



# כור תעשיות בע"מ

מעקב | נובמבר 2011

## מחברים:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## כור תעשיות בע"מ

אופק דירוג יציב	A2	דירוג סדרות
-----------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של דירוג אגרות החוב שהנפיקה כור תעשיות בע"מ ("כור" או "החברה"), תוך הורדת דירוג אגרות החוב מ-A1 ל-A2 ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה כור תעשיות ולגביהן חל הדירוג:

שנות פירעון הקרן	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. במיליוני ₪ 30/06/11	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
9/12-9/16	מדד	5.1%	1,195	אוגוסט 06	6490312	ח
3/11-3/15	ללא	6.7%	612	אוגוסט 09	6490353	ט
9/12-9/17	ללא	7.2%	58	ספטמבר 09	6490361	י

### שיקולים עיקריים לדירוג

בחודש אוגוסט 2011 הכניסה מידרוג את דירוג אגרות החוב של כור לרשימת מעקב עם השלכות שליליות וזאת נוכח עלייה בסיכון הפיננסי של כור, על רקע הירידה החדה בשווי האחזקה במניות קרדיט סוויס, שהובילה את כור למצוקת נזילות ולעלייה במינוף הפיננסי. הוצאת הדירוג מרשימת מעקב הינה נוכח השיפור החד ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית של כור, בעקבות השלמת עסקת מיזוג מכתשים אגן - כמציינה הסינית ("עסקת כמציינה").

הורדת הדירוג, חרף השיפור החד בנזילות ובגמישות הפיננסית של כור, נובעת מהגורמים הבאים:

אחזקה במניות קרדיט סוויס החושפת את החברה לסיכון שוק גבוה והובילה לרישום הפסדים כבדים במהלך הרבעון השני והשלישי של 2011: במהלך אוגוסט 2011 ועד למועד דוח זה מימשה החברה כשליש מהאחזקה במניות קרדיט סוויס. מהלך זה הוביל לרישום הפסד של כ-378 מיליון ₪ במאזני החברה, בנוסף לרישום הפסד של כ-900 מיליון ₪, בגין ירידת שווי האחזקה. תמורת מכירת המניות שימשה להקטנת האשראי בגין ההשקעה ולשיפור יחס הבטוחות. ברבעון הרביעי פרעה החברה חוב פיננסי נוסף מתמורת עסקת כמציינה ושיפרה במידה משמעותית את גמישותה ביחס לתנאי המימון של מניות קרדיט סוויס. ואולם, להערכתנו, חרף הירידה החדה שכבר הושלמה במחיר המנייה, הסיכון עדיין גבוה נוכח התנודתיות הגבוהה בשווקי ההון ובפרט השפעת משבר החוב האירופאי על תאגידים פיננסיים הפועלים ביבשת. יש לציין כי בנובמבר 2011 ביצעה כור רכישות נוספות של מניות קרדיט סוויס בעלות של כ-203 מיליון ₪, כך שבסמוך למועד דוח זה מחזיקה כור בכ-2.31% מהון המניות של קרדיט סוויס. מסגרת ההשקעה במניות קרדיט סוויס על ידי כור, כפי שאושרה על ידי דירקטוריון כור, הינה בהיקף השקעה כולל של עד 7 מיליארד ₪. נכון להיום עומדת יתרת מסגרת ההשקעה על סך של כ-1.1 מיליארד ₪.

דילול תיק האחזקות ואי-וודאות לגבי מבנה אחזקות עתידי: בעקבות עסקת כמציינה ירדה החברה משליטתה במכתשים אגן, שהייתה עד כה נכס ליבה איכותי בתיק האחזקות וכן קיימת לה האופציה למכור את יתרת המניות, על חשבון ההלוואה שהועמדה לה מצד הרוכשים. במקביל צפויה החברה להשלים את מכירת חלקה בבניין HSBC שהיווה נכס מהותי ואיכותי נוסף במאזנה. מצב זה הוביל לדילול תיק האחזקות של החברה, ומעלה אי-וודאות לגבי מבנה האחזקות העתידי, בפרט נוכח היקף הנזילות הגבוה בכור, כאשר בפני מידרוג לא הוצגה תוכנית השקעות אסטרטגית.



יצוין כי קבוצת אידיבי וכור בתוכה דיווחה בשבועות האחרונים כי היא בוחנת מהלכים מבניים שונים ברמת חברות הקבוצה השונות. מהלכים אלו לא נלקחו בחשבון באופן פרטני בשיקולי הדירוג נוכח אי וודאות הכרוכה בהם.

