

משאב יזום ופיתוח בע"מ נשר מפעלי מלט ישראליים בע"מ

8 בנובמבר, 2017

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

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

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תרחיש הבסיס

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

משאב יזום ופיתוח בע"מ נשר מפעלי מלט ישראליים בע"מ

ilAA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
<ul style="list-style-type: none"> מעמד תחרותי מוביל בשוק המלט בישראל. ביקוש יציב, צמיחה ארוכת שנים וחסימי כניסה גבוהים בענף המלט. צפי להתגברות התחרות על רקע שינויים רגולטוריים. בסיס לקוחות ריכוזי יחסית. 	<ul style="list-style-type: none"> רמת מינוף נמוכה/בינונית לצד גידול בצורכי השקעה בטווח הקרוב-בינוני אשר צפויה להביא לעלייה במינוף. יכולת מוכחת לייצור תזרים מזומנים איתן מפעילות שוטפת. גמישות מוגבלת בנוגע לחלוקת דיבידנדים לאור היותה מקור תזרימי משמעותי עבור חברת האם. פרופיל נזילות 'הולם'.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתנאי שוק המלט בישראל ימשיכו להיות חיוביים בתקופה הקרובה ושמשאב תשמור על מעמדה כשחקנית דומיננטית בשוק באמצעות חברת הבת, נשר, למרות כניסתם של מתחרים חדשים אשר צפויים להפעיל לחץ על המחירים.

תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תציג יחסי כיסוי חוב התואמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו, יחס מתואם של FFO (funds from operations) לחוב שלא ירד מ-20%. אנו סבורים שמשאב תוכל לעמוד ביחסי המטרה של הדירוג בשל הביקוש הגדל, נתח השוק ומעמדה התחרותי של נשר, על אף רמת הדיבידנדים הגבוהה לדעתנו בהינתן סביבת השוק המתאגרת וצורכי ההשקעה הגבוהים.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות בביצועים התפעוליים של משאב והתחזיות המעודכנות שלנו יצביעו על כך שהיא צפויה לחרוג מהיחס שקבענו כתואם את הדירוג הנוכחי. לדעתנו, תרחיש זה אפשרי אם תחול ירידה בביקוש למלט אשר תוביל לירידה חדה מהצפוי בנתח השוק של נשר, או אם משאב תחלק דיבידנדים גבוהים משהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו למרות צורכי השקעה גבוהים בשנים הקרובות.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה כך שיחס ה-FFO לחוב מתואם יעלה על 30% באופן עקבי, וזאת בכפוף ליצירת תזרים מזומנים חופשי חיובי, תוך שמירה על הפרופיל העסקי ופרופיל הנזילות הקיימים לכל הפחות.

תרחיש הבסיס

יחסים עיקריים				הנחות עיקריות
2018E	2017E	2016A		<ul style="list-style-type: none">• ביקוש מקומי גבוה למלט.• שיעורי ניצולת גבוהים במתקני הייצור וצפי להרחבתם.• קיטון של כ-2%-3% בהכנסות בשנת 2017 בעקבות ירידה בכמויות הנמכרות בישראל הנובעת מעלייה בתחרות. עלייה של כ-2% בהכנסות בשנת 2018 כתוצאה מגידול במכירות בשטחי הרשות הפלסטינית.• גידול בהיקף ההשקעות ההוניות לצורך ייעול והרחבה של כושר הייצור השנתי של החברה לכ-200-250 מיליון טון בשנתיים הקרובות.• חלוקת דיבידנד לפחות בגובה הרווח הנקי.
23%-20%	23%-20%	26.8%	חוב/FFO	
4.0X-3.5X	4.0X-3.5X	2.7X	חוב/EBITDA	
A-בפועל. E-צפוי.				

