

פלסטו שק בע"מ

אופק הדירוג: יציב	A3	אג"ח (סדרה ב')
-------------------	----	----------------

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת

- בתשעת החודשים הראשונים של 2004 נמשכה מגמת העלייה בהכנסות החברה כתוצאה מעדכון כלפי מעלה של מחירי המכירה ומגידול בכושר הייצור. ניכרת מגמת שחיקה בשולי הרווח הגולמי, הנובעת מעליה חדה ומתמשכת במחיר חו"ג העיקרי בתהליך הייצור – פוליאטילן ואשר את חלקה ספגה החברה.
- בחודש פברואר 2004 גויס סך של כ- 48 מיליון ₪ באמצעות הנפקת אג"ח סדרה ב'. בעקבות גיוס החוב נרשמה עליה ברמת המינוף וירידה ביחסי הכיסוי. ייעוד התמורה שימש, כמתוכנן, להשקעות בציוד ובנוסף לפירעון הלוואות קיימות ולהגדלת מלאי חו"ג.
- תזרים המזומנים מפעילות שוטפת הסתכם בסך שלילי. שינויים עיקריים כללו עליה במלאי חו"ג, עליה בלקוחות וחייבים ומאידך, נרשמה עליה בספקים ונותני שירות. החברה פעלה לצבור מלאי חו"ג על רקע הערכות להמשך מגמת העלייה במחירו.

יהודית רוזנברג-צירט

אנליסטית בכירה

j.r.cirt@midroog.co.il

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

פלסטו שק: נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ₪)

2002	2003	1-9.2003	1-9.2004	
140,831	167,988	120,727	150,049	הכנסות
34,776	35,353	25,372	27,913	רווח גולמי
13,739	10,831	7,708	6,877	רווח תפעולי
11,532	8,005	4,577	4,663	רווח נקי
25%	21%	21%	19%	רווח גולמי-%
10%	6%	6%	5%	רווח תפעולי-%
16%	13%	13%	10%	EBITDA-%
31.12.02	31.12.03	30.9.03	30.9.04	
63,764	52,877	57,066	92,008	חוב פיננסי
58,313	48,028	52,248	82,862	חוב פיננסי נטו
71,681	91,540	81,006	95,618	הון עצמי
185,621	198,535	192,683	252,091	סך מאזן
152,672	160,972	154,796	202,765	CAP
39%	46%	42%	38%	הון עצמי למאזן
42%	33%	37%	45%	חוב פיננסי ל-CAP
2.78	2.51	2.03	4.56	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.80	5.90	6.06	-7.65	חוב פיננסי ל-(EBITDA-Capex)
123%	191%	155%	115%	הון עצמי לחוב פיננסי נטו*
2002	2003	1-9.2003	1-9.2004	
13,198	6,939	7,085	-10,825	תזרים מפעילות שוטפת (CFO)
22,224	17,197	11,515	13,999	מקורות מפעילות (FFO)
10,091	-8,595	-4,649	-37,974	תזרים מזומנים חופשי (FCF)
9%	4%	6%	-7%	CFO לסך הכנסות
7.33	10.23	5.44	4.89	FFO להוצאות מימון
0.16	-0.16	-0.11	-0.55	FCF לחוב פיננסי

* במסגרת תנאי האג"ח מחוייבת פלסטו שק לעמוד באמת מידה פיננסית מינימאלית של 60%.

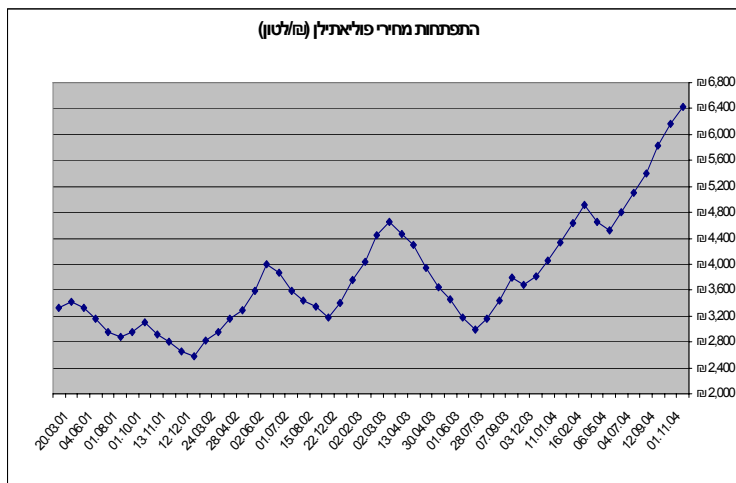
שיקולים עיקריים לדירוג

אי וודאות באשר למידת השפעתם של שינויים גלובליים בענף הכימיה כגון הרחבת כושר הייצור העולמי לפולי-אולפינים בהם גם לפוליאטילן והתפתחות תעשיית פלסטיק במזרח הרחוק, על פעילות החברה בטווח הבינוני והארוך; לתנודות חדות במחירי חומר הגלם העיקרי – פוליאטילן השפעה על שולי הרווח ולחברה אין יכולת להגן באופן מלא מפני שינויים אלו; תלות אופרטיבית בספק מרכזי, אם כי לא יחיד של חו"ג; מוצרי נישה ייחודיים מקנים לחברה יתרונות איכות אל מול מתחרותיה; הפניית כמחצית מהמכירות ללקוחות בינלאומיים תורמת לצמצום סיכוני השוק, יחד עם זאת, התבססות על ייצור מקומי בלבד, מגדילה חשיפה לאירועים בלתי צפויים לרבות שביתות בנמלים, אירועים ביטחוניים ואחרים; החברה פועלת להמשך ייעול תהליכי הייצור ולהעמקת האינטגרציה בין שני אתרי הייצור תוך חיזוק מערך הניהול והבקרה, תהליכים אלו טרם הושלמו; איתנות פיננסית ושולי רווח גבוהים מהממוצע בענף.

חוזקות/הזדמנויות

- השקעות בציוד תוך העמקת הערך המוסף של המוצרים והרחבת כושר הייצור, אשר כיום מנוצל במלואו, יאפשרו המשך עליה כמותית בהיקפי המכירות, צמצום השפעתן הישירה של מחזוריות ברמת הביקושים והשפעת התנודות במחירי הפוליאטילן על שולי הרווח.
- איתנות פיננסית גבוהה ורווחיות טובה, תורמים לשמירה על הפרופיל הפיננסי היציב, למרות שהחברה גייסה במהלך השנה החולפת, חוב בסך של כ- 48 מיליון ₪. חלק ניכר מתמורת ההנפקה מיועד להשקעות ברכוש קבוע אשר תאפשרנה שמירה על היתרונות של מוצרי החברה והרחבת הפעילות בתחומים בעלי שולי רווח גבוהים יחסית.
- כמחצית מהמכירות הינן לשוק המקומי והחברה פועלת להמשך הרחבת הייצוא תוך מתן דגש למוצרים בעלי ערך מוסף גבוה. מידרוג מעריכה כי הפניית כמחצית מהמכירות ללקוחות בינלאומיים, תורמת לצמצום סיכוני השוק.

חולשות



- מגמה רציפה של עליה חדה במחיר חו"ג על רקע התייקרות עולמית במחירי הנפט לנגזרותיו, יחד עם רמת תחרות גבוהה ממשיכות לשחוק את המרווח הגולמי של החברה. מידרוג מעריכה, כי כל עוד מחירי חו"ג נותרים ברמתם הגבוהה, תתקשה החברה לשפר את שולי הרווח.
- התבססות על מערך ייצור מקומי, מחלישה את מעמדה התחרותי של החברה ביחס ליצרניות בינלאומיות מקבילות, בכל הנוגע לקיצור זמני האספקה ללקוחות בחו"ל ואף חושפת אותה לסיכונים הנובעים מאירועים בלתי צפויים

בישראל, בהם שביתות בנמלים. להערכת מידרוג, סיכון עסקי נוסף, נובע ממיקומו של אחד מאתרי הייצור שלה, באזור המוגדר ברמת סיכון ביטחוני גבוהה יחסית.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- המשך פיתוח מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה.
- שיפור מערך הבקרה, הניהול והמידע בחברה, תוך העמקת האינטגרציה בין פלסטו שק לבין מור תעשיות.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הידרדרות מהותית נוספת בתנאי השוק בו פועלת החברה, אשר תביא לפגיעה ברווחיותה וביחסי הכיסוי.
- רכישת פעילויות או חברות אשר מידרוג מעריכה כי קיים חשש לגבי יכולת החברה לבצע אינטגרציה מלאה בפרק זמן סביר.
- ריכוזיות ניהולית על רקע תוכניות הצמיחה בחברה.

אודות המנפיק

פלסטו שק בע"מ ("פלסטו שק" או "החברה") עוסקת בייצור, בפיתוח ובשיווק מוצרי אריזה פלסטיים מוגמרים, על בסיס פוליאאתילן וחומרי אריזה פלסטיים, המיועדים לתעשיית הלמינציה והגומי. סל המוצרים של החברה, כולל בין היתר, יריעות חד ורב שכבתיות, שקים ושקיות ניילון, מעטפות מאובטחות, מעטפות בלדרות ועוד. כמחצית מהכנסות החברה, נובעות ממכירות בשוק המקומי והיתרה ממכירות בשווקים הבינלאומיים, בעיקר ארה"ב ואנגליה. בשנת 2003 השלימה החברה את רכישת מלוא הבעלות בחברת מור תעשיות בע"מ ("מור תעשיות"), אשר אפשרה את הרחבת כושר הייצור, לאחר שפוטנציאל ההתרחבות באתר החברה ביבנה מוצה במלואו.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדוד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) –דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.
	A	לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.
	Ca	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.
	C	אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

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.

דוח מספר : CIP02120400M
MO-YR1-Q304

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") 2004

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכנו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.

