



אליאנס חברה לצמיגים בע"מ

דוח דירוג ראשוני | יוני 2010

1

מחבר:

אבי בן נון, אנליסט
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

אליאנס חברה לצמיגים (1992) בע"מ

A3	דירוג סדרה חדשה
-----------	------------------------

הדירוג ניתן לאג"ח שבכוננת אליאנס חברה לצמיגים בע"מ ("החברה") להנפיק בערך נקוב בשקלים שלא יעלה על 35 מיליון דולר (כ- 135 מיליון ₪, נכון למועד הדירוג). בסיס ההצמדה יהיה שקלי או צמוד מדד. הקרן תפרע בתשלומים שווים בכל אחת מהשנים 2013-2016. תמורת ההנפקה מיועדת למיחזור חוב בנקאי לזמן קצר. החברה תבצע גידור מלא של החשיפה החשבונאית הנובעת מתנודות בשערי חליפין ₪/דולר. להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

שנת פרעון הקרן	יתרה בספרים במיליוני ₪ 31/03/10	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. במיליוני ש"ח 31/03/10	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2012	77.7	מדד	6.0%	70.1	8/2005	4570024	א'

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17/06/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, יחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

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 (56.3% מההכנסות בשנת 2009 ו-40.1% ברבעון הראשון 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 (17.1% ב-2009 ו-43% ברבעון הראשון של 2010) ומישראל (19.1% ב-2009 ו-11.6% ברבעון הראשון של 2010) באמצעות יבוא ושיווק ישיר של צמיגים לרכבי נוסעים ומשא. מקורות הרווח התפעולי בשנים 2007-2009 נובעים מהמכירות באירופה ובישראל.

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-42.5% ברבעון הראשון של 2010 ואילו אירופה ירדה ל-40.1%.

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.

אליאנס, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר

FY 05	**FY 06	FY 07	FY 08	*FY 09	Q1 09	***Q1 10	
151.5	163.1	196.8	226.3	169.0	47.0	70.0	הכנסות
17.8	12.9	25.9	24.4	19.1	0.6	5.9	EBITDA (*)
16.2	-6.7	13.8	8.5	0.3	-3.2	4.9	רווח נקי (הפסד) לתקופה
11.5	8.5	20.6	14.7	11.6	-0.5	7.8	מקורות מפעולות (FFO)
92.2	113.8	113.7	120.8	119.2	104.5	116.8	סך חוב פיננסי
88.6	111.3	110.8	113.0	116.2	93.6	110.5	חוב נטו
18.9	12.0	32.1	40.5	63.6	37.3	69.4	הון עצמי
83.0%	90.5%	78.0%	74.9%	65.2%	73.7%	62.7%	חוב לקאפ
13.1%	7.3%	16.6%	20.2%	28.2%	21.6%	29.7%	הון עצמי לסך נכסים
5.2	8.8	4.4	5.0	6.2	7.4	4.8	חוב / LTM EBITDA
8.0	12.8	5.5	8.2	10.3	21.5	5.1	חוב / LTM FFO

* נתוני המאזן ליום 31.12.09 כוללים איחוד יתרות מאזניות של GPX. נתוני הרווח והתזרים טרם אוחדו. נתוני הרבעון הראשון 2009 ושנת 2009 מוצגים בנטרול השפעת הוצאות ארגון מחדש.

** נתוני שנת 2006 מוצגים בנטרול השפעת עסקאות מט"ח שאינן במהלך עסקים שוטף.

*** נתוני רבעון ראשון 2010 כוללים איחוד מלא של תוצאות פעילות GPX מספרי השוואה אינם כוללים תוצאות GPX.

סקירה ענפית

הפעילות העסקית בענף הצמיגים בעולם מרוכזת בעיקר בקרב שלוש יצרניות עיקריות Michelin, Bridgestone ו- Goodyear ("ענקי הענף"). היקף המכירות השנתי המצרפי של הענף נאמד בכ-100 מיליארד דולר, מזה כ- 50 מיליארד דולר בתחום צמיגי הנוסעים ועוד כ-30 מיליארד דולר בתחום צמיגי המשא. ענקי התחום פרוסים באופן ממצה על שרשרת הערך בענף, כך שפעילותן העסקית כוללת ייצור מגוון רחב של מוצרים במפעלים הפזורים ברחבי העולם וכן אחיזה ברשתות הפצה ומחסנים.

