

קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2019

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח,
ראש צוות בכירה - מעריך דירוג ראשי
liatk@midroog.co.il

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

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ

דירוג סדרות	Baa3.il	אופק דירוג: יציב
-------------	---------	------------------

מידרוג קובעת דירוג Baa3.il לאגרות חוב שתנפיק קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ ("החברה" או "פלסטו-שק") בסך של עד 35 מיליון ₪ ערך נקוב בדרך של הרחבת סדרה ד'. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרות אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	7270101	Baa3.il	יציב	31/05/2020
ד'	7270119	Baa3.il	יציב	01/08/2023
2	7270127	Baa3.il	יציב	01/08/2021

למידע אודות שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח מעקב מחודש מרץ 2019 ולדוח הערת מנפיק מחודש אוקטובר 2019.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לשלילה מרווחיות חלשה של החברה בשני מגזרי הפעילות העיקריים, הנובעת מבידול נמוך של המוצרים ותחרות חזקה, המעביים על מיצוב עסקי טוב יחסית של החברה בשוק המקומי ופיזור בין שני קווי עסקים. הרווחיות הנמוכה בולטת בפרט לנוכח השקעות גדולות שביצעה החברה בשנים האחרונות ואשר לא נתנו את אותותיהן בצמיחת ההכנסות או שיפור הרווחיות. גם בשנת 2019 המשיכה הקבוצה להתמודד עם אתגרי המעבר ללהבים נוכח כפל עלויות בין מפעל לוד והמפעל בלהבים, אשר נסתיימו רק ברבעון השלישי השנה. רוח גבית אשר קיבלה הקבוצה מצד מחירי נייר נמוכים תמכו ברווחיות עולה ברבעון השלישי בקרגל ואשר צפויה אף בחצי שנה הקרובה. במגזר האריזות הגמישות החברה ממשיכה להפגין חולשה בביצועים וזאת בהתאם להערכתנו הקודמות. ייצור האריזות הגמישות בישראל סובל בשנים האחרונות מכרסום במעמד היצרניות נוכח אלטרנטיבת יבוא חזקה וירידה מתמשכת בביקושים, היוצרים לחץ תחרותי מתמשך על מחירי המכירה. אלו הביאו לכך שבשנים האחרונות פלסטו אינה מציגה צמיחה בהכנסות וזאת בשילוב עם מבנה הוצאות קשיח, לאחר שכבר נעשו שורת צעדי התייעלות, מביאים לרווחיות חלשה מאוד עד שלילית, ואיננו מניחים שינוי מגמה בטווח הבינוני.

עדיין קיימת אי וודאות גבוהה יותר לגבי היתכנות קבלת דיבידנד מהאחזקה בקרגל בטווח הבינוני, ואיננו מעריכים תרומה תזרימית לפני שנת 2022.

הגמישות הפיננסית של החברה חלשה. מהלך גיוס החוב המתוכנן נועד לתמוך במיחזור חוב, ופירעונותיה השוטפים של החברה נעשים כנגד מסגרות אשראי חתומות מבנקים. נציין כי נכון לתום הרבעון השלישי יתרת מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות של הקבוצה מול מספר בנקים הנה כ-110 מיליון ₪, מתוכן כ-48 מיליון ₪ ברמת חברת פלסטו. מסגרות אלו עתידות לפקוע בתום השנה אך החברה מצויה בהליכים מתקדמים מול הבנקים לחידוש המסגרות. ובהסתמך על ניסיון העבר קיימות אינדיקציות חיוביות לחידוש מצד הבנקים. יחסי כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA ול-FFO ינועו סביב 6.5-7.0 ו-9.0-10.0 בהתאמה.

בינואר-ספטמבר 2019, קיבלה פלסטו כתבי וויתור מכלל הבנקים לגבי מספר אמות מידה פיננסיות, אך החל משנת 2020 היא נדרשת לעמוד באמות מידה מחמירות יותר. מבחינת אמות המידה הפיננסיות של קרגל אנו מוצאים כי היא תעמוד במרווח צר ביחס חוב נטו ל-EBITDA וביחס שירות חוב. בהתייחס לאמות המידה בפלסטו, החברה עