

גרנית הכרמל השקעות בע"מ

אנליסט אשראי ראשי:

אלעד זלסקו, תל אביב 3-753-9723 (972), elad_jelasko@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

Per Karlsson, שטוקהולם 8-440-5927 (46), per_karlsson@standardandpoors.com

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

www.maalot.co.il

תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית דירוג

נתונים פיננסיים, התאמות והשוואות

דירוג המנפיק
ilA/Stable

חוזקות וחולשות

חוזקות:

- אחזקות הקבוצה בתחומי פעילות בוגרים ויציבים (שיווק דלקים, צבע, שיווק גפ"מ ומים).
- מיצוב עסקי גבוה בכל אחד מתחומי הפעילות.
- השתייכות לקבוצת עזריאלי בע"מ.
- רמת חוב נמוכה יחסית ברמת החברה (סולו).

חולשות:

- פרופיל פיננסי חלש לרמת הדירוג.
- אי קיומה של סינרגיה בין החברות בקבוצה, תוך התרכזות בפעילויות מקומיות בלבד.
- חשיפה למחירי האנרגיה על רקע הצורך במימון הון חוזר בסכומים מהותיים.
- נכונות הקבוצה להוציא אל הפועל תוכניות השקעה נרחבות בשנים הקרובות.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של גרנית הכרמל השקעות בע"מ (גרנית) משקף את הערכתנו לסיכון העסקי הנמוך של אחזקות החברה בתחומי פעילות בוגרים ויציבים (שיווק דלקים, צבע, שיווק גפ"מ ומים); כאשר בכל תחום מהווה גרנית שחקן מוביל; התמיכה הפוטנציאלית של חברת האם, קבוצת עזריאלי בע"מ (60.7%) (ilAA-/Stable); ורמת חוב נמוכה יחסית ברמת החברה (סולו). הפרמטרים המגבילים את הדירוג הינם: גרנית הרואה את עצמה כחברת החזקות ממוקדת בהשקעות בישראל בלבד, כאשר מחד לא קיימת סינרגיה בין החברות בקבוצה ומאידך קיימת לה גמישות ונכונות נמוכים במכירת החזקות; בנוסף לחברה פרופיל פיננסי חלש לרמת הדירוג, אשר מושפע לשלילה מחשיפה למחירי אנרגיה על רקע הצורך במימון הון חוזר בסכומים מהותיים; וכן פוטנציאל להרעה על רקע נכונותה של הקבוצה להוציא אל הפועל תוכניות השקעה נרחבות בשנים הקרובות.

גרנית הינה חברת החזקות (קונגלומרט) עם מספר מצומצם של השקעות, בעיקר בתחום האנרגיה בישראל. במהלך השנים האחרונות הוציאה אל הפועל תוכנית להתמקדות בתחומי ליבה, תוך מכירה של פעילויות נלוות (יבוא משאיות, נדל"ן, אחזקות מיעוט ועוד).

טבלה 1: להלן מבנה הקבוצה שהתגבש לאחר השלמת מרבית האסטרטגיה:

פעילות	חברה (% אחזקה)	EBITDA
שיווק דלקים	סונול ישראל בע"מ (100%)	63%
צבע וחומרי בניה	טמבור בע"מ (85%)	15%
שיווק גפ"מ	סופרגז בע"מ (100%)	10%
מים / אקולוגיה	GES (100%), Via Maris (72%)	12%

חברת האם, קבוצת עזריאלי, הפועלת בתחום מרכזי המסחר בישראל, רואה בגרנית פלטפורמה עתידית להשקעותיה וגיוון פעילותה. אנו רואים בהצהרותיה של קבוצת עזריאלי לתמיכה מלאה בשירות התחייבויותיה של גרנית (סולו), כאלמנט מהותי התומך בדירוג הנוכחי, זאת על אף אי קיומה של סינרגיה בין החברות והיסטוריית השקעות בגרנית. לדעתנו, לחברת האם אמצעים לתמוך בפעילות גרנית, בין היתר, במתן נגישות למקורות מימון. נציין כי באם מינוף החברה יגדל ללא הרחבת המחויבות של קבוצת האם עשויות להיות לכך השלכות שליליות על הדירוג.

