

צנורות המזרח התיכון בע"מ

2015 | Credit review

אנשי קשר:

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

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

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

צנורות המזרח התיכון בע"מ

Credit review	Baa1	דירוג סדרה
---------------	------	------------

מידרוג מודיעה על הכנסת דירוג אגרות החוב (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צמ"ת" ו/או "החברה") לרשימת מעקב, לצורך בחינת השפעת העסקה לרכישת גאון אגרו תעשיות בע"מ ("גאון אגרו") על סיכון האשראי של החברה, כאשר להערכתנו הראשונית, השלכות העסקה על דירוג החברה אינן וודאיות ונעות בין ניטרלי לבין חיובי.

ביום 18.03.2015 הודיעה צמ"ת על התקשרותה בעסקה לרכישת 100% ממניות גאון אגרו מידי חברת ב. גאון אחזקות בע"מ ("גאון אחזקות"), חברת האם של צמ"ת. העסקה משקפת לגאון אגרו שווי של כ-125 מיליון ₪, לאחר ביטול יתרת חוב של גאון אחזקות לגאון אגרו, כפי שתהיה במועד השלמת העסקה (כ-4 מיליון ₪). העסקה תבצע בתמורה ל-20 מיליון ₪ במזומן והקצאת כ-17.3 מיליון מניות צמ"ת (אשר יהוו לאחר הקצאתן כ-35% ממניות החברה והוערכו לצורך העסקה בשווי של כ-105 מיליון ₪) על ידי החברה לגאון אחזקות. בעקבות העסקה צפויה גאון אחזקות לעלות בהיקף האחזקה המשורשר בצמ"ת לכ-68%, חלף 51%.

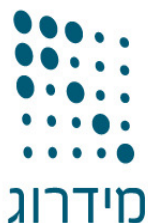
לתיאור מלא של העסקה, לרבות תנאים מתלים לעסקה, ראה דוח עסקה שדיווחה החברה מיום 18.03.2015.

גאון אגרו הינה חברת אחזקות שאחזקותה העיקריות מלבד צמ"ת הינן: הכוכב חברה לתעשיות מגופים מתכת (1987) בע"מ (אחזקה של כ-97.6%), העוסקת בייצור ושיווק מגופים ומוצרים נלווים, וכן מדי מיס; שגיב אגש"ח בע"מ ("שגיב", 50% העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מוצרים מפליז, הכוללים ברזים כדוריים, ברזים מיוחדים, אביזרים ומחברים למגוון שימושים, אביזרי גז וצנרת וביצוע עבודות קבלנות משנה; מצרפס אגש"ח בע"מ ("מצרפס", 25.1%), העוסקת בפיתוח, תכנון, ייצור ומכירה ושיווק של מוצרים בתחום מערכות השקיה (כגון צנרת השקיה וטפטפות), לרבות מתן שירותים בתחום זה, וכן בייצור ומכירת צנרת תקשורת לתשתיות ומערכות צנרת אינסטלציה ביתית.

במסגרת העסקה יוחלפו שעבודים על מניות מצרפס ושגיב, אשר הועמדו לטובת מחזיקי אג"ח ב' של גאון אחזקות, בשעבוד על מניות צמ"ת שיוקצו לגאון אחזקות במסגרת העסקה, וכן ישוחרר שעבוד קיים על מניות גאון אגרו לטובת תאגיד בנקאי אשר העמיד הלוואה לגאון אגרו.

העסקה קיבלה את אישור ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה. בסוף חודש אפריל 2015 תעלה העסקה לאישור אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות של החברה.

התאגידים המוחזקים על ידי גאון אגרו פועלים בתחומים משיקים לאלו של צמ"ת, ויש באחזקה בהן פוטנציאל להגדיל את סל המוצרים שמציעה החברה, להרחיב את הגיוון העסקי ואת פיזור הסיכונים. היכולת לבצע סינרגיה משמעותית, בצד התפעולי ההנדסי והשיווק, דורשת בחינה לטווח הארוך, בין השאר, לאור העובדה כי נרכשות אחזקות מיעוט בחלק מהחברות. להערכתנו הראשונית, העסקה כרוכה בגידול בחוב נטו המאוחד של צמ"ת בטווח של 50-40 מיליון ₪ (סכום הכולל את תשלום המזומן בעסקה, איחוד החוב של גאון אגרו וכן החוב של חברת כוכב שתתאחד). במקביל, העסקה תלווה בעיבוי מהותי של הון החברה בסכום של כ-105 מיליון ₪ כנגד הנכסים הנרכשים, לרבות עודפי עלות (בהתאם להערכת השווי של גאון אגרו). סך ההון לסך הנכסים במאזן פרופורמה לעסקה (בהנחה שתאושר לפי המתווה הנוכחי) צפוי לגדול לשיעור של כ-49% חלף שיעור של כ-41% ליום 31.12.2014. סך ההון המוחשי לסך הנכסים צפוי לגדול לשיעור של כ-45% חלף שיעור של כ-40%.



השלכות העסקה תיקבענה לאחר בחינת מאפייני התאגידים המוחזקים על ידי גאון אגרו, מיצובם העסקי והפיננסי ויכולת יצור המזומנים שלהם. כמו כן, תיבחן המשך האסטרטגיה של צמ"ת בקשר עם אחזקות אלו וההתפתחויות במיצובה העסקי והפיננסי של צמ"ת עצמה.

פרופיל החברה

צמ"ת הינה חברה תעשייתית מקומית, העוסקת בייצור ושיווק צנורות פלדה ופלסטיק בקטרים שבין 100-2 אינטש, בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גיליון של מוצרי מתכת. החברה הינה היצרן היחיד בישראל של צנורות להולכה בקטרים 8 עד 100 אינטש. החברה הינה ספק ויצרן הצנרת הגדול בישראל. חברת מקורות, מונופול אספקת המים בבעלות ממשלת ישראל, מהווה לקוח עיקרי של החברה. החברה מחזיקה כיום, בין היתר, בשרשור כ-71% מחברת פלסים תשתיות בע"מ וכ-100% מחברת צנורות המזרח התיכון גיליון (1994) בע"מ. מתקני החברה נפרסים על פני שטח של כ-260 דונם, מרביתם בצריפין. בעלת המניות העיקרית הינה גאון אגרו תעשיות בע"מ, המחזיקה בכ-50.97% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי גאון אחזקות. בעלת השליטה בגאון אחזקות הינה קרן ויולה (57.2%).

דוחות קשורים

[צנורות המזרח התיכון בע"מ - מעקב, פברואר 2014](#)

[דירוג חברות תעשייה ומסחר - דוח מתודולוגי, אוקטובר 2013](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים, נובמבר 2010](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 26.03.2015

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 מאד.	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 מאד.	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 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.

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") 2015.

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.