



כור תעשיות בע"מ

2013 אוגוסט | Credit Review

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

איש קשר:

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

כור תעשיות בע"מ

Credit Review	A2	דירוג סדרה
---------------	----	------------

בהמשך לדיווחים המידיים של כור תעשיות בע"מ ("כור" ו/או "החברה") בקשר עם עסקת המיזוג עם החברה האם חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש), מכניסה מידרוג למעקב (Credit Review) את דירוג אגרות החוב שהנפיקה כור, עם השלכות חיוביות לדירוג. להערכת מידרוג, ככל שעסקת המיזוג תצא אל הפועל במתווה המפורט בהסכם המיזוג בין כור ודסק"ש, כפי שדווח ביום 11.8.2013, יש בה להקטין את סיכון האשראי של אג"ח כור, וזאת נוכח מתווה המיזוג, לפיו כור מתכננת לבצע פדיון מוקדם מלא של אגרות החוב ערב המיזוג ו/או מתחייבת להפקיד ולשעבד לטובת מחזיקי אגרות החוב סכומים במזומן, להבטחת הפירעון המלא של כל אחת מסדרות אגרות החוב של כור, על פי תנאיהן, על בסיס ערך הפארי במועד ההשלמה של עסקת המיזוג ובתוספת סכומים המכסים את תשלומי הריבית העתידיים, עד למועד הפירעון הסופי שלהן. התחייבות זה נועדה להיערך לקראת פנייה לבית משפט לביצוע חלוקה בכור שאינה עומדת במבחן הרווח. כמו כן, יתכן כי הבטחת הפירעונות למחזיקי אג"ח כור תבוצע במנגנון הבטחה אחר שיוסכם על ידי בית המשפט או מחזיקי אג"ח כור.

על פי הסכם המיזוג, על מנת להשלים את עסקת המיזוג נדרש בין השאר: 1. לקבל את אישור המיזוג כעסקת בעלי שליטה באסיפות בעלי המניות של כור ושל דסק"ש. 2. לקבל אישור בית משפט לביצוע חלוקה בכור שאינה עומדת במבחן הרווח. 3. קיומם של אמצעים כספיים נזילים בכור למימון העסקה, בהיקפים שהוגדרו בהסכם המיזוג, לרבות: תשלום תמורת המיזוג (רכישת המיעוט בכור), פדיון מוקדם מלא של כל סדרות אגרות החוב של כור בתמורה שלא תפחת מהערך ההתחייבותי המלא של אגרות החוב (הפארי) ביום הפדיון המוקדם ו/או הפקדת סכומים במזומן להבטחת הפירעון המלא של כל אחת מסדרות אגרות החוב של כור על פי תנאיהן, על בסיס ערך הפארי במועד ההשלמה ובתוספת סכומים המכסים את תשלומי הריבית העתידיים, עד למועד הפירעון הסופי שלהן, או באמצעות מנגנון הבטחה אחר שיוסכם על ידי בית המשפט או מחזיקי אג"ח כור וכן הותרת סכומים מסיימים בכור למימון התחייבויות אחרות. נכון ליום 30.6.2013 לכור יתרת מזומנים של כ-1.75 מיליארד ש"ח ואחזקה של כ-31.06 מיליון מניות קרדיט סוויס בשווי של כ-2.97 מיליארד ש"ח, שכנגדן חוב לבנקים זרים בסך של כ-1.3 מיליארד ש"ח. שווי השוק של מניות קרדיט סוויס בסמוך למועד דוח זה הינו כ-3.4 מיליארד ש"ח. בכפוף להתקיימות התנאים המתלים, השלמת העסקה מתוכננת בחודשים הקרובים.

לאחרונה דיווחה כור כי נכח מגמת ההתאוששות במחיר מניית קרדיט סוויס בשנה האחרונה, תנאי השוק, וכן על רקע עסקת המיזוג, החליטה לפעול למימוש מניות קרדיט סוויס המוחזקות על ידה, בבורסה או מחוצה לה, כולן או חלקן, מעת לעת בתנאי השוק (לרבות באמצעות מכירת חבילות מניות באמצעות בנקים או ברוקרים בהנחה לפי המקובל בשוק).

שווי כור שנקבע על ידי כור ודסק"ש לצורך עסקת המיזוג הינו כ-3.03 מיליארד ש"ח והוא מבוסס במידה רבה על מחיר המנייה של קרדיט סוויס ליום 30.6.2013 ("מחיר הבסיס"). לפי הסכם המיזוג, מחיר הבסיס למיזוג יותאם לשווי האחזקה של כור במניית קרדיט סוויס ביום המיזוג, בתוספת מזומן שיתקבל ממימוש מניות ו/או בניכוי מזומן שימשש לרכישת מניות נוספות, ככל שיתבצעו מימושים או רכישות עד ליום המיזוג. בנוסף תבוצע התאמה לדיבידנדים, אם וככל שיחולקו.

השלמת עסקת המיזוג תלוי במספר תנאים מתלים. מידרוג תוסיף לבחון בחודשים הקרובים את התפתחות עסקת המיזוג ואת השלכותיה על דירוג אגרות החוב של כור.

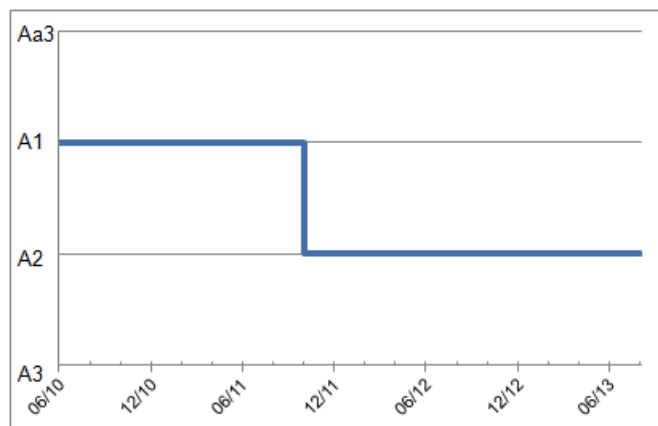
הדירוג חל על כל סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה כור, כדלקמן:

יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2013 במיליוני ₪	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה המקורית	מספר נייר ערך	סדרות אג"ח
2013-2016	1,126	מדד	5.1	אוג-06	6490312	ח
2013-2015	303.3	לא צמוד	6.7	אוג-09	6490353	ט
2013-2017	48.3	לא צמוד	7.2	ספט-09	6490361	י

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-67.33% 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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים:

- [השקעות דיסקונט בע"מ - דוח מעקב, יוני 2013](#)
- [כור תעשיות בע"מ - דוח מעקב, ספטמבר 2012](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 15.08.2013

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 פיננסי + הון 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)

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

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 במישורין 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.