אליאנס פועלת בנישה שהיקפה הכספי השנתי נאמד בכ- 5 מיליארד דולר ומוצריה כוללים צמיגים בעלי ערך מוסף, המיועדים לעבודות חקלאות ולנסיעה בדרכי עפר - OFF HIGHWAY TIRE ("OHT"). לדברי החברה, קיימת מגמה מתמשכת של העברת פעילות בנישה זו מענקי התחום אל יצרנים קטנים יותר נוכח ההיקף הכספי הנמוך יחסית להשקעת המשאבים הנדרשת בניהול. יצרנים אלה כוללים מלבד אליאנס גם חברות כגון Titan Inc, הפועלת בצפון אמריקה ו- Trelleborg, הפועלת באירופה. שתי החברות הנ"ל מאופיינות ברווחיות נמוכה יותר מאליאנס. צמיגים המיועדים לרכבי נוסעים מיוצרים בייצור המוני, תוך ניצול יתרון לגודל. צמיגי OHT מהווים חלק מגורמי ייצור ועל כן קיימת חשיבות לאיכותם. לצמיגי חקלאות יש השפעה ישירה על היבולים כתוצאה מהשפעת טביעת הצמיג על הקרקע.

מכירת הצמיגים נעשית הן בשוק הראשוני- מכירה ליצרנים והרכבתם בציוד חדש, והן בשוק המשני לצורך החלפת צמיגים שהתבלו. מכירה בשוק הראשוני ממצבת את המותג כאיכותי ובעל מוניטין ועל כן משפרת את סיכויי המכירה בשוק המשני.

ניהול, אסטרטגיה ובעלות

קשרים עסקיים של בעלי השליטה החדשים פועלים להרחבת פוטנציאל ההתייעלות והצמיחה

החברה מצויה בבעלות פרטית והפכה מחברה ציבורית לחברה מדווחת לאחר רכישת מלוא מניותיה ומחיקתן מהמסחר בחודש יולי 2007 ע"י WP Holding II BV ("חברת האם"), אשר 76.96% מהון המניות שלה מוחזקות, בשרשור סופי, ע"י Warburg Pincus LLC ("קרן פינקוס"). יתרת המניות מוחזקות ע"י חברה פרטית בבעלותם של יוגש ואשוק מאהאנסריה, הפועלים מזה כ-20 שנה בתחום תעשיית הצמיגים בהודו. קרן פינקוס הינה קרן השקעות בינלאומית בעלת כ-40 שנות ניסיון במגוון תחומי תעשייה בהם השקיעה כ-35 מיליארד דולר ב-600 חברות במגוון מדינות. ההשקעה המצטברת של החברה האם בהון המניות של אליאנס עומדת על סך של כ-72.5 מיליון דולר מזה כ-50 מיליון דולר בשנת 2007 וכ-22.75 מיליון דולר בשנת 2009.

מדיניות לאי חלוקת דיבידנדים

לדברי החברה, לקרן פינקוס אסטרטגיית השקעה ארוכת טווח בכל שלבי מחזור החיים של החברות המוחזקות על ידה. הקרן, אשר מחזיקה בקבוצת אליאנס, מתעתדת לבנות את ערכה ונדרשת להציף ערך רק בעוד 10 שנים ואילך. לפי הסכמי החברה עם המערכת הבנקאית לא תתאפשר חלוקת דיבידנד עד לפירעון החובות הבנקאיים.