גורמים אלו להערכתנו מעלים את מרכיב ה- EVENT RISK (סיכון "אירוע חריג") במאפיינים העסקיים והפיננסיים של החברה. סיכון "אירוע חריג" הינו האפשרות לשינוי חד ופתאומי במאפייני סיכון האשראי נוכח אירוע מהותי ובלתי צפוי. בהקשר של חברות מסוגה של כור (על אף שלא בהכרח לגביה), על פי רוב נכללים בקטגוריה זו: מיזוגים או רכישות בהיקף משמעותי, שינוי מבנה אחזקות, גידול חד במינוף או חלוקת דיבידנד משמעותית. המשותף לאירועים מסוג זה הינו אלמנט ההפתעה וחוסר היכולת לחזות אותם.

רמת המינוף: רמת המינוף של החברה, שהייתה גבוהה יחסית כבר בתחילת השנה, ובאה לידי ביטוי ביחס חוב נטו לשווי נכסים (LTV) של 55% בינואר 2011, עלתה מאז בעקבות צניחת שווי ההשקעה במניות קרדיט סוויס. יחס המינוף הנאמד על ידינו בסמוך למועד דוח זה הינו כ-64%, וזאת כאמור לאחר מהלך מהותי של מימוש מניות קרדיט סוויס ופירעון חובות בנקאיים בישראל, במידה שהקטינה את רמת המינוף. יש להדגיש כי יחס זה מחושב טרם מימוש אופציה בגין 40% ממניות מכתשים אגן, ומטעמי שמרנות אינו כולל את שוויה הכלכלי של האופציה, המוערכת בכ-600 מיליון ₪. בהנחה התיאורטית של מימוש האופציה, העומדת לזכות החברה החל מתום שנה מיום העמדת ההלוואה, היחס יורד באופן חד לשיעור של כ-20%. באותה נקודת זמן החברה דיווחה כי בעקבות השלמת עסקת כמצי"נה היא פרעה את החוב לקבוצת אידיבי בסך של 700 מיליון ₪. אנו מעריכים כי החברה תייעד חלק מיתרות המזומנים שבידיה לצמצום החוב הבנקאי.

הורדת דירוג החברה האם: במהלך חודש אוקטובר 2011 הורד דירוגה של דסק"ש, מ-Aa3 ל-A1 באופן דירוג שלילי. הורדת הדירוג נבעה מהשחיקה במיצוב הפיננסי של אחזקות הליבה של דסק"ש וכן נוכח עלייה ברמת המינוף, בעיקר על רקע שחיקת שווי האחזקות.

#### **הגורמים התומכים בדירוג הנוכחי וממתנים את הסיכונים שצוינו לעיל כוללים:**

נזילות גבוהה במיוחד ושיפור הגמישות הפיננסית: יתרות הנזילות בקופת החברה ליום 15.11.2011 הסתכמו בכ-4.64 מיליארד ₪ (כולל מזומנים משועבדים לטובת חשבון המימון של קרדיט סוויס בסך כ-1.34 מיליארד ש"ח). זוהי נזילות בולטת לטובה, אם כי מידרוג בוחנת את היתרות הגבוהות בחברה בשמרנות, בהנחה כי אלו יתרות יוצאות דופן בהיקפן וייתכן שלא יימשכו בטווח אופק הדירוג. בהקשר זה נציין כי עודפי ההון השליליים בכור מונעים חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן המיידני. במקביל שיפרה החברה את גמישותה הפיננסית ביחס למלווים בישראל ולמממנים של חשבון קרדיט סוויס.

שיפור בתוצאותיה הכספיות של מכתשים אגן במהלך שנת 2011: מכתשים אגן הציגה במהלך החודשים 1-9/2011 גידול משמעותי בהכנסות, ברווחיות הגולמית וברווחיות התפעולית ביחס לתקופות המקבילות אשתקד, על רקע מגמות חיוביות בשווקי הפעילות, גידול בכמויות המכירה, שיפור סל המוצרים והבשלת מהלכי התייעלות שנגקטו בשנת 2010. אנו מעריכים עוד כי המיזוג עם כמצי"נה צפוי להשביח את ההשקעה במכתשים אגן תוך שהוא מייצר סינרגיות תפעוליות ושיווקיות ופתיחת השוק הסיני בפני אחת מיצרניות האגרו כימיה הגדולות בעולם.

**כור תעשיות (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ \***

כור תעשיות (מאוחד), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ *				
31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/09/2011	
7,461	10,180	9,833	8,154	סך נכסים במאזן
2,704	2,946	2,791	3,279	השקעות בחברות מוחזקות
4,138	5,301	5,653	2,618	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
		458	1,347	פקדונות משועבדים
313	1,676	674	596	מזומנים, פקדונות השקעות לז"ק
3,656	5,353	2,951	1,077	הון עצמי
3,589	4,446	6,493	6,603	חוב פיננסי
3,275	2,769	5,361	4,660	חוב פיננסי נטו
FY 08	FY 09	FY 10	1-9/2011	
237	2,166	(536)	(3,431)	רווח נקי לתקופה
(33)	2,489	(2,136)	(3,433)	רווח (הפסד) כולל לתקופה
500	343	492	806	הוצאות מימון נטו
250	113	292	213	תקבולי דיבידנדים
0	(792)	(270)	0	דיבידנדים לבעלי המניות

הנתונים ליום 30.9.2011 אינם משקפים תקבול בסך כ-4 מיליארד ש"ח ורווח בסך כ-600 מיליון ש"ח מהשלמת עסקת כמציינה וכן אינם כוללים את פירעון הלוואות הבעלים בסך של כ-700 מיליון ₪ ופירעון הלוואות מבנקים בסך של כ-500 מיליון ש"ח לאחר תאריך המאזן.

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

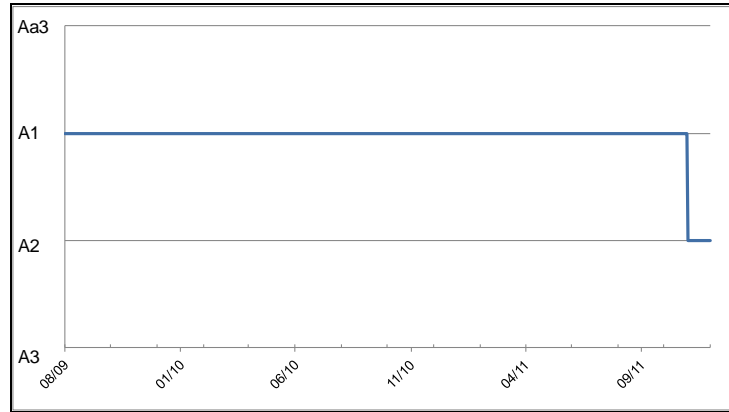
- הרחבת תיק ההחזקות תוך הגדלה ניכרת בפיזורו בדגש על השקעות בפרופיל סיכון נמוך
- שיפור מקורות ההכנסה הפרמננטיים ויחס הכיסוי התזרימי
- הקטנה ארוכת טווח של מינוף התיק האחזקות

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- עלייה לאורך זמן ברמת מינוף התיק מעל ליחס חוב לשווי נכסים עדכני של 65%
- הרחבה של השקעות בעלות מאפייני סיכון גבוהים

**אודות החברה**

כור תעשיות הינה חברת אחזקות ציבורית העוסקת בהשקעה בחברות הפועלות במגוון תחומים, תוך מיקוד בחברות הפונות לשוק הבינלאומי ו/או חברות בינלאומיות. בהשקעותיה מתמקדת כור בעיקר בהשקעות בעלות גודל משמעותי. החברה בוחנת השקעות בהן תהיה לה עמדת השפעה והשקעות ללא עמדת השפעה, לרבות השקעות פיננסיות. בעלת השליטה בכור הינה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש") המחזיקה בכ-64.6% מהון המניות של החברה. שיעור נוסף של 13.35% מהון המניות של החברה מוחזק בידי אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח"), החברה האם של דסק"ש. אידיבי פתוח נשלטת בידי אידיבי אחזקות בע"מ בשליטת קבוצת משקיעים בראשות מר נוחי דנקנר.



**דוחות קשורים:**

- [כור תעשיות - רשימת מעקב, אוגוסט 2011](#)
- חברת השקעות דיסקונט בע"מ - דוח מעקב שנתי, אוקטובר 2011
- [כור תעשיות - מעקב שנתי, ינואר 2011](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, פברואר 2008](#)

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

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוטה 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 שיפוטה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://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](http://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 במישרין רק לסיכוני 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 מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.