיליארד דולר עד לסוף 2015;
 - הוצאות הנהלה וכלליות של כ-35 מיליון דולר עד לסוף 2015;
 - השקעות והוצאות אחרות (מחויבות) בסך של כ-20 מיליון דולר עד סוף 2015.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה מבטאת את הערכתנו שהחברה לישראל תשמור בטווח הקרוב על LTV שלא יעלה על 35%. אנו סבורים שישנו סיכוי גבוה יחסית למימוש תכנית הפיצול בנכסי החברה בטווח של עד חצי שנה. לפיכך, תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו שדירוג החברה אינו צפוי להיפגע כתוצאה מיישום אפשרי של תכנית הפיצול, בכפוף לכך שלא יהיו סטיות מהותיות באופן הביצוע בהשוואה למתווה האחרון שפורסם. נציין שוב כי בהנחה שהפיצול אכן יצא לפועל, אנו צפויים לשנות את שיטת הניתוח שלנו כך שהערכתנו לסיכויי האשראי של החברה לישראל תתבסס על הדוחות המאוחדים שלה. עם זאת, ניתוח פרופיל הנזילות יבוצע ברמת האחזקות (סולו).

ננקוט פעולת דירוג שלילית במידה וניווכח בהרעה משמעותית ביכולת יצירת תזרימי המזומנים של כיל, שתיפגע ביכולתה לחלק את הדיבידנדים הנחוצים לחברה לישראל לשירות החוב שלה ולצרכים אחרים. כמו כן, בטווח הקצר, ננקוט בפעולת דירוג שלילית אם רמת המינוף תעלה על מעבר על 35%. בהינתן האירועים המשמעותיים שעומדים על הפרק, ובעיקר תכנית הפיצול, אנו סבורים שמוקדם מדי לפרט את העילות שעשויות להוביל לפעולת דירוג חיובית. עילות לאמור יוגדרו רק לאחר שניווכח לאופן ביצוע הפיצול בפועל ונעדכן את התחזית התפעולית שלנו ואת יחסי הכיסוי החזויים של החברה לישראל.

מחקר קשור

- למידע אודות הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי ראו: מתודולוגיה – "הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי", פברואר 2013. <http://www.maalot.co.il/publications/RS20130207103905.pdf>
- למידע אודות המשמעות של דירוג אשראי ראו: מאמר - "מעלות ומגבלות של דירוג אשראי", מאי 2012. <http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf>

רשימת דירוגים

דירוג קודם	דירוג נוכחי	החברה לישראל בע"מ
ilA+/Stable	ilA+/Stable	דירוג המנפיק
ilA+	ilA+	אג"ח סדרות 9-3

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימין. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.