שדירת הניהול ובעלי המניות בעלי ניסיון בתחום

בעלי המניות יוגש מאהאנסריה ואשוק מאהאנסריה מילאו מגוון תפקידי ניהול בכירים בחברת צמיגים בהודו (BKT), הפעילה גם בתחום צמיגי ה-OHT ותורמים מהידע והמומחיות שצברו לצורך תהליכי ההתייעלות המקיפים. מנכ"ל אליאנס, מר יוסי אנגליסטר, מכהן בתפקידו מאז שנת 2003 לאחר שמילא תפקידי ניהול בכירים בחברות תעשייה בישראל, שם הוביל תהליכי הבראה. יו"ר הדירקטוריון מאז שנת 2002 הינו מר ישראל (איזיה) צ'צ'יק, בעל ניסיון עשיר בחברות במגוון ענפים. ההנהלה הבכירה בחברה הובילה להבראת החברה לאחר שבשנים 2002 ו-2003 נרשמו הפסדים מהותיים.

אסטרטגיה להקמת קבוצה בינלאומית בה החברה מהווה ציר מרכזי

החברה הינה חלק מקבוצה, הכוללת שלוש זרועות עיקריות: ATC- חברה בהודו הנשלטת על-ידי בעלי השליטה באליאנס, שבבעלותה מפעל חדיש שנבנה לאחרונה בהשקעה כוללת בסך של כ-100 מיליון דולר ועוסק בייצור צמיגים קונבנציונליים לחקלאות ותעשייה, המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים ומכאן חשיבות מיקומו באזור בו עלות העבודה נמוכה יחסית. לצד זאת, מתמחה אליאנס בייצור מוצרים מתוחכמים, המאופיינים בשולי רווח גבוהים יותר, שייצורם כרוך במומחיות, מחקר ופיתוח. צלע שלישית הינה GPX שחלק מפעילותה נרכש לאחרונה, אשר פועלת בתחום הצמיגים מזה עשרות שנים והינה אחת המפיצים העצמאיים הגדולים בארה"ב ומשווקת גם ליצרני ציוד מכני מהגדולים בעולם (John deere ו-Caterpillar). GPX מחזיקה במותגים מובילים (GALAXY, PRIMEX) בתחום הצמיגים לעבודות

עפר ותעשייה, אשר מהווים מוצרים משלימים למוצרי החברה. שילוב בין יכולות אלה יאפשר הגדלת הנוכחות על שטחי מדף אצל הלקוחות, תוך שיפור ניכר בהכנסות.

סינרגיה עם ATC

בשנת 2009 הועמק שיתוף הפעולה בין אליאנס ל-ATC - חברה אחת הממוקמת בהודו ומנוהלת באופן ישיר ע"י יוגש מאהאנסריה ואשוק מאהאנסריה שהינם מבעלי השליטה בחברה. שיתוף הפעולה מתבטא ברכש חומרי גלם, ריכוז הזמנות מלקוחות וניהול הגביה. ההתנהלות המשותפת תורמת לניצול יתרונות לגודל, הנובעים מקיום שני מפעלים בבעלותה המלאה של חברת אם אחת. תמורת שירותים אלה משלמת החברה ל-ATC דמי ניהול בסך שנתי שלא יעלה על 840 אלפי דולר ומחושבים לפי עלותם בתוספת 35% לפי הסכם הניתן לביטול בהודעה מוקדמת של 14 יום. במקביל זכאית ATC לעשות שימוש בסימני המסחר של החברה תמורת תשלום תמלוגים בשיעור של כ-1.17% מסך התקבולים שיתקבלו בידי ATC ממכירת צמיגים הנושאים את סימני המסחר של אליאנס.

תהליכי התייעלות מקיפה תומכים בגידול בשולי הרווח

תהליכי התייעלות בהם נקטה החברה, החל מהרבעון הרביעי של 2008, תורמים לשיפור ברווחיות. התייעלות כללה הסטת קו ייצור ל-ATC תוך קיטון מצבת העובדים, חיסכון נוסף בתקורות ייצור בסך שנתי של כ-1.8 מיליון דולר, העלאת ניצולת מתקני הייצור בסיוע ידע של בעלי המניות, הטמעת מערכת ממוחשבת לאופטימיזציה של הייצור, תוך הגברת השליטה והבקרה, שיפור ניהול המלאי והפחתת עלויות חומרי הגלם תוך שינוי בתמהיל.

