

אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ

7 באפריל, 2020

אשרור דירוג

אשרור הדירוג, 'ilAA', על רקע הפרדה מבנית
מסוימת מקבוצת כמצ'יינה, כאשר תיתכן הרעה
בפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'יינה כתוצאה
ממשבר הקורונה

אנליסט אשראי ראשי:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, hila.perelmutter@spglobal.com

איש קשר נוסף:

סיון מסילתי, 972-3-7539735, sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

2.....	תמצית פעולת הדירוג
2.....	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
3.....	ניתוח השפעת הקבוצה
4.....	תחזית הדירוג
4.....	התרחיש השלילי
4.....	התרחיש החיובי
5.....	נזילות
5.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
6.....	רשימת דירוגים

אשרור דירוג

אשרור הדירוג, 'ilAA', על רקע הפרדה מבנית מסוימת מקבוצת כמצ'יינה, כאשר תיתכן הרעה בפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'יינה כתוצאה ממשבר הקורונה

תמצית פעולת הדירוג

- ב-20 במרץ, 2020, שינתה S&P Global Ratings את תחזית הדירוג של תאגיד כמצ'יינה לשלילית בשל השפעות אפשריות של התפרצות נגיף הקורונה על היקפי הפעילות של תאגיד כמצ'יינה ועל יחסי הכיסוי והמינוף שלו.
- אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ (או "החברה") מוחזקת בשרשור על ידי תאגיד כמצ'יינה, וחשיבותה האסטרטגית עבור קבוצת כמצ'יינה בינונית שכן היא אחראית לחלק קטן יחסית מה-EBITDA הכולל של קבוצת כמצ'יינה.
- אדמה פתרונות לחקלאות היא חברה פרטית שאיגרות החוב שהנפיקה נסחרות בבורסה בתל אביב. משכך חלות עליה הגבלות רגולטוריות מתוקף חוק החברות הישראלי המגילות על בעלי החוב מפני התערבות שלילית של תאגיד כמצ'יינה.
- לכן לדעתנו יכולה להיות הפרדה בין פרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'יינה לדירוג של אדמה פתרונות לחקלאות, אם כי ההפרדה מוגבלת ואינה מוחלטת.
- להערכתנו, בשלב זה, יחסי הכיסוי של אדמה פתרונות לחקלאות הולמים את הדירוג הנוכחי גם תחת תרחיש הכולל פגיעה בהיקפי הפעילות וברווחיות הגולמית שלה בעקבות משבר הקורונה.
- ב-7 באפריל, 2020, אשררנו את הדירוג 'ilAA' של אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי יחסי הכיסוי של אדמה פתרונות לחקלאות יהלמו את הדירוג הנוכחי גם תחת תרחיש הכולל פגיעה בהיקפי הפעילות וברווחיות הגולמית בעקבות משבר הקורונה. כמו כן משקפת התחזית את הערכתנו כי במסגרת הרגולטורית הקיימת בישראל לא צפויה התערבות שלילית של תאגיד כמצ'יינה שתפגע באיתנות החברה, ושפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'יינה יישאר ברמה שמאפשרת הפרדה ביחס לדירוג החברה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

דירוג אדמה פתרונות לחקלאות משקף הן את איכות האשראי העצמאית שלה והן את הקשר שלה לקבוצת כמצ'יינה בהקשר של המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

ב-20 במרץ, 2020, שינתה S&P Global Ratings את תחזית הדירוג של China National Chemical Corp. Ltd. ("תאגיד כמצ'ינה"), 'BBB', לשלילית, בשל השפעות אפשריות של התפרצות נגיף הקורונה על פרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'ינה, ובפרט על היקפי הפעילות ועל יחסי הכיסוי והמינוף שלו.

לדעתנו, החשיבות האסטרטגית של אדמה פתרונות לחקלאות עבור קבוצת כמצ'ינה היא בינונית מאחר שאדמה פתרונות לחקלאות ו-Adama Ltd אחראיות לחלק קטן יחסית מה-EBITDA הכולל של קבוצת כמצ'ינה. בנוסף, ניתן לדעתנו להפריד בין פרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'ינה לבין דירוג החברה עד לגבול מסוים, מאחר שקיימות מגבלות רגולטוריות על חברות פרטיות שאיגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה בתל אביב, שעשויות למנוע מהחברה לתמוך בקבוצת כמצ'ינה באופן שיפגע באיכות האשראי העצמאית של החברה.

להערכתנו, יחסי הכיסוי של אדמה פתרונות לחקלאות יהלמו את הדירוג הנוכחי גם תחת תרחיש הכולל פגיעה בהיקפי הפעילות וברווחיות הגולמית שלה בעקבות משבר הקורונה. להערכתנו, גם במקרה של ירידה של כ-4%-5% בהכנסות ושחיקה של כ-3% ברווחיות הגולמית בשנת 2020 בעקבות משבר הקורונה והמיתון בשווקים שיבוא בוודאי אחריו, החברה עדיין תעמוד ביחסי המטרה של הדירוג הנוכחי, אולם בחלק הגבוה, קרי יחס חוב ל-EBITDA של כ-4.0x. אנו נמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות והשפעתן על פעילות החברה ויחסי הכיסוי שלה. יש לציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שננקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

ניתוח השפעת הקבוצה

לדעתנו, החשיבות האסטרטגית של אדמה פתרונות לחקלאות לחברת האם בשרשור, תאגיד כמצ'ינה, נותרה בינונית. דירוג האשראי של תאגיד כמצ'ינה נשען על פוטנציאל לתמיכה יוצאת דופן של ממשלת סין בעת הצורך, בשל החשיבות האסטרטגית של תאגיד כמצ'ינה לממשל הסיני. בשל אלמנט תמיכה זה, דירוג האשראי של תאגיד כמצ'ינה גבוה מפרופיל האשראי העצמאי שלו.

