



קרגל בע"מ

דוח מעקב שנתי | ספטמבר 2011

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה
Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

קרגל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	------	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה 1) שהנפיקה קרגל בע"מ ("קרגל" או "החברה") מדירוג A3 לדירוג Baa1, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

הדירוג חל על אגרות החוב שהנפיקה החברה, כדלקמן:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 30/6/11 (מש"ח)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. 9/11 (מש"ח)	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2014	82	מדד	5.5%	72	7/2007	2170041	סדרה 1

הורדת הדירוג נובעת מהחולשה המתמשכת בתוצאות הכספיות ומרמת הנזילות הנמוכה בחברה ביחס לצרכי שירות החוב. יתרות הנזילות של החברה (סולו) ליום 30.06.2011 הסתכמו לסך של כ- 6 מיליון ₪. צרכי שירות חוב ז"א של החברה (סולו) לשנה הקרובה נאמדים בכ- 40 מיליון ש"ח. החברה הציגה תזרים חופשי שלילי (FCF) ברבעונים האחרונים ונסמכת על מסגרות אשראי בלתי מחייבות. בבחינת הנזילות מידרוג הביאה בחשבון את החברה הבת פלסטו-שק כמקור יציב יחסית לדיבידנדים עבור קרגל על בסיס רווחיות טובה, רמת מינוף מתונה ועודפים ראויים לחלוקה משמעותיים. החברה פועלת במספר דרכים לשיפור הנזילות ולעיבוי ההון העצמי והן עשויות לבוא לידי ביטוי בטווח הזמן הקצר-הבינוני.

במהלך חציון ראשון 2011 ובמהלך שנת 2010 הציגה החברה שחיקה בתוצאות התפעוליות, בדגש על מגזר הקרטון הגלי, ועלייה בחוב הפיננסי אשר הובילו להחלשות ביחסי הכיסוי. יחס כיסוי החוב ל-EBITDA (ארבעה רבעונים אחרונים) עמד על כ- 6.7, ואינו תואם את הדירוג הקודם. תחת הדירוג הנוכחי מידרוג מצפה כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מיחס חוב פיננסי ל-EBITDA של כ- 6.5. השחיקה בתוצאות התפעוליות נבעה משחיקת מחירי המכירה ביחס לעלות מחירי חומרי הגלם ומהירידה בפעילות תחום הקרטון הגלי. הפגיעה בתוצאות החריפה במהלך רבעון שני 2011, בעיקר עקב ירידה בכמויות הנמכרות ופגיעה, בעלת אופי זמני, בפרמטרים תפעוליים ביניהם תפוקת עובדים. להערכת מידרוג, במחצית השנייה של שנת 2011 צפוי שיפור מסוים בתוצאות מגזר הקרטון הגלי. החברה הציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי לחציון ראשון 2011 (בעיקר ברבעון הראשון) ולשנת 2010, שאופיין בצרכי הון חוזר גבוהים ותנדוטיים, בהשקעות הוניות גבוהות יחסית (בעיקר בשנת 2010) ובדיבידנדים בהיקף משמעותי. בשנים 2010-2011 ניכרת עליית מדרגה בחלוקת הדיבידנד לבעלי המניות- גורם המחליש את הפרופיל הפיננסי של החברה.

בחודש יולי 2011, דווח כי דירקטוריון החברה החליט על יישום תוכנית רה ארגון הכוללת את העתקת המפעל לאתר חלופי בפריפריה. במקביל דיווחה החברה כי החל הליך הידברות בין הנהלתה ונציגי העובדים בעניין. לאחרונה דיווחה החברה כי היא מצויה במו"מ עם משקיע חיצוני בקשר עם השקעתו בחברה בדרך של הזרמת הון והעמדת הלוואה. אם וככל שהעסקה תושלם, היקפה המצרפי יעמוד על כ-55 מיליון ₪. להערכתנו, הזרמת הון לחברה מהווה תנאי מקדמי ליישום תוכנית הרה-ארגון. לצד זאת, להערכת מידרוג, ריבוי בעלי המניות בחברה יהפוך את מבנה הבעלות למורכב ובעל גורם סיכון.

