



אליאנס חברה לצמיגים בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2010

1

מחבר:

מתן אייל, רו"ח, אנליסט
matane@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

אליאנס חברה לצמיגים בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

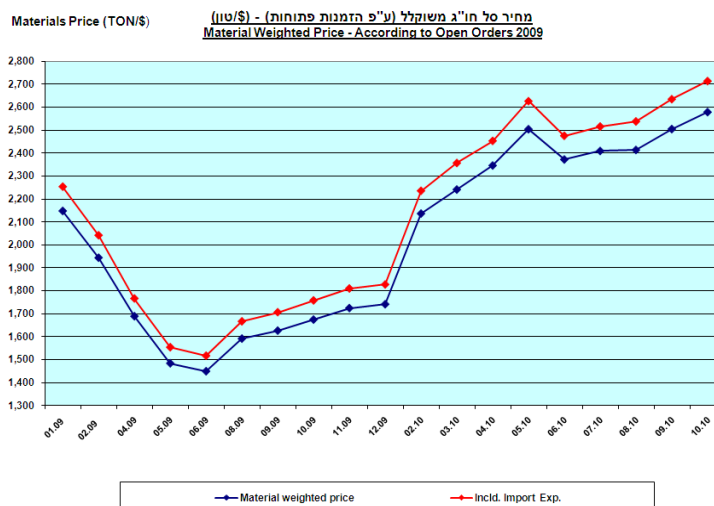
מידרוג מציבה אופק דירוג שלילי לדירוג A3 של אגרות החוב (סדרה א' ו-ב') שהנפיקה אליאנס חברה לצמיגים בע"מ ("אליאנס או "החברה").

סדרות האג"ח הכלולות בדוח זה:

שנת פירעון קרן	יתרה בספרים ליום 30.09.2010	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב ליום 30.09.2010	מועד	סדרה	מס' ני"ע
2008-2012	14,505 אלפי דולר	מדד	6.00%	46,713 אלפי ₪	אוגוסט 2005	א'	4570024
2013-2016	36,239 אלפי דולר	לא צמוד	6.55%	135,000 אלפי ₪	אוגוסט 2010	ב'	4570065

שיקולים עיקריים להצבת אופק הדירוג השלילי

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מהרעה בתוצאות הכספיות של החברה בשני הרבעונים האחרונים ובפרט ברבעון השלישי של שנת 2010 אשר הסתיים ב-EBITDA זניחה. הרעה זו הובילה לאי-עמידה באחת מאמות המידה הפיננסיות שהציבו מוסדות בנקאיים וזאת על בסיס התוצאות לרבעון 3 2010. הסיבה העיקרית לתוצאות חלשות אלו הינה עליית מחירי חומר הגלם העיקרי, הגומי הטבעי, בעשרות אחוזים, מעבר לכל התחזיות ובפרק זמן קצר יחסית, בעיקר בעקבות שיטפונות כבדים באזורי הגידול במזרח אסיה. החברה טרם יישמה עדכון מספק של מחירי המכירה באופן אשר יפצה על שחיקת הרווחיות. נוסף כי, הרעה מסוג זה מאפיינת חברות גלובליות אחרות בענף הגומי בכלל ובענף הצמיגים בפרט, לאור החשיפה הגבוהה למחיר חומרי הגלם.



מקור: נתוני החברה

נוסיף כי ההרעה ברווחיות הוחרפה גם כתוצאה משינויים בשערי החליפין אירו ושקל מול הדולר (החברה מדווחת דולרית וחלק מהתשומות הינן שקליות). התאמת מחירי המכירה לעלות חומר הגלם נעשית בפיגור של מספר חודשים, והחברה מצויה כיום בתהליך של עדכון מחירים שצפוי לקבל ביטוי בתחילת שנת 2011.

לאור ההרעה בתוצאות הכספיות, הודיעה החברה, במסגרת דוחותיה הכספיים ליום 30.09.2010, כי לא עמדה באחת מאמות המידה פיננסיות מתאגידים בנקאיים, שהינה היחס שבין החוב הפיננסי ל-EBITDA¹. על רקע החריגה, דיווחה החברה כי קיבלה מכתב וויתור במסגרתו הודיעו הבנקים כי לא ינקטו צעדים כלשהם נגד החברה. במקביל, החברה פועלת להגמיש את אמות המידה הפיננסיות מול הבנק.

להערכת מידרוג נזילות החברה נפגעה כתוצאה מאי העמידה בהתניה פיננסית של הבנקים שכן נזילות החברה מסתמכת על מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות ביתרה של כ-35 מיליון דולר.

