



צנורות המזרח התיכון בע"מ

2013 | Credit Review | נובמבר 2013

מחברים:

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

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il
סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

צנורות המזרח התיכון בע"מ

Credit Review	A3	דירוג סדרה
---------------	----	------------

מידרוג מכניסה לבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות את דירוג אגרת החוב (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צנורות המזה"ת" ו/או "צמ"ת", ו/או "החברה").

בחינת הדירוג היא נוכח החלשות מהותית בפעילות החברה וברווחיותה בשנת 2013, וכן נוכח הערכותינו כי החברה תחרוג בצורה משמעותית מתחזיות מידרוג.

במהלך תשעת החודשים הראשונים לשנת 2013, הציגה החברה תוצאות חלשות מהצפוי, נוכח ירידה בהכנסות מלקוח עיקרי - "מקורות" ואיבוד נתחי שוק, בעיקר במגזר ייצור ומיגון צנורות פלדה, אשר גזרו רווחיות תפעולית נמוכה משמעותית והצגת הפסד נקי לתקופה (לאחר הפחתה חד פעמית של רכוש קבוע במגזר הפלדה בסך של כ-13.4 מיליון ש"ח).

ביום 13.11.2013 דיווחה החברה על תוכנית אסטרטגית הכוללת, בין השאר, ביצוע שינויים ארגוניים ונקיטת פעולות שיפחיתו את עלויותיה, נוכח התגברות התחרותיות בשוק. החברה מתעתדת לסגור את קו הייצור לצינורות בעלי תפר אורכי וכן לצמצם את מצבת כוח האדם. כאמור, במהלך הרבעון השלישי בשנת 2013 רשמה החברה הפחתה מהותית בגין ירידת ערך רכוש קבוע והיא צפויה לרשום הוצאות נוספות בגין השינוי הארגוני בעתיד.

ביום 26.11.2013 דיווחה החברה על ביטול הסכם מהותי עם ספק הודי לרכישת מכונה לייצור צינורות בתפר ספיראלי, לאור אי עמידת הספק בלוחות זמנים. החברה הודיעה כי היא מתכוונת להמשיך את ההשקעה בקו הספיראלי החדש ובוחנת חלופות העומדות בפניה.

מסקנותינו ייקבעו בזמן הקרוב לאחר שנבחן את התוכנית האסטרטגית של החברה, התחזיות העדכניות, ויחסי שירות החוב הנגזרים מהן.

סדרת האג"ח הכלולה בדו"ח זה:

יתרת שנות פרעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 במיליוני ש"ח	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית נקובה (%)	מועד ההנפקה המקורית	מס' נייר ערך	סדרת אג"ח
2014-2018	73.5	מדד	4.2	אפר-11	4540126	2

צנורות המזרח התיכון - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪*:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	30.09.12	30.09.13	
270	242	249	449	579	455	266	הכנסות
(12.1%)	(10.4%)	2.7%	80.7%	29.0%	49.2%	(41.6%)	שינוי במכירות %
59	49	39	66	99	74	39	רווח גולמי
21.9%	20.2%	15.5%	14.7%	17.0%	16.2%	14.8%	שיעור רווח גולמי
35	31	9	16	51	39	6	רווח תפעולי לפני אחרות
13.0%	12.8%	3.8%	3.5%	8.9%	8.5%	2.4%	שיעור רווח תפעולי לפני אחרות
22	20	3	(1)	28	19	(12)	רווח (הפסד) נקי
47	41	21	29	66	50	16	EBITDA
37	33	14	8	41	29	12	FFO
11	38	(47)	12	97	61	45	תזרים שוטף - CFO
3	33	4	62	72	56	77	יתרות נזילות
123	150	126	243	178	188	165	חוב פיננסי
50.7%	46.4%	48.5%	32.3%	40.1%	37.8%	40.4%	הון עצמי למאזן
2.6	3.6	6.1	8.3	2.7	3.3	4.7	חוב ל-EBITDA
3.3	4.5	9.3	28.9	4.3	5.6	7.2	חוב ל-FFO

* יחסי הכיסוי מחושבים לשנים עשר החודשים האחרונים (LTM)

אודות החברה

צנורות המזרח התיכון הינה חברה תעשייתית, מקומית העוסקת בייצור ושיווק צנורות פלדה ופולסטיק בקטרים שבין 6-100 אינץ', בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גילון של מוצרי מתכת. החברה הינה ספק ויצרן הצנרת הגדול בישראל. חברת מקורות - מונופול אספקת המים בבעלות ממשלת ישראל, מהווה לקוח עיקרי של החברה, האחראי לבין 40%-25% מהכנסות החברה בשנים האחרונות, בעיקר בתחום צנרת הפלדה.

החברה הוקמה בשנת 1951 והפכה לחברה ציבורית בשנת 1993. מתקני החברה נפרסים על פני שטח של כ-263 דונם, מרביתם בצרפין. החברה מעסיקה כיום כ-390 עובדים.

בעלת המניות העיקרית הינה גאון אגרו תעשיות בע"מ ("גאון אגרו"), המחזיקה בכ-50.97% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי בגאון אחזקות בע"מ ("גאון אחזקות"). 17.43% מוחזקים על ידי Ainsbury Properties Limited. יו"ר החברה הינו מר אברהם הוכמן. מנכ"ל החברה החל מיום 19.03.13 הינו מר רפי איפרגן.

דוחות קשורים

[צנורות המזרח התיכון - דוח דירוג ראשוני, פברואר 2013](#)

[מימון פרויקטים של התפלת מים בישראל, דצמבר 2012](#)

הדוח מפורסם באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 26.11.2013

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	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 + 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) - השקעות הוניות - 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

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

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") 2013.

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 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 מניפק, 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.