לאחר שנתיים של שיווי משקל בענף שיווק הדלקים בישראל, נכנס השוק במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009 ל- down cycle, מגמה אשר הגיעה לשיאה ברבעון הראשון של שנת 2010 ונמשכה לתוך הרבעון השני (מבט ענפי: חברות בתחום הסחורות, אוגוסט 2010). אנו מניחים כי עוצמת התחרות בין השחקנים תתמתן ברבעונים הקרובים, כאשר שיפור מרווחים מהותי יגיע בשיהוי ובמתינות, החל משנת 2011.

סונול, הזרוע המרכזית בקבוצה, מחזיקה תיק הנכסים הכולל 229 תחנות דלק, מהן 83% בהפעלה עצמית וכ- 147 חנויות נוחות. עיקר האתגר של סונול בשנים הקרובות יהיה להצדיק את ההשקעות הכבדות שבוצעו בשנים קודמות לסגירת הפערים מול המתחרים. מנגד, למרות הצהרות קודמות של החברה, לא חל צמצום משמעותי בפעילות השיווק הישיר של סונול. אתגר בפעילות זו יהיה הצמצום הטבעי במזוט, והגדלת פעילות הדיזל והקרוסין, תתי-מגזרים בהם פועלות פז (ilA/Stable) ודלק ישראל (ilA/Stable) ביתר אגרסיביות.

בשנת 2009 הציגה גרנית EBITDA (מותאם) של כ- 387 מיליון ₪ בדומה לאלו בשנת 2008. נציין כי התוצאות בשנת 2009 לא כללו השפעת פעילויות מפסידות שנמכרו בשנים קודמות. תחום שיווק הדלקים הציג יציבות, כאשר השחיקה בכמויות ובמרווחים התקזזו עם עלויות המימון הנמוכות. בהתבוננות כוללת תוצאות החברה לשנת 2009 היו נמוכות במעט מאלו שהיו בבסיס הדירוג הקודם. לדעתנו, הסבירות להמשך שיפור בתוצאות בשנת 2010 (להוציא את האיחוד של Via Maris) הינה נמוכה, אך זו צפויה להגיע החל משנת 2011.

עם סיום ה- turn around בחברה והתמקדות בפעילויות הליבה, קיימת נכונות גבוהה לביצוע השקעות הן בתחומים סינרגטיים (חלוקת גז טבעי, חשמל סולארי, מוצרי בנייה וכו') או בתחומים חדשים. לדברי החברה, היקף ההשקעה בפעילות חדשה עשוי לעמוד על כ- 300-400 מיליון ₪, וזאת בנוסף להיקף השקעות משמעותי בסופרגז. לדעתנו, בשלב זה, סימני השאלה סביב העיתוי ומבנה ההשקעות, יוצרים קושי מסוים בשללול מלא ההשלכות על דירוג החברה. לדעתנו ביצוע ההשקעות ללא חיזוק ההון העצמי של החברה, תוך שימוש ביתרות המזומן או במימון חוב מלא יביאו להחלשת הפרופיל הפיננסי של החברה.

נכון ל- 31 בדצמבר 2009 היקף החוב (נטו) של גרנית עמד על כ- 2.9 מיליארד ₪, מתוכם 2.1 מיליארד ₪ התחייבויות לבנקים ולבעלי אגרות החוב וכ- 0.9 מיליארד ₪ התחייבויות בגין חכירת תחנות הדלק. בעוד היקף החוב ברמת הסולו (נטו) הינו נמוך (כ- 98 מיליון ₪ בלבד), עיקר החובות של הקבוצה נמצאים ברמה החברות התפעוליות, מצב שבו אלו פעולות במינוף גבוה / גבוה מאוד. מבנה חוב זה, צפוי לשמש כמודל גם לגבי הפעילויות החדשות, כלומר מיקום מקסימום חוב ברמת החברה התפעולית.