תהליכי הפיתוח העסקי ממוקדים בהגדלת היקפי המכירות

נתח השוק הנמוך של החברה בתחום ה-OHT (כ-5%) תומך ביכולות הצמיחה במגוון כיוונים:

- גידול בבסיס הלקוחות באמצעות התפרסות על פני אזורים גיאוגרפיים חדשים והעמקת האחיזה באזורים בהם פועלת החברה מזה זמן, בכלל זה מזרח אירופה, דרום אמריקה, צפון אמריקה ודרום אפריקה.
- חדירה לנישות ייחודיות נוספות כדוגמת צמיגים ליערנות וצמיגים למכרות.
- הרחבת היקפי המכירות ליצרני ציוד עתידה לתרום לרכישות חוזרות ולמיצוב האיכותי של החברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

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; תחרות עם יצרנים נוספים והיעדר צבר הזמנות משמעותי; רמת נזילות נמוכה התלויה בעמידה בהתניות פיננסיות. יחד עם זאת, קיימת יתרת ניצול עדכנית של תקרת מסגרות אשראי

המובטחות לחברה עד לתום שנת 2012; 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;

חוזקות

רכישת GPX תורמת לעליה בהיקפי המכירות ולגיוון מקורות ההכנסה

בשנת 2009 דיווחה אליאנס על הכנסות של 169 מיליון דולר וחברת GPX על הכנסות, מהמותגים שנרכשו, של 88 מיליון דולר וברבעון הראשון של 2010 46.1 ו- 23.9 מיליון דולר בהתאמה. לאחר רכישת GPX צפוי מחזור ההכנסות השנתי לעמוד על כ- 250 מיליון דולר. בתוך כך, צפוי קיטון בריכוזיות ההכנסות סביב מוצרי ענף החקלאות לכ- 50% מההכנסות (לעומת כ-75% בפועל) והגדלת הכנסות מצמיגים, המיועדים לתחום עבודות העפר, לכ- 38% מההכנסות (לעומת כ-22% בפועל). נדגיש, כי המוצרים שמשווקת GPX אינם תחליפיים למוצרי אליאנס.

הכנסות פעילות אליאנס בשנת 2009 (ללא GPX) מתפלגות באופן הבא: מפיצי צמיגים גדולים באירופה (כ-40% מההכנסות); יצרני ציוד (כ- 15% מההכנסות) וליצרניות צמיגים מובילות בעולם (כ-6.3% מההכנסות). צמיגי אליאנס נמכרים ע"י היצרניות העולמיות תחת המותג של האחרונות.

6

מוצרים ברמה טכנולוגית גבוהה תורמים לרווחיות גבוהה יחסית בענף הצמיגים. ותק והתמחות בתחום צמיגים לענף החקלאות

אליאנס מתמחה בייצור מגוון רחב של צמיגים לענף החקלאות שמכירתם מהווה כ-75% מהמכירות בשנת 2009. מכך, כ-6.3% ממכירות החברה הן ליצרני צמיגים מובילים בעולם, אשר דורשות רמת איכות גבוהה ביותר. צמיגי OHT מהווים רכיב הכרחי בתהליך העבודה החקלאי ומכאן נגזרת יכולת החברה לקבל פרמיה על מכירת צמיגי איכות. פרמיה מתאפשרת גם במכירת צמיגים להרכבה בציוד מכני חדיש לנוכח עלות נמוכה יחסית של הצמיג (כ-5%) ביחס לעלות הכלי הנרכש.

אליאנס השקיעה בפעילות מחקר ופיתוח כ- 2.7 מיליון דולר וכ- 3.9 מיליון דולר בשנים 2009 ו- 2008, בהתאמה, באמצעות מחלקה ייעודית המונה כ-40 עובדים. במסגרת זו פיתחה החברה בשנת 2009 עשרות צמיגים חדשים.

מיצוב עסקי טוב הנתמך בבעלות על מותגים איכותיים

מרבית מוצרי החברה בתחום החקלאות נמכרים תחת שם המותג אליאנס, חלקם בשוק הראשוני. תמורת שימוש בשם המותג משלמת ATC תמלוגים בשיעור של 1.17% מסך התקבולים שיתקבלו בידיה ממכירת צמיגים הנושאים את סימני המסחר של אליאנס. עם רכישת GPX התווספו שני מותגים חדשים לבעלות החברה (PRIMAX ו- GALAXY) המיועדים לענפי עבודות העפר והתעשייה. לחברה אחיזה ונתח שוק יציבים בישראל. להערכת מידרוג, אחיזה זו מאופיינת ביציבות ונתמכת בהיכרות השוק את המותג, בקשרים מבוססים עם צמיגיות (פנצ'ריות) ולקוחות בשוק המוסדי.

ביטוח מלוא יתרת הלקוחות הינו חיוני נוכח ריכוזיות הפעילות מול מספר לקוחות מהותיים

מרבית ה-EBITDA מתקבל ממספר לקוחות עיקריים. המדובר בחברות אשר מפיצות את מוצרי החברה במערב אירופה, הקשורות עם החברה בקשרים עסקיים מזה למעלה מ-25 שנים. היקפי הפעילות מולם ושיעורם מסך ההכנסות והרווח מאופיינים ביציבות מסוימת בשנים האחרונות, גם נוכח היעדר הסכם מסגרת המחייב הזמנות מינימאליות. להערכת מידרוג, לנוכח מודל הפעילות של החברה, אשר אינו כולל בעלות על זרוע הפצה בשוק הפעילות העיקרי, מדובר בנתון סביר. נציין שיתרת החוב של לקוחות אלה מבוטחת בביטוח אשראי כמו מרבית חובות הלקוחות (98%).

סיכונים עסקיים ופיננסיים

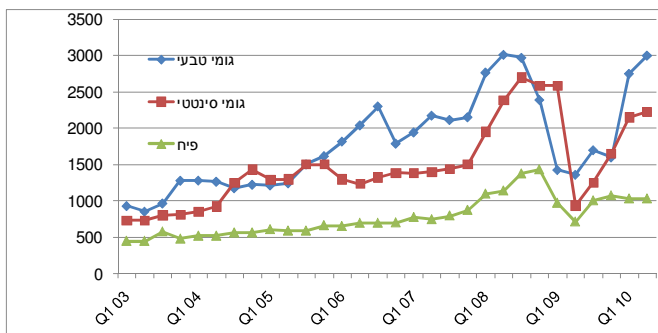
היקפי ההכנסות חשופים למגמות ההשקעה בענפי החקלאות והתשתיות

הביקושים למוצרי החברה נובעים מהשוק הראשוני - ביקוש לצמיגים מאת יצרנים ומהשוק המשני, בו מוחלפים צמיגים שהתבלו. מרבית מוצרי החברה כיום נמכרים בשוק המשני, אשר הביקושים בו יציבים יחסית ומונעים בעיקר מבלאי. תנודות בהיקפי הפעילות הכלכלית בתחומי החקלאות והתשתיות, לרבות מגמה להגברת השקעות בכלי עבודה חדשים, יוצרת ביקוש בשוק הראשוני. הפעילות הכלכלית בענף החקלאות תלויה במספר גורמים אקסוגניים: מחירי התוצרת החקלאית, כמות המשקעים, תנאי מזג אוויר חריגים ומדיניות ממשלתית בתחום החקלאות. בשנים 2002-2000 ספגה החברה הפסדים ניכרים נוכח ההאטה העולמית. החל משנת 2004 ואילך, חל גידול בביקושים למוצרי החברה לענף החקלאות, נוכח הגברת המיכון בחקלאות באזורים באמריקה ובמזרח אירופה וכן מגמות לייצור אנרגיה מגידולים חקלאיים, כגון תירס וקנה סוכר. בשנת 2009, חל קיטון בכמויות המכירה גם עקב ההאטה העולמית, אם כי יכולת ההתמודדות של החברה השתפרה מאוד, נוכח השינוי בתמהיל המוצרים ובצעדי התייעלות. החברה חשופה לחוסר הודאות שאופף את אירופה, בשל משבר האשראי הגלובלי, היות וחלק מהותי ממכירות החברה הן לאזור זה. החברה נקטה בפעולות שונות כדי להקטין חשיפה וזו ובניהן: הקטנת מסגרות האשראי ללקוחות במדינות שונות באירופה, גידור של שע"ח אירו דולר והעלאת מחירי המכירה כחלק מהמגמה הכללית בשוק.