לעומת זאת, אלמנט התמיכה הממשלתית בדירוג תאגיד כמצ'ינה אינו מהווה גורם תומך בדירוג אדמה פתרונות לחקלאות. זאת מאחר שאדמה פתרונות לחקלאות ו-Adama Ltd אחראיות לחלק קטן יחסית מה-EBITDA הכולל של קבוצת כמצ'ינה. אי לכך, פרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'ינה הוא המגביל את דירוג החברה. יחד עם זאת, לדעתנו עדיין קיימת רמה מסוימת של בידוד בין דירוג אדמה פתרונות לחקלאות לפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצ'ינה, בשל מגבלות רגולטוריות החלות על חברות פרטיות שאיגרות

החוב שלהן נסחרות בבורסה בתל אביב ושעשויות למנוע מהחברה לתמוך בקבוצת כמצי"נה באופן שיפגע באיכות האשראי העצמאית של החברה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תשמור על בסיס הלקוחות הרחב שלה ועל מעמדה כשחקן מוביל בשוק המוצרים להגנת הצומח שאינם מוגנים בפטנט. זאת באמצעות המשך פיתוח מוצרים חדשים ומבודלים, רישום מהיר של זכויות על מוצרים ושמירה על ערוצי הפצה רחבים. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על יחס מתואם חוב ל-EBITDA בטווח של $2.0x-4.0x$, ההולם את הדירוג הנוכחי. אנו צופים כי החברה תוכל לשמור על יחס זה גם אם תחול עליה בצורכי ההון החוזר מעבר לרמה שצפינו בשל תנאי השוק, או אם החברה תבצע רכישות בסדר גודל קטן-בינוני.

בנוסף, התחזית היציבה משקפת את הערכתנו שיחסי הכיסוי של אדמה פתרונות לחקלאות יהלמו את הדירוג הנוכחי גם תחת תרחיש הכולל פגיעה בהיקפי הפעילות וברווחיות הגולמית כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה, כפי שאנו מעריכים אותה נכון למועד דוח זה.

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי במסגרת הרגולטורית הקיימת בישראל לא צפויה התערבות שלילית של קבוצת כמצי"נה שתפגע באיתנות אדמה פתרונות לחקלאות, וכי פרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצי"נה יישאר ברמה שמאפשרת הפרדה ביחס לדירוג אדמה פתרונות לחקלאות.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם ניוכח כי הביצועים התפעוליים של החברה מתדרדרים או אם תחול שחיקה מהותית בשיעור ה-EBITDA. כמו כן, נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה יעלה ל- $4.0x$ ומעלה. תרחיש זה ייתכן, למשל, אם החברה תבצע רכישות ממונפות בהיקפים גבוהים משמעותית משהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו או תחלק דיבידנד אגרסיבי. תרחיש זה עשוי להתממש גם אם ניוכח כי השפעת מגפת הקורונה על ביצועי החברה רחבה ומתמשכת משצפינו.

נשקול פעולת דירוג שלילית גם אם תחול הרעה משמעותית בפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצי"נה, כך שלא נראה אפשרות להפרדה נוספת על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור נוסף בפרופיל הפיננסי של החברה כך שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA יהיה נמוך מ- $2.0x$ באופן עקבי והיחס המתואם תזרים מזומנים חופשי לחוב יהיה סביב 25%, תוך שמירה על הפרופיל העסקי הנוכחי ועל נזילות 'הולמת' לפחות. זאת בכפוף לכך שנעריך כי חל שיפור משמעותי בפרופיל האשראי העצמאי של תאגיד כמצי"נה.

נזילות

נזילות החברה הולמת ונתמכת על ידי היקף חלויות הולם ביחס למסגרות האשראי החתומות לזמן ארוך ולהיקף המזומנים בקופה. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 באפריל, 2020, יהיה כ-1.2x.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה לתקופה שבין 1 באפריל, 2020, ל-31 במרץ, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-400 מיליון דולר. מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות לזמן ארוך בהיקף של כ-180 מיליון דולר. FFO (funds from operations) של כ-350 מיליון דולר. 	<ul style="list-style-type: none"> חלויות שוטפות של אג"ח, הלוואות בנקאיות לזמן קצר ולזמן ארוך וניירות ערך מסחריים של כ-480 מיליון דולר. הוצאות הוניות (capex) של כ-50 מיליון דולר. צורכי הון חוזר עונתיים בהיקף של כ-150 מיליון דולר.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-7 באפריל, 2020)

אדמה פתרונות לחקלאות בעמ	
דירוג(י) המנפיק	
ilA-1+	טווח קצר
ilAA-\Stable	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
ניירות ערך מסחריים	
ilA-1+	ניירות ערך מסחריים 30 מיליון דולר
ilA-1+	ניירות ערך מסחריים 50 מיליון דולר
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilAA-	סדרה ב
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilAA-\Stable	יוני 30, 2014
ilA+\Stable	יולי 06, 2011
ilAA-\Negative	ספטמבר 07, 2010
ilAA-\Watch Neg	יוני 29, 2010
ilAA-\Stable	דצמבר 03, 2009
ilAA\Negative	מרץ 22, 2009
ilAA\Watch Neg	דצמבר 11, 2008
ilAA\Stable	נובמבר 26, 2006
ilAA	מאי 01, 2004
ilAA-	נובמבר 01, 2001
טווח קצר	
ilA-1+	ספטמבר 09, 2019
פרטים נוספים	
09:37 07/04/2020	זמן בו התרחש האירוע
09:37 07/04/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, S&P") צדדים (הקשורים) אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האכזריות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. 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 כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.