לדעתנו, תזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) של החברה בשנת 2009, כ- 252 מיליון ₪, מייצג את קיבולת החברה לשנים הבאות (כולל איחוד Via Maris). בהתבסס על יכולת ייצור המזומן מחד, ומנגד צרכי ההשקעות ומדיניות הדיבידנד החדשה, אנו לא מצפים לתזרימי מזומנים חופשיים משמעותיים שיתמכו בהורדת החוב. יתרה מכך, ההרעה בענף הדלקים, הנכונות לביצוע השקעות חדשות וצרכי הון חוזר, יוצרים סבירות לא מבוטלת כי יחסי הכיסוי יישארו לכל הפחות ברמה הנוכחית. לדעתנו, מיצובה הפיננסי של החברה משקף לחברה דירוג עצמאי (ללא השפעת חברת האם) נמוך מ- 'ilA'.

נזילות

נזילותה של גרנית 'אינה מספקת' להערכתנו, וזאת בהתבסס על: מיעוטן של מסגרות אשראי חתומות פנויות, תמהיל החוב, ובמידה מועטה יותר קיומן של התניות פיננסיות על הדירוג.

נכון למרץ 2010, לחברה היו מסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקף של כ- 290 מיליון ₪ בלבד (וכ- 350 מיליון ₪ מסגרות אשראי פנויות לא חתומות). לדעתנו, נזילותה של החברה, בהתעלם מההשפעה החיובית של חברת האם, אינה יוצרת מרווח מספק להתמודדות עם גידול אפשרי בהון החוזר ושירות חלויות לזמן ארוך.

אנו רואים ביתרות המזומן של החברה (נכון למרץ 2010 כ- 163 מיליון ₪) כבלתי מספיקות לתמוך בשירות החוב לשנים 2010 ו-2011 (ללא הנחת גיוס חוב חדש), כאשר החברה מייצרת תזרים מזומנים פנוי מצומצם. כמו כן, יתרות המזומן עשויות לשמש כהון עצמי לביצוע השקעות עתידיות.

למרות האמור לעיל, רמת החוב הנמוכה יחסית ברמת החברה (סולו), כמו גם, נגישותה של החברה למערכת הבנקאית עודנה גבוהה וזאת בהתבסס על השתייכותה של גרנית לקבוצת עזריאלי. בנוסף, אנו רואים בשחרור השעבודים מעל מניות החברות הבנות ובהגדלת מספר הנכסים הלא משועבדים כגורם התומך בגמישות הקבוצה בטווח הארוך.

מתודולוגית הדירוג

אנו מסווגים את גרנית כ'קונגלומרט', תוך מתן דגש גם על אלמנטים המייחדים את החברה ממודל הקונגלומרט הקלאסי. הגדרה זו מתבססת על שליטה (גבוהה או מלאה) בנכסיה העיקריים של הקבוצה (סונול, סופרגז וטמבור) עם נכונות נמוכה למכור אותן.

להערכתנו מערכת הקשרים של הקבוצה ותדמיתה מול שוק ההון וגורמים מממנים מתבצעת במאחד (דהיינו התניות פיננסיות על מאזן מאוחד, הלוואות בין חברות קשורות וקיומן של ערבויות). להערכתנו ניתוק הקשר בין החברות המוחזקות לחברת האם ולבעלי השליטה עשויה לשחוק את מיצובן הפיננסי של החברות הבנות ולהשפיע לשלילה על נזילותן.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו כי הלחץ על מרווחי שיווק הדלקים יפחת בצורה מתונה ברבעונים הקרובים ותחל התאוששות במהלך שנת 2011. בהתבסס על הנחות אלו, אנו לא צופים שיפור בתוצאות בשנת 2010 ביחס לשנת 2009. בנוסף התחזית משקפת את התייחסותה של קבוצת עזריאלי להשקעה בגרנית כהשקעה אסטרטגית בתיק השקעותיה ותעניק תמיכה לחברה במידת הצורך.