רגישות גבוהה בין התוצאות הכספיות למחירי חומרי הגלם העיקריים המתואמים עם מחירי הנפט

עלות חומרי הגלם מהווה כ-70% מעלות המכר. חומרי הגלם העיקריים הם גומי ופיח, אשר מחירם נקבע בשווקים העולמיים תוך קורלציה גבוהה למחירי הנפט.

מחירי חומרי הגלם העיקריים בשנים 2003-2010, בדולר לטון



שינויים חדים במחירי חומרי הגלם גוזרים הרעה בתוצאות הכספיות בטווח הזמן הקצר, נוכח קושי בהתאמה מיידית של מחירי המכירה. החברה נוקטת במדיניות גידור של גומי טבעי ע"י התקשרות בעסקאות עתידיות (Futures) לרכישתו העתידית ברבעון השלישי של 2008 נקבעו מחירי שיא אשר ירדו עד לסוף הרבעון הראשון של 2009 ומאז הם עולים. החברה דיווחה על הפסד תפעולי ברבעון הרביעי של שנת

רמת מינוף גבוהה - המדיניות הפיננסית של החברה כוללת ירידה בשיעורי המינוף בשנים הקרובות

במהלך 2008-2009 נעו יחסי כיסוי החוב באמצעות ה-LTM EBITDA בין 4-8 שנים. התנודות נובעות מהשינוי בתוצאות הכספיות וגם בהיקפי החוב. יחס הכיסוי באמצעות התזרים התפעולי הרבעוני בקצב שנתי בתקופה שמאז החלפת השליטה בחברה ולמעט ברבעונים החריגים, הינו בממוצע סביב כ-4 שנים. שיעור החוב מתוך הקאפ גבוה יחסית לחברות תעשייה וכך גם לגבי שיעור ההון העצמי לסך הנכסים. יש לציין, כי רכישת GPX נעשתה תוך הזרמת הון ע"י בעלי המניות, כך שרמת המינוף התמתנה לאחר הרכישה. ליום 31/03/10 עומד יחס החוב לקאפ על כ-62.7% ושיעור ההון העצמי לסך נכסים על כ-29.7%. בשנים הקרובות צפוי גידול בהון העצמי וקיטון בחוב שאינו מממן נכסי הון חוזר, לנוכח מדיניות החברה. הימשכות מגמת העלייה במחירי חומרי הגלם בשנת 2010 עשויה להביא להאטת יחסי הכיסוי. מדיניות הפיננסית של החברה כוללת הורדה הדרגתית של רמת המינוף, נוכח תשלומי מס מופחתים, היעדר צורך בהשקעות הון מהותיות והימנעות מחלוקת דיבידנדים.