הפרופיל העסקי

מעמד מוביל בענף המלט בישראל

הפרופיל העסקי של משאב נתמך על ידי מעמדה המוביל של נשר, חברה בת בבעלות מלאה, בשוק המלט בישראל, ועל ידי המאפיינים של ענף המלט בישראל הכוללים ביקוש קשיח יחסית וחסמי כניסה גבוהים. חסמי הכניסה כוללים השקעות גבוהות הדרושות לשם הקמת מפעלי מלט ואחזקתם וכן עלויות הובלה גבוהות ביחס למחיר המלט, אשר יוצרות יתרון ליצרן הממוקם בקרבה גיאוגרפית לקהל היעד ולמחצבות חומרי הגלם.

על אף הקיטון בהתחלות הבניה ב-2017, הצורך להשקיע בתשתיות קיימות וחדשות הביא להמשך הגידול בצריכת המלט בישראל (3.3 מיליון טון במחצית הראשונה של שנת 2017 ו-6.2 מיליון טון מלט בשנת 2016 לעומת כ-6 מיליון טון ב-2015 ו-5.9 מיליון טון ב-2014) לצד צמיחה בביקושים גם מצד הרשות הפלסטינית. רמת הביקושים הגבוהה השוררת כיום, שלהערכתנו תמשיך להתקיים גם בשנים הקרובות, מאפשרת לנשר לשמור על שיעור ניצולת גבוה מאוד במתקני הייצור ועל שיעורי רווחיות גבוהים יחסית.

מנגד, אנו מעריכים שרמת התחרות בענף המלט בישראל תתגבר בשנים הקרובות בעקבות כניסתם לשוק של שחקנים נוספים, על רקע השלמת העסקה למכירת המפעל בהר-טוב שהיה בבעלות החברה באוקטובר 2015 ועלייה בהיקף המלט המיובא על ידי מתחרים קיימים וחדשים, כפי שמשקף בירידה בנתח השוק של נשר מכ-85% בשנת 2016 לכ-70% כיום. להערכתנו, התגברות התחרות עלולה להגדיל את התנודתיות בתוצאות התפעוליות של נשר לאורך זמן. בנוסף, לנשר תלות גבוהה במספר מצומצם של לקוחות. ההכנסות מן הרשות הפלסטינית, שהיא הלקוח הגדול ביותר של החברה, מהוות באופן היסטורי 20%-25% מסך ההכנסות. התדרדרות ביחסים בין ישראל לבין הרשות הפלסטינית עלולה להערכתנו לפגוע בתוצאות הכספיות של נשר. כמו כן, לחברה חשיפה גבוהה למספר חברות בניה ויצרניות בטון בישראל. אובדן של לקוחות מהותיים אלו, בהינתן תחרות גוברת, עלול אף הוא להשפיע לרעה על הביצועים התפעוליים של נשר. נציין עוד שלהערכתנו, הפרופיל העסקי של נשר מושפע לשלילה מהחשיפה לתנודתיות הגבוהה במחירי התשומות, בעיקר מוצרי אנרגיה (פטרוק), ומהעדר פיזור גיאוגרפי.

הפרופיל הפיננסי

ייצור תזרים מזומנים גבוה המופנה להשקעות הוניות וחלוקת דיבידנד; עלייה במינוף

אנו מעריכים את הסיכון הפיננסי הנוכחי של משאב כבינוני. לדעתנו, רמת המינוף של החברה צפויה לעלות בשנה הקרובה לאור צורכי השקעות הוניות גדולים והמשך חלוקת דיבידנדים גבוהה יחסית. עם זאת, אנו מעריכים כי היכולת להמשיך ולהפיק תזרים מזומנים מהותי מפעילות השוטפת מאפשרת לחברה לשמור על יחסים פיננסיים התואמים את הדירוג הנוכחי.