שינוי בהיקף הבעלות של קבוצת עזריאלי או בגישה, בדגש על עזרה בנגישות למקורות אשראי על רקע היותה של גרנית מאופיינת ברמה גבוהה של חוב לזמן קצר, עשויים להוריד את דירוג המנפיק לדירוג העצמאי של החברה. בנוסף, גידול משמעותי בהיקף החוב של החברה בעקבות פעילות השקעות מאומצת, שתעשה ללא חיזוק מבנה ההון של החברה ו/או הגדלת התמיכה בצורה אקטיבית, עשויים ליצור לחץ על דירוג החברה.

בנוסף, המשך הידרדרות של ענף שיווק הדלקים במהלך הרבעונים הקרובים או הערכות להתאוששות בשנת 2011 עשוי להוביל ללחץ על הדירוג.

עלייה בדירוג אפשרית במידה ויחול שיפור ניכר ביחסיה הפיננסיים של גרנית, כפי שבאים לידי ביטוי בעיקר בחוב ל- EBITDA (מותאם ללא ניכוי הון חוזר) לכ- 5.0x.

נתונים פיננסיים, התאמות והשוואות

אנו מבצעים התאמות לנתונים של גרנית בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות שביצענו לנתוני שנת 2009:

- התאמה לחוב של 946 מיליון ₪ בגין התחייבויות לחכירה תפעולית של תחנות דלק, ע"מ ליצור בסיס להשוואה חברות עם תמהיל בעלות / חכירה שונה.
- הכרה בעלויות הצמדה בגין אינפלציה של כ- 33 מיליון ₪ ב- FFO (בניטרול ההשפעה של נגזרים), ע"מ ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים (חוב צמוד מדד מול חוב שקלי).
- ניטרול וסיווג מחדש של רווחים/הפסדים הנצרים ממלאי הדלקים.

Table 1

Reconciliation Of Granite Hacarmel Investments Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)						
-- Fiscal year ended Dec. 31, 2009 --						
(Mil. NIS)	Debt	Shareholders' equity	Operating income (before D&A)	Cash flow from operations	Cash flow from operations	Capital expenditures
Reported	2,083.8	743.3	336.1	510.1	510.1	252.1
S&P Maalot adjustments						
Operating leases	946.4	--	90.9	79.6	79.6	154.8
Postretirement benefit obligations	52.2	--	(0.1)	(1.4)	(1.4)	--
Surplus cash & near term investments	(247.7)	--	--	--	--	--
Minority interests	--	51.0	--	--	--	--
Accrued interest not included in reported debt	11.7	--	--	--	--	--
Guarantees	22.3	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	(1.9)	(1.9)	(1.9)
Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows	--	--	--	(79.7)	(79.7)	--
Share-based compensation expense	--	--	2.4	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Working-capital cash flow changes	--	--	--	--	(206.1)	--
Inventory gains (losses)	--	--	(15.9)	--	(11.9)	--
Index linked-debt	--	--	--	--	(32.6)	--
Others	--	--	(26.4)	--	(8.0)	--
Total adjustments	784.9	51.0	51.0	(3.4)	(262.0)	152.9
S&P Maalot adjustments amounts						
	Debt	Equity	EBITDA	Cash flow from operations	Funds from operations	Capital expenditures
Adjusted	2868.7	794.3	387.1	506.7	248.1	405.0