הנזילות נתמכת במסגרות אשראי מובטחות עד לתום 2012 בכפוף לעמידה באמות מידה פיננסיות

ככלל, החברה אינה מחזיקה ביתרות נזילות בהיקף מהותי ומנצלת את מרבית מסגרות האשראי המאושרות. ליום 31/03/10 החברה ניצלה כ-85% ממסגרות האשראי ויתרת המסגרת הבלתי מנוצלת עומדת על כ-17 מיליון דולר. מסגרות אלו מממנות צרכי הון חוזר בעיקר. על נכסי החברה קיימים שעבודים הכוללים: שעבוד קבוע ושוטף מדרגה ראשונה על כל הנכסים, שעבוד חובות הלקוחות ונכסים מסוימים אחרים לטובת בנקים מממנים.

מסגרות האשראי הבנקאיות מובטחות וחתומות ע"י הבנקים והינם בתוקף עד לתום שנת 2012 וזאת כל עוד תעמוד באמות מידה פיננסיות הכוללות: שיעור הון עצמי למאזן, שיעור הון עצמי מוחשי למאזן, סך EBITDA מינימאלי, שיעור רווח תפעולי מינימאלי וכן יחסי נזילות באמצעות ה-EBITDA. במקרה של הפרה עומדים לרשות החברה מספר חודשים לצורך תיקונה. החברה עמדה באמות המידה הפיננסיות ליום 31/12/09 (וזאת לאחר הזרמת הון של כ-3.4 מיליון דולר, ברבעון הרביעי של שנת 2009 ע"י בעלי המניות. שיעור הרווח התפעולי היה מתחת ל-6.0% ובהתאם להסכם המימון הוזרם הון על מנת שאמת מידה זו לא תופר) וליום 31/03/10. בעלי המניות הוכיחו יכולת תמיכה בחברה במהלך שנת 2009 והזרימו סך של כ-22.75 מיליון דולר, מכך כ-19.1 מיליון דולר לצורך רכישת GPX.

היעדר צבר הזמנות משמעותי

ככלל, התקשרות החברה עם לקוחות נעשית על בסיס כתב הזמנה, המתקבל מעת לעת, לפי צרכי המפיצים והיצרנים מבלי שקיים הסכם קבוע בין הצדדים או התחייבות להזמנת כמות מינימום. הפעילות בישראל כרוכה בתחרות עם עשרות יבואנים, כאשר לחלק מהמוצרים ערך מוסף נמוך יחסית. ייצור מוצרים אלה הועבר לחברה אחות בהודו במהלך שנת 2009. תמורת העברה זו זכאית אליאנס לקבלת תמלוגים מ-ATC עבור שימוש במוטג אליאנס (1.17% מהמכירות של מוצרים אלו).

גידור חלקי של חשיפה לתנודות בשערי חליפין

עיקר מכירות החברה מתקבלות באירו, מחירי חומרי הגלם מצוטטים בדולר ושכר העובדים משולם בש"ח. שינויים בשערי החליפין בפרט אירו/דולר וש"ח/דולר משפיע על היקפי ההכנסות ועל שיעורי הרווחיות. החברה נוקטת במדיניות

גידור חלקית בעלויות מינימאליות, הכוללות בעיקר שימוש באופציות באמצעות עסקאות צילינדר וכן FWD ועסקאות החלפה (SWAP), בעיקר לצורך גידור פירעונות האג"ח הנקוב בש"ח. להערכת מידרוג, קיימת חשיפה של התוצאות הכספיות לשינויים מהותיים בשערי החליפין בטווח הזמן הקצר.

החמרת התקנים בנושאי איכות הסביבה משפיעה על הוצאות החברה

אופי הפעילות של החברה עלול לגרום למפגעים סביבתיים כגון זיהום אויר, זיהום קרקע, פסולת מסוכנת וכדומה. בשנים האחרונות ניכרת החמרה בדרישות רשויות איכות הסביבה ופיקוח על התקנים הסביבתיים וכפועל יוצא גדלו העלויות הקבועות והמשתנות של החברה בתחום זה, בשל פעילות החברה, העלולה לגרום למפגעים סביבתיים.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת 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

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 שהתקבלו 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.

דו"ח מספר: CIA060610035M

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 פסיקה 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.

12

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 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 שבכונתו 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.