



כור תעשיות בע"מ

מעקב | ספטמבר 2012

מחבר:

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

איש קשר:

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

כור תעשיות בע"מ

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

ביום 17.05.12 הכניסה מידרוג לרשימת מעקב עם השלכות שליליות את הדירוג A2 של אגרות החוב של כור תעשיות בע"מ ("החברה" או "כור"), וזאת נוכח הערכתנו לסבירות גבוהה להתממשות מיזוג עם החברה האם, חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש) בטווח הזמן הקצר.

ביום 19.06.12, דיווחה החברה על דחיית המיזוג במתווה שתוכנן, וכי קידום המיזוג יתאפשר כאשר יחול שינוי במגמות הירידה בשוק של מחירי ניירות הערך הסחירים של החברות והחברות המהותיות, המוחזקות בידי כור ודסק"ש. לאור הדועה זו והזמן שחלף מאז, להערכתנו, פחתה ההסתברות להתממשות המיזוג בטווח הזמן הקצר ועל כן אנו מוציאים את החברה מרשימת המעקב ומציבים אופק דירוג יציב לדירוג החברה. אנו נוסיף ונבחן את ההשפעות על כור, אם בכלל, של ההתפתחויות האחרונות בקבוצת אידיבי.

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

סדרות אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2012 במיליוני ש"ח*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח*
ח	6490312	08/2006	5.1	מדד	1,397	2012-2016
ט	6490353	08/2009	6.7	לא צמוד	453	2012-2015
י	6490361	09/2009	7.2	לא צמוד	58	2012-2017

* יתרות האג"ח כפי שמוצגות בדוחות החברה סולו. יתרות אלו כוללות אג"ח שנרכשו על ידי חברה בת בבעלות מלאה של כור ומנוטרלות בדוחות הכספיים המאוחדים. נכון ליום 30.6.2012 יתרת האג"ח שנרכשו הינה בסך כ-175 מיליון ש"ח בסדרה ח', כ-1.0 מיליון ש"ח בסדרה ט' וכ-5 מיליון ש"ח בסדרה י'. ביום 1.9.12 נפרע סכום של כ-278 מיליון ש"ח בגין קרן אג"ח ח'. ביום 16.9.12 נפרע סכום של כ-10 מיליון ש"ח בגין קרן אג"ח י'.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על נזילות חזקה ומבוצרת של החברה ביחס לצורכי שירות החוב וביחס לגובה החוב. נזילות זו מפצה על תיק אחזקות ריכוזי, בעל תנודתיות גבוהה, החשוף במידה גבוהה מאוד לתנודתיות במניית קרדיט סוויס. להערכתנו, נזילות החברה נותרת טובה גם בתרחישי רגישות שערכנו לירידה בשווי מניית קרדיט סוויס.

ברקע האירועים האחרונים בקשר עם החברות הקשורות אידיבי אחזקות ואידיבי פתוח, נציין כי דירוג כור נסמך על ההנחה שלנו כי מדיניות החברה הינה לשמר יתרות מזומנים מהותיות בקופתה לאורך זמן. בתוך כך, אנו מעריכים כי יכולת החברה להעלות מקורות לחברות הקבוצה נותרה חלשה בטווח הזמן הקצר, נוכח הגירעון העמוק ביתרת העודפים (יתרה שלילית של כ-3 מיליארד ש"ח, גם בהתחשב בהתאוששות במניית קרדיט סוויס בשבועות האחרונים). יחד עם זאת, אנו סבורים כי האתגרים המימוניים בקבוצת אידיבי עלולים להשליך על סיכון האשראי של כור במידה מסוימת, באופן שלא ניתן להערכה בשלב זה. לאור זאת אנו מחזקים את משקל ה-event-risk בדירוג החברה, אך ללא פגיעה בדירוג החברה.

תנודתיות חדה במניית קרדיט סוויס: בסמוך למועד דוח זה, כ-56% משווי אחזקותיה של כור נבעו ממניות מכתשים אגן (שיעור אחזקה של 40%) וכ-37% הינו בגין האחזקה (בשיעור של כ-2.3%) במניות קרדיט סוויס. האחזקה במניות קרדיט סוויס מאופיינת בתנודתיות חזקה מאוד. במחצית הראשונה של שנת 2012 רשמה כור הפסד נקי בסך של כ-635 מיליון ש"ח (כ-906 מיליון ש"ח הפסד נקי למחצית המקבילה וכ-2,159 מיליון ש"ח הפסד נקי לשנת 2011 כולה). ההפסד בתקופות האמורות נבע בחלקו הגדול משערוך ההשקעה במניות קרדיט סוויס. בשבועות האחרונים עד למועד דוח זה



עלה מחיר מניית קרדיט סוויס, ונמחק ההפסד שנרשם מירידת מחיר קרדיט סוויס מתחילת 2012. במהלך חודש יוני 2012 הורידה סוכנות הדירוג הבינלאומית Moody's את דירוג האשראי של Credit Suisse Group AG מ-Aa2, ל-A2 אופק יציב.

