

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

5 בנובמבר, 2018

עדכון דירוג

**הורדת דירוג ל-'A+' בשל שחיקה ביחסים הפיננסיים
עקב התגברות התחרות בענף המלט; התחזית יציבה**

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, 972-3-7539710 gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

2.....	תמצית
2.....	פעולת הדירוג
2.....	שיקולים עיקריים לדירוג
3.....	נזילות
4.....	תחזית הדירוג
4.....	התרחיש השלילי
4.....	התרחיש החיובי
4.....	התאמות לדירוג
4.....	ניתוח שיקום חוב
4.....	שיקולים עיקריים
5.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
5.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
6.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

הורדת דירוג ל-'ilA+' בשל שחיקה ביחסים הפיננסיים עקב התגברות התחרות בענף המלט; התחזית יציבה

תמצית

- ענף המלט חווה תחרות מוגברת בשנתיים האחרונות לצד עלייה משמעותית בהיקף היבוא במחירים נמוכים.
- כתוצאה מכך נשחקו ההכנסות והרווחיות של משאב יזום ופיתוח בע"מ ("משאב"), והיחסים הפיננסיים שלה חורגים כעת מהותית מהיחסים ההולמים את הדירוג הקודם.
- בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי לא יחול שינוי מהותי במחירי המלט, וכי צעדי ההתייעלות שהחברה החלה לבצע יביאו לשיפור קל בתוצאות ב-2019. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי היחסים הפיננסיים לא ישובו לרמתם הקודמת.
- אנו מורידים את הדירוג של משאב יזום ופיתוח בע"מ ושל חברת הבת בבעלות מלאה נשר מפעלי מלט ישראלים בע"מ ("נשר") לדירוג 'ilA+' מדירוג 'ilAA-'. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שמשאב (באמצעות נשר) תשמור על מעמדה הדומיננטי בשוק המלט בישראל עם נתח שוק של 50% לפחות, ותציג יחס FFO (funds from operations) לחוב של 12%-15% ב-12 החודשים הקרובים.

פעולת הדירוג

ב-5 בנובמבר, 2018, הורידה S&P מעלות את הדירוג של משאב יזום ופיתוח בע"מ ושל חברת הבת בבעלות מלאה, נשר מפעלי מלט ישראלים בע"מ, לדירוג 'ilA+' מדירוג 'ilAA-'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מעלייה בסיכון הפיננסי עקב התגברות התחרות בענף המלט אשר שחקה את ההכנסות וה-EBITDA של החברה ללא ירידה ברמת החוב, והביאה לשחיקה ביחסים הפיננסיים. אנו סבורים כי למרות הירידה בנתח השוק מעמדה העסקי של החברה נותר הולם, עקב היותה גורם מרכזי בענף ייצור המלט בישראל (היצרנית הגדולה בענף).

ב-2017 ובמחצית הראשונה של 2018 חלה עלייה משמעותית ביבוא מלט לארץ, בעיקר מטורקיה ומיוון, מדינות שבהן יש עודף קיבולת. עלייה זו הביאה לירידת מחירים חדה בענף ולקיטון משמעותי בנתח השוק של נשר מכ-70% ב-2017 לכ-60% ב-2018. כתוצאה מכך המשיכה הירידה בהכנסות וברווח התפעולי של נשר והיא צפויה להמשיך גם ב-2018. יחס ה-FFO לחוב צפוי לעמוד בסוף 2018 על כ-12% בהשוואה לכ-18% בסוף 2017, על אף הגידול בביקוש למלט. בהינתן שחיקה זו בתוצאות, אנו רואים את מדיניות הדיבידנד של

משאב יזום ופיתוח בע"מ **נשר מפעלי מלט ישראלים בע"מ**

החברה כאגרסיבית, למרות הצפי לקיטון בדיבידנד בשנתיים הקרובות. אנו סבורים כי מדיניות דיבידנדים זו מביאה לכך שהתזרים הפנוי לשירות חוב של החברה צפוי להיות נמוך ואף שלילי ויאלץ את החברה להישען על מחזור חוב.

על מנת להתמודד עם תנאי השוק המאתגרים, החלה משאב לבצע צעדי התייעלות בנשר, ובהם קיצוץ בכוח האדם, שינויים באופן תחזוקת המתקנים ועוד. בנוסף, החברה פועלת ליצירת קשרים עם לקוחות חדשים לשם הגדלת בסיס ההכנסות הן בישראל והן ברשות הפלסטינית. במקביל, איננו צופים ירידה משמעותית נוספת במחירי המלט ב-2019 ומאידך צופים המשך בביקוש. כתוצאה מכך, אנו סבורים כי נראה שיפור קל בתוצאותיה של החברה.

בעקבות ירידת המחירים הוקמה במאי 2017 ועדה במשרד הכלכלה על מנת לבחון האם קיים חשש לפגיעה ביצור המקומי והאם יש לבחון היטל היצף על המלט המיובא מיוון ומטורקיה. באוגוסט 2018 המליץ הממונה על הסחר במשרד הכלכלה והתעשייה על היטל היצף, אך עד כה לא נתקבלה החלטה סופית בנושא. נציין כי הממונה על ההגבלים העסקיים מתנגדת להיטל זה עקב אפשרות לפגיעה בתחרות בענף. בשלב זה אין אנו יודעים אם יאושר ההיטל ומה יהיה אופיו ולכן אין ביכולתנו להעריך את השפעתו הפוטנציאלית על משאב.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- עלייה מתונה במכירת מלט כתוצאה מהמשך העלייה בביקוש.
- סביבת מחירים יציבה יחסית.
- השקעות הוניות בהיקף של כ-170 מיליון ב-2018 וכ-100 מיליון ב-2019.
- צמצום בגובה הדיבידנד בהשוואה לשנה קודמת.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס FFO לחוב מתואם של 12%-15% בשנים 2018-2019
- יחס חוב ל-EBITDA של 4.5x-5.0x בשנים 2018-2019

נציין כי אנו בוחנים את התוצאות התפעוליות של משאב (סולו) תוך נטרול התוצאות התפעוליות של תחנת הכוח נשרים, לאור פיצול הנכסים והחוב של התחנה לחברה נפרדת.