מידרוג רואה בתוכנית הרה-ארגון כפרמטר המעלה את סיכון האשראי של החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני, נוכח סיכוי מעבר וגידול ברמת החוב. בתוך כך קיימת עדיין אי וודאות לגבי מועד העתקת המפעל, היקף פיצוי עובדים

ומציאת שוכר חילופי לאתר הקיים. בטווח הזמן הארוך תוכנית הרה-ארגון צפויה לשפר את רווחיות החברה. לאור האתגרים בפתחם ניצבת החברה בשלוש השנים הקרובות, הדירוג מתבסס בין השאר על ההנחה כי החברה תימנע מחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בשנים 2012-2013 בהן צפויה עיקר ההשקעה בתוכנית הרה-ארגון.

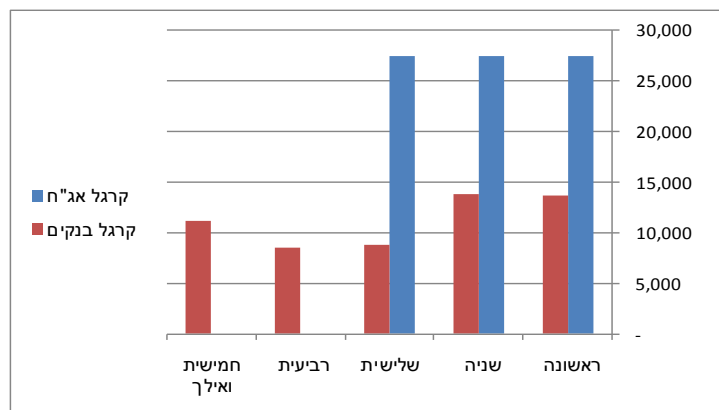
הותרת האופק השלילי נובעת מהנזילות החלשה והנמשכת של החברה, המאופיינת בין השאר ביכולת ייצור תזרים חופשי (FCF) חלש/שלילי, ערב כניסה לתוכנית רה-ארגון אשר עתידה להגדיל את רמת החוב ואת רמת הסיכון בחברה.

קרגל (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ *

FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	1-6/2010	1-6/2011	
684	781	675	775	381	388	הכנסות
117	115	104	105	58	45	רווח גולמי
17.2%	14.7%	15.4%	13.6%	15.2%	11.6%	אחוז רווח גולמי
52	33	29	26	18	7.8	רווח תפעולי
7.6%	4.2%	4.3%	3.3%	4.7%	2.0%	אחוז רווח תפעולי
86	(28)	20	3.6	7.5	(3.6)	רווח (הפסד) לתקופה**
85	75	72	71	41	32	EBITDA
11	85	140	17	(77)	(18)	CFO
(56)	(52)	(38)	(61)	(29)	(18)	CapEx
0	(3)	(4)	(13)	(8)	(14)	דיבידנדים ששולמו
(45)	31	99	(58)	(114)	(50)	FCF
2.8	2.0	2.3	2.7	3.3	2.4	EBITDA / הוצאות מימון
15	25	42	32	9	18	מזומנים ושוי מזומנים
443	389	310	359	391	401	חוב פיננסי
267	316	333	322	332	326	הון עצמי
27%	33%	37%	33%	35%	32%	הון עצמי/ מאזן
56%	50%	44%	49%	50%	54%	חוב פיננסי / CAP
5.5	5.6	4.8	5.4	5.4	6.7	Debt/EBITDA LTM
10.3	8.4	7.3	7.4	7.6	9.9	Debt/FFO LTM
6.6%	5.9%	11.0%	2.8%	7.6%	3.1%	EBITDA-CapEx/Debt

* יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית
 ** בשנת 2007 כלל הרווח הנקי רווח הון נטו בגין מכירת מקרקעין בסך של כ-75 מיליון ₪. בשנת 2008 רשמה החברה הפרשה לירידת ערך מוניטין בסך של כ-31 מ' ₪, בגין ההשקעה בפלסטו-שק. בשנת 2009 הושפע הרווח הנקי מהטבת מס חד פעמית בסך של 16 מיליון ₪ בגין שינוי במסים נדחים לאור חוק ההתייעלות הכלכלית

קרגל סולו - לוח סילוקין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30/06/2011, באלפי ₪*