היקף ההשקעות ההוניות בשנים 2017 ו-2018 צפוי להיות גבוה יחסית ויעמוד על כ-200-250 מיליון ₪ בממוצע בשנה בהשוואה לכ-85 מיליון ₪ ב-2016. הגידול מיוחס להשקעות למטרת ייעול והרחבה של כושר הייצור של החברה. לדעתנו לחברה צורך מהותי בביצוע השקעות אלו לשם שמירה על יתרונותיה התחרותיים. אנו מעריכים שבשנתיים הקרובות תחלק החברה דיבידנד בגובה הרווח הנקי שלה בקירוב או אף גבוה מכך. נציין כי נכון להיום, חולקו ב-2017 דיבידנדים בהיקף של 294 מיליון ₪, הכוללים דיבידנד חד פעמי בגובה של 50 מיליון ₪ בגין מכירת חברה בת. סכום זה גבוה משנים קודמות ואגרסיבי לדעתנו, בעיקר על רקע התחרות המתגברת וצרכי ההשקעות של החברה.

תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים שיחס ה-FFO לחוב מתואם יעמוד על כ-20%-23% ב-2017 וב-2018, בהשוואה ל-26.8% ב-2016. תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים שהיחס המתואם של חוב ל-EBITDA יעמוד על 3.5x-4.0x ב-2017 וב-2018.

במרץ 2016 השלימה החברה עסקה שבמסגרתה פוצלו נכסי תחנת הכוח ברמלה והועברו לידי חברה ייעודית (SPC), נשרים אנרגיה מובילה בע"מ) שהיא חברת בת בבעלות מלאה של משאב, כנגד העברת חוב ממשאב לחברה הייעודית במסגרת חוב פרויקטאלי ללא חזרה (non-recourse) למשאב. לאור זאת, אנו בוחנים את התוצאות התפעוליות של משאב (על בסיס סולו) תוך נטרול התוצאות התפעוליות של תחנת הכוח.

נזילות: הולמת

רמת הנזילות של משאב הינה "הולמת" על פי הקריטריונים שלנו. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים. הערכה זו משקפת את יתרות המזומן שבידי החברה, את יכולתה לייצר תזרים גבוה מפעילות שוטפת ומנגד את ההשקעות ההוניות, חלויות חוב שוטפות הנדרשות ב-12 החודשים הקרובים ופירעון אשראי לזמן קצר. אנו מעריכים שלחברה נגישות גבוהה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

לחברה התניות פיננסיות במסגרת הסכמי המימון הבנקאים שלה לשמירה על יחס הון למאזן שלא יפחת מ-20% ויחס חוב ל-EBITDA שלא יעלה על 5.75x. להבנתנו החברה עומדת ביחסים אלה עם מרווח מספק.

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: השפעה ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

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: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בתעשיית חומרי בניין](#), 19 בדצמבר, 2013
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014](#)
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 14 באוגוסט, 2017
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-8 בנובמבר, 2017)

משאב יזום ופיתוח בע"מ

דירוג(י) המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

ilAA-\Stable

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר בלתי מובטח

אג"ח ג

ilAA-

היסטוריית דירוג המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

אוקטובר 27, 2014

אוקטובר 21, 2012

פברואר 15, 2012

אוקטובר 11, 2011

ספטמבר 29, 2009

מרץ 05, 2009

מרץ 06, 2007

מאי 09, 2005

יוני 01, 2004

ilAA-/Stable

ilAA-/Negative

ilAA-/Watch Neg

ilAA-/Negative

ilAA-/Stable

ilAA-/Watch Neg

ilAA/Stable

ilAA

ilAA-

נשר - מפעלי מלט ישראליים בע"מ

דירוג(י) המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

ilAA-\Stable

היסטוריית דירוג המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

אוקטובר 27, 2014

אוקטובר 21, 2012

פברואר 15, 2012

אוקטובר 11, 2011

ספטמבר 29, 2009

מרץ 05, 2009

מרץ 06, 2007

יוני 01, 2004

ilAA-/Stable

ilAA-/Negative

ilAA-/Watch Neg

ilAA-/Negative

ilAA-/Stable

ilAA-/Watch Neg

ilAA/Stable

ilAA

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע

זמן בו נודע לראשונה על האירוע

יזום הדירוג

09:22 08/11/2017

09:22 08/11/2017

החברה המדורגת

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") 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 S&P AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות 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.

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 מהחמתים 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.