נזילות

רמת הנזילות של החברה היא "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 ואת יכולתה ליצר תזרים מפעילות שוטפת מחד, ואת חלויות החוב השוטפות הנדרשות והדיבידנדים מאידך. אנו מעריכים שלחברה נגישות גבוהה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

משאב יזום ופיתוח בע"מ

נשר מפעלי מלט ישראלים בע"מ

במסגרת הסכמי המימון הבנקאיים שלה יש למשאב התניות פיננסיות לשמירה על יחס הון למאזן שלא יפחת מ-20% ועל יחס חוב ל-EBITDA שלא יעלה על 5.75x. נכון למועד הדוח, החברה עומדת ביחסים אלו עם מרווח הולם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שמשאב (באמצעות נשר) תשמור על מעמדה הדומיננטי בשוק המלט בישראל עם נתח שוק של 50% לפחות. כמו כן, תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג יחס FFO לחוב של 12%-15% ב-12 החודשים הקרובים. אנו סוברים שמשאב תוכל לעמוד ביחס מטרות זה בזכות הביקוש הגדל, נתח השוק ומעמדה התחרותי של נשר, על אף רמת הדיבידנדים הגבוהה לדעתנו, בהינתן סביבת השוק המתגרת.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול שחיקה נוספת בביצועים התפעוליים של משאב ותחזיותינו המעודכנות יצביעו על כך שהיא צפויה לחרוג מהיחס שאנו רואים כהולם את הדירוג הנוכחי. האמור עלול לקרות אם תחול ירידה בביקוש למלט, אם תימשך ירידת המחירים או אם נשר תאבד נתח שוק. בנוסף, מדיניות דיבידנד אגרסיבית יותר משהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו עשויה להוביל לגידול בחוב ולחריגה מהיחסים ההולמים.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי של החברה, והיא תציג באופן עקבי יחס FFO לחוב של כ-20% לפחות, תוך שמירה על הפרופיל העסקי והנזילות שלה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- בעקבות יישום לראשונה של מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרת האג"ח של משאב יזום ופיתוח בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי.

משאב יזום ופיתוח בע"מ **נשר מפעלי מלט ישראלים בע"מ**

- אנו קובעים לסדרת האג"ח ג' של משאב יזום ופיתוח דירוג זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '3' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2022
- מיתון עמוק בכלכלה הישראלית יוביל להפחתה משמעותית של ההשקעות בתשתיות לצד קיטון מתמשך בהתחלות הבנייה אשר יקטין את הביקוש למלט. כתוצאה מכך יופעל לחץ שלילי על תזרים המזומנים והנזילות של משאב, והיא לא תוכל לעמוד בתשלומי שירות החוב ובצרכי ההון החוזר שלה.
- אנו מעריכים שמשאב תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת בהיותה יצרן המלט הגדול בישראל.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA במועד חדלות הפירעון: כ-135 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA ענפי: 5.0x
- שווי כעסק חי לפי מכפיל EBITDA: כ-675 מיליון ₪
- תשלומי סיום העסקה בגובה של כ-60 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-590 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: 1,120 מיליון ₪.
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 3
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 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
- [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
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-5 בנובמבר, 2018)

משאב יזום ופיתוח בע"מ

דירוג(י) המנפיק

טווח ארוך

ilA+\Stable

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר בלתי מובטח

אג"ח ג

ilA+

היסטוריית דירוג המנפיק

טווח ארוך

ilA+\Stable	נובמבר 05, 2018
ilAA-\Stable	אוקטובר 27, 2014
ilAA-\Negative	אוקטובר 21, 2012
ilAA-\Watch Neg	פברואר 15, 2012
ilAA-\Negative	אוקטובר 11, 2011
ilAA-\Stable	ספטמבר 29, 2009
ilAA\Watch Neg	מרץ 05, 2009
ilAA\Stable	מרץ 06, 2007
ilAA	מאי 09, 2005
ilAA-	יוני 01, 2004

נשר - מפעלי מלט ישראלים בע"מ

דירוג(י) המנפיק

טווח ארוך

ilA+\Stable

היסטוריית דירוג המנפיק

טווח ארוך

ilA+\Stable	נובמבר 05, 2018
ilAA-\Stable	אוקטובר 27, 2014
ilAA-\Negative	אוקטובר 21, 2012
ilAA-\Watch Neg	פברואר 15, 2012
ilAA-\Negative	אוקטובר 11, 2011
ilAA-\Stable	ספטמבר 29, 2009
ilAA\Watch Neg	מרץ 05, 2009
ilAA\Stable	מרץ 06, 2007
ilAA	יוני 01, 2004

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע

זמן בו נודע לראשונה על האירוע

11:35 05/11/2018

11:35 05/11/2018

החברה המדורגת

יזום 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.