הורדת הדירוג תחול במידה בה החברה לא תציג שיפור מהותי ברווחיות וביחסי הכיסוי. בנוסף, הורדת הדירוג תיתכן גם במידה בה החברה לא תשפר את עמידתה בדרישות המערכת הבנקאית.

החוזקות הבולטות של החברה כוללות: מוניטין וקשרים עסקיים מבוססים עם מגוון לקוחות בעשרות מדינות; בסיס לקוחות הפזור על פני שרשרת הערך; התמחות בפיתוח צמיגי נישה, שייצורם כרוך במומחיות וניסיון שנצברו בחברה בשנות ותק רבות בתחומה; סינרגיה עם בעלי המניות החדשים, בעלי ניסיון בתחום הצמיגים בהודו, אשר הובילו תהליכי התייעלות, מיקוד אסטרטגי ופיתוח עסקי ולהרחבה נוספת של בסיס הלקוחות תוך גיוון המוצרים; הגמישות הפיננסית נסמכת על יכולות התמיכה התזרימיות של בעלי המניות, כפי שהתבטאו לאחרונה ברכישת חברת GPX וגם בהזרמת הון נוספת, במהלך הרבעון הרביעי של 2009, אם כי תמיכה זו אינה מגובה בהתחייבות של בעלי המניות להזרים הון נוסף לחברה בעתיד.

הסיכונים העיקריים כוללים חשיפה למגמות ההשקעה בענפי החקלאות והתשתיות; חשיפה של שיעורי הרווח לתנודות במחירי חומרי הגלם, כתלות במחירי הנפט והגומי הטבעי; תחרות עם יצרנים נוספים והיעדר צבר הזמנות משמעותי; רמת נזילות נמוכה התלויה בעמידה בהתניות פיננסיות. יחד עם זאת, קיימת יתרת ניצול עדכנית של מסגרות אשראי המובטחות לחברה, בהיקף של כ-35 מיליון דולר; צורכי הון חוזר גבוהים יחסית, המחלישים את תזרימי המזומנים בתקופות של צמיחה בהכנסות; רמת המינוף, המתבטאת בשיעור גבוה יחסית של החוב לקאפ ושיעור נמוך יחסית של הון למאזן; יחד עם זאת, מדיניותה הפיננסית של החברה כוללת הורדה הדרגתית של רמת המינוף נוכח תשלומי מס מופחתים, היעדר צורך בהשקעות הון מהותיות, והימנעות מחלוקת דיבידנדים; סיכונים נוספים כוללים: ריכוזיות מסוימת של הרווחיות בקרב לקוחות עיקריים באירופה. יש לציין שכ-98% מיתרת חובות הלקוחות מבוטחת בביטוח אשראי; חשיפת היקפי הרווח לתנודות בשערי חליפין. עם זאת, קיים גידור חלקי.

¹ על פי דיווחי החברה, היחס שבין ההתחייבויות ל-EBITDA (כפי שמחושב לצורך התאגידים הבנקאיים) עמד על 5.4 בעוד שהיחס המקסימאלי המותר הינו 5.

נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר²

FY2007	FY2008	FY2009 ⁴	YTD2009	YTD2010 ³	Q12010	Q22010	Q32010	
196.8	226.3	169.0	126.5	222.1	70.0	75.4	76.7	הכנסות
46.5	49.2	39.1	27.8	40.9	15.4	13.7	11.8	רווח גולמי
17.4	16.6	11.2	7.8	2.6	3.6	-	(1)	רווח תפעולי ¹
23.6%	21.7%	23.1%	22.0%	18.4%	22.0%	18.1%	15.4%	רווח גולמי/ הכנסות
8.8%	7.3%	6.6%	6.1%	1.2%	5.0	0.1	(1.3%)	רווח תפעולי/ הכנסות
25.9	24.4	19.1	13.7	9.2	5.9	2.4	0.9	EBITDA
13.8	8.5	0.3	(0.1)	1.1	4.9	1.8	(5.6)	רווח נקי
2.9	7.8	3.0	6.0	3.8				תיק נזיל
113.7	120.8	119.2	94.6	125.9				חוב פיננסי
192.8	200.3	225.7	166.2	242.7				סך מאזן
16.6%	20.2%	28.2%	24.3%	27.0%				הון עצמי/ מאזן
-	-	-	-	-				דיבידנד ששולם
78.0%	74.9%	65.2%	70.0%	65.7%				חוב/CAP
4.4	5.0	6.2	7.4	8.7				Debt/EBITDA LTM
5.5	8.2	10.3	9.6	11.2				Debt/FFO LTM