אופק הדירוג

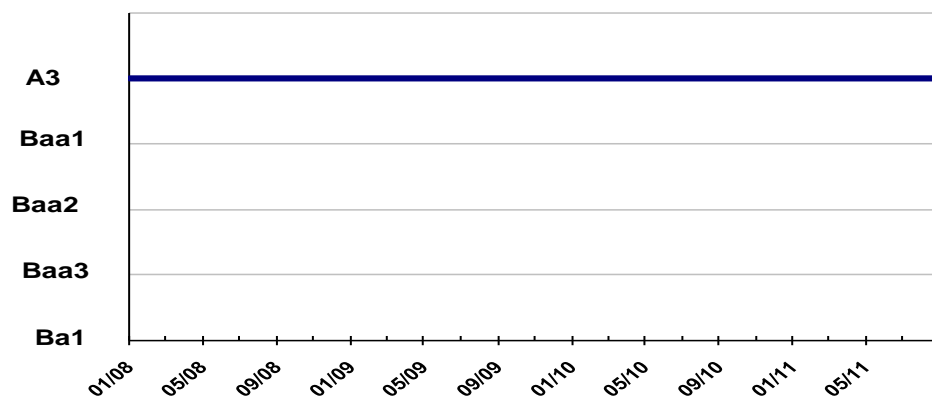
גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג

- שיפור ברמת הנדילות למול צרכי שירות החוב
- הורדת רמת המינוף

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA LTM בטווח של 6-7 שנים. כפי שנמדד בדוחות הכספיים המאוחדים של קרגל על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים
- חלוקת דיבידנד בתקופת המעבר בשנים 2012-2013 במידה שתשפיע על איתנותה הפיננסית של החברה
- יישום תוכנית רה-ארגון אשר אינה מגובה בהזרמת הון לחברה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קרגל עוסקת בשני תחומי עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, החל מחודש מאי 2008, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור ושיווק של שרולים ויריעות פוליאתילן, המשמשים, בין היתר, כחומר גלם לאריזות הגמישות ולשימושים תעשייתיים וכן ייצור ושיווק של שקים, שקיות ואריזות גמישות אחרות המשווקות בעיקר למגזר התעשייתי וללקוחות אחרים. תחום זה התפתח בחברה בעיקר על רקע פעילות רכישות ומיזוגים עם חברות וותיקות בתחום זה: פלסטו-שק בע"מ (81.16% מהון המניות) ביולי 2007, תמורת כ-120 מליון ₪, א. גליס ובניו בע"מ ביולי 2006 תמורת כ-111 מיליון ₪ ו-ינה (א.ל.) תעשיות בע"מ בחודש יוני 2005 תמורת כ-26 מליון ₪. גם בתחום הקרטון הגלי נעשתה פעילות רכישות: מיכלי טריפלֶקס (2003) בע"מ נרכשה בפברואר 2008 תמורת כ-25 מיליון ₪. הקבוצה מעסיקה כ-700



עובדים, מרביתם עובדי ייצור במפעלי החברה בתחום הקרטון הגלי הממוקמים בלוד (קרגל) וחבל יבנה (טריפלקס) וכן במפעלי תחום האריזות הגמישות במשמר השרון (ינה וגליס), יבנה (פולסטו שק) ושדרות (מור). החברה הינה חברה פרטית ותאגיד מדווח, לאחר מחיקת מניותיה ממסחר בעקבות הצעת רכש בשנת 2005. בעלת השליטה בחברה הינה סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ (54.7% מהון המניות) - שעל בעלי מניותיה נמנים יו"ר הדירקטוריון מר ניר דור ומנכ"ל החברה מר גבריאל נגר. יתר מניות החברה מוחזקות ע"י כלל תעשיות והשקעות בע"מ (26.4%), לאחר שהגדילה את השקעתה בחברה בסך של כ-18.8 מ.ס.ה. סקיי שירותי ניהול בע"מ (15.1%), שהשקיעה בחברה סך של כ-50 מיליון ₪ בחודש אפריל 2008.

דוחות קשורים

[דוח מעקב אחרון, ינואר 2011](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים לתשלומי חכירה, נובמבר 2010](#)

[דגשים בהערכת נזילות של מנפיקים, דצמבר 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CIC040911000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורן רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.