Table 2

Granite Hacarmel Investments Ltd. -- Peer Comparison

	Granite Hacarmel Investments	Delek - The Delek Israel Fuel Corp.	Petrol Ofisi A.S.	Pantry Inc.
Rating as of August 19, 2010	ilA/Stable	ilA/Stable	B+/Stable	B+/Stable
	Israel	Israel	Turkey	US
(Mil. NIS)				
--Fiscal year ended Dec. 31, 2009--				
Revenues	4,546.7	4,290.2	35,610.4	24,126.4
EBITDA	387.1	383.9	1,931.1	1,197.1
Net income from cont. oper.	90.2	90.5	726.0	223.2
Funds from operations (FFO)	248.2	254.9	1,337.0	862.1
Cash flow from operations	506.7	110.1	1,138.7	793.9
Capital expenditure	405.0	346.9	831.7	768.5
Free operating cash flow	101.7	(236.8)	307.0	25.4
Discretionary cash flow	101.7	(262.1)	320.5	25.4
Debt	2,868.7	2,991.9	4,570.5	6,210.8
Equity	794.2	1,090.7	7,616.7	1,811.7
Adjusted ratios				
EBIT interest coverage (x)	1.4	1.7	2.6	1.8
EBITDA interest coverage (x)	2.0	1.8	3.0	2.7
Return on capital (%)	7.0	9.2	14.0	9.6
FFO/debt (%)	8.6	8.5	29.3	13.9
Debt/EBITDA (x)	7.4	7.8	2.4	5.2
Total debt/debt plus equity (%)	78.3	73.3	37.5	77.4

Table 3

Granite Hacarmel Investments Ltd. -- Financial Summary

	--Fiscal year ended Dec. 31, 2009--		
	2009	2008	2007
Rating History	ilA/Stable	ilA/Stable	ilA/Stable
(Mil. NIS)			
Revenues	4,546.7	6,116.7	5,208.7
EBITDA	387.1	387.2	374.3
Net income from cont. oper.	90.2	(80.3)	46.7
Funds from operations (FFO)	248.2	152.2	196.5
Cash flow from operations	506.7	321.0	253.8
Capital expenditure	405.0	273.3	185.9
Free operating cash flow	101.7	47.6	67.9
Discretionary cash flow	101.7	47.6	67.9
Debt	2,868.7	2,982.2	2,918.4
Equity	794.2	720.7	763.7
Adjusted ratios			
EBIT interest coverage (x)	1.4	1.0	1.2
EBITDA interest coverage (x)	2.0	1.5	1.8
Return on capital (%)	7.0	7.0	6.7
FFO/debt (%)	8.6	5.1	6.7
Debt/EBITDA (x)	7.4	7.7	7.8
Total debt/debt plus equity (%)	78.3	80.5	79.3

Standard & Poor's Maalot August 29, 2010

Standard & Poor's Standardizes Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, June 2010

את המאמר ניתן למצוא באתר S&P: www.standardandpoors.com

מבט ענפי: חברות בתחום הסחורות, אוגוסט 2010

http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/article_elad_jalesko.pdf

Ratings Details (As Of August 29, 2010)	
Issuer Credit Rating	iiA/Stable
Senior Unsecured (Series 4)	iiA/Stable
Senior Secured (Series 3)	iiA+/Stable
Ratings History	
29-May-2007	iiA/Stable
30-October-2006	iiA-/Watch Positive
16-August-2006	iiA-/Stable
24-May-2004	iiA/Stable
Debt Maturities (Mil. NIS)	
As Of December 31, 2009:	
2010:	934.5*
2011:	242.9
2012:	165.3
2013:	149.6
Thereafter:	584.8

* Of which short-term -- NIS590 million

Primary Credit Analyst:

Elad Jelasko, Tel Aviv (972) 3 – 7539723 ;elad_jelasko@standardandpoors.com

Secondary Credit Analyst:

Per Karlsson, Tel Aviv (46) 8 – 440-5927 ;per_karlsson@standardandpoors.com

דירוגי S&P Maalot מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל-S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.