יחס החוב הפיננסי נטו לשווי הנכסים (LTV): יחס זה עומד בסמוך למועד דוח זה על כ-68% ובנטרול אחזקות החברה במניות מכתשים אגן, מול ההלוואה שניתנה בגין עסקת כמצ'ינה, רמת מינוף זו עומדת על כ-28%. יצוין כי בשני התחשיבים, מטעמי שמרנות, שווי הנכסים אינו כולל את שווי האופציה למכירת/רכישת מכתשים אגן, בהתאמה. כמו כן בשני התחשיבים שווי האחזקה במכתשים אגן נלקח לפי מחיר עסקת המיזוג בחודש נובמבר 2011 של כ-1.0 מיליארד דולר כאשר בספרי החברה מוצגת האחזקה לפי ערך של כ-2.5 מיליארד ש"ח.

נזילות: נכון לתחילת ספטמבר 2012, בקופת החברה יתרת מזומנים של כ-2 מיליארד ש"ח (סכום זה אינו כולל פיקדונות בסך כ-300 מיליון ש"ח המשועבדים כנגד ההלוואה למימון מניות קרדיט סוויס), אל מול יתרת אג"ח בסך של כ-1.4 מיליארד ש"ח (ללא אג"ח שנרכשו על ידי חברה בת). צורכי שירות האג"ח (קרן וריבית) לשנה, הנאמדים בכ-480 מיליון ש"ח.

שינוי פוזיציה בנכסי החברה ופגיעה מהותית ברמת הנזילות, ככל שיתבצעו, יובילו אותנו לבחון את הדירוג מחדש.

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

31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	30.06.11	30.06.12	
7,461	10,180	9,833	9,252	10,070	7,902	סך נכסים במאזן
2,704	2,946	2,791	2,415	3,000	2,635	השקעות בחברות מוחזקות נכסים פיננסיים משועבדים הנמדדים בשווי הוגן ¹
4,100	5,111	5,536	2,720	5,144	2,180	פיקדונות משועבדים (ז"ק וז"א)
-	-	458	744	1,027	308	מזומנים ופיקדונות לז"ק
292	1,626	604	2,699	375	2,194	הון עצמי
3,656	5,353	2,951	1,578	2,450	975	חוב פיננסי
3,589	4,446	6,493	7,326	7,014	6,599	מכר: חוב מסוג נון ריקורס ²
888	1,131	3,606	5,304	3,901	4,844	חוב פיננסי נטו
3,297	2,820	5,431	3,833	5,612	4,097	רווח (הפסד) נקי לתקופה ³
237	2,166	(536)	(2,159)	(906)	(635)	הוצאות מימון נטו
500	344	359	840	481	332	תקבולי דיבידנדים
250	123	292	236	204	120	דיבידנדים לבעלי המניות
-	792	270	-	-	-	

¹ השקעה במניות קרדיט סוויס.

² חוב מובטח ללא זכות חזרה ללווה. ליום 30.6.2012 כולל את ההלוואה מבנק סיני המובטחת במניות מכתשים אגן שיתרתה, בנטרול שווי האופציה הגלומה באותה הלוואה, הינה כ-3.3 מיליארד ש"ח ואת המימון המובטח במניות קרדיט סוויס בסך של כ-1.5 מיליארד ש"ח. לפני 31.12.11 כולל רק את המימון המובטח במניות קרדיט סוויס.

³ בשנים 2008-2010 מוצג לפני השפעת אימוץ מוקדם של IFRS9 (2009) מכשירים פיננסיים.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שינוי מהותי במאפייני תיק האחזקות של החברה, לרבות גיוון התיק, חיזוק הפרופיל הסולידי של האחזקות ושמירה על מינוף מתון

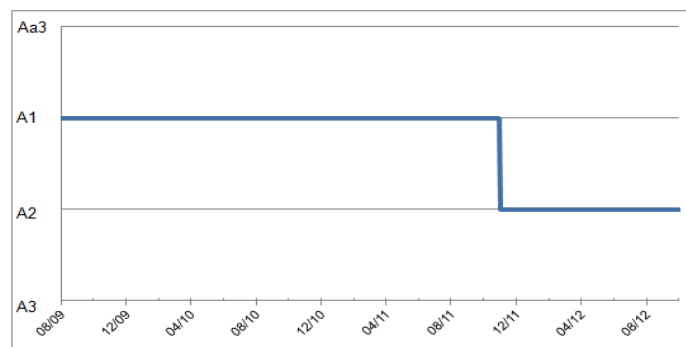
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה בפרופיל הנזילות של החברה
- שינוי מבני שיש בו להעלות את סיכון האשראי דוגמת מיזוג/מכירה או שינוי שלילי במבנה האחזקות

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, המחזיקה בכ-70.1% מהון המניות של החברה. שיעור נוסף של כ-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:

- [כור - רשימת מעקב, מאי 2012](#)
- [כור - דוח מעקב, אוקטובר 2011](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 19.09.2012

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 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.

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 ביעוץ 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.