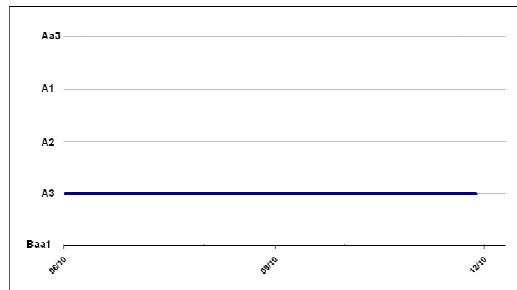
❖ לתשעת החודשים הראשונים של 2010 חברת GPX הציגה מחזור הכנסות של 85.5 מיליון דולר ורווח גולמי של 15.4 מיליון דולר. תרומת הפעילות בארה"ב לרווחיות התפעולית בתקופה הנ"ל הייתה זניחה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות תוך שיפור ברווחיות, בתזרימי המזומנים וביחסי כיסוי
- גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:
 - פגיעה בנזילות או בגמישות הפיננסית
 - עליית יחס כיסוי החוב הפיננסי באמצעות ה-EBITDA מעל ל-5 שנים
 - חלוקת דיבידנד

² LTM - מתייחס לתקופה של שנים עשר החודשים האחרונים. YTD - מתייחס בדוח זה לתשעת החודשים הראשונים של השנה.
³ נתוני הרבעונים וכלל התקופה לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 כוללים איחוד מלא של תוצאות פעילות GPX. מספרי השוואה אינם כוללים תוצאות GPX.
⁴ נתוני המאזן ליום 31.12.09 כוללים איחוד יתרות מאזניות של GPX. נתוני הרווח והתזרימים טרם אוחדו.
⁵ ללא עלויות רה-ארגון.



פרופיל החברה

אליאנס חברה לצמיגים בע"מ עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בבעלותה המלאה ("אליאנס" או "החברה") בייצור, יבוא, יצוא ושיווק של צמיגים, בעיקר לענפי החקלאות, התעשייה ועבודות עפר ללקוחות באירופה (56.0% מההכנסות בשנת 2009 ו-36.3% בתשעת החודשים הראשונים של 2010), שם משווקת החברה את המוצרים באמצעות מפיצים גדולים המחזיקים במחסנים, מערכת הפצה וקשרים עם לקוחות בקצה שרשרת הערך. יתר ההכנסות מתקבלות בעיקר מלקוחות בצפון אמריקה (17.4% ב-2009 ו-47.1% בתשעת החודשים הראשונים של 2010) ומישראל (19.1% ב-2009 ו-10.9% בתשעת החודשים הראשונים של 2010) באמצעות יבוא ושיווק ישיר של צמיגים לרכבי נוסעים ומשא.

בשנתיים האחרונות חלו תמורות ניכרות בהתנהלות העסקית של החברה, לאחר החלפת השליטה ולנוכח ההאטה העולמית. שינויים אלה כוללים התייעלות מקיפה, העברת חלק מפעילויות הניהול למטה הקבוצה בהודו והרחבת יכולות ההפצה באמצעות רכישת חלק מפעילות של חברה אמריקאית בשם GPX International Tire Corporation (להלן: "GPX"), המשווקת לכ-1,300 נקודות מכירה בארה"ב. בעקבות רכישת פעילות GPX, חל שינוי בתמהיל המכירות של החברה וגדל משקלה של צפון אמריקה מסך המכירות לכ- 47% בשלושת הרבעונים הראשונים של 2010 ואילו אירופה ירדה לכ- 36%.

הצמיגים מיוצרים מחומרי גלם מיובאים שחלקם בעלי מחיר תנודתי כתלות במחיר הנפט. יכולות הייצור של אליאנס כוללות מתקנים ותיקים בישראל והן התרחבו בדצמבר 2009 עם רכישת חלק מפעילות GPX, המפיצה בארה"ב צמיגים המיוצרים באמצעות קבלני ייצור בסין. רכישת פעילות GPX נועדה גם לגוון את סל מוצרי החברה. מתקני הייצור בישראל ממוקמים במפעל בחדרה המעסיק כיום כ- 700 עובדים, מרביתם עובדי ייצור. כושר הייצור הנוכחי של החברה הינו כ-40 אלף טון בשנה, לעומת כ-50 אלף טון בשנה הקודמת, נוכח סגירת קווי ייצור ששולי הרווח ממכירת מוצריהם נמוכים תוך העברת חלק מהם לחברה בהודו - ATC Tire PVT, Ltd. (להלן: "ATC"), שמלוא הון המניות שלה מוחזק ע"י WP Holding II BV, אשר מחזיקה גם במלוא הון המניות באליאנס באמצעות חברת וורבורג מיזוגים (2007) בע"מ. היקפי הייצור בשנת 2009 היו כ- 30.3 אלף טון לעומת כ-42 אלף טון בממוצע בשנים 2005-2008.

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 בציוד, 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)

* 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

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

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 שאלה 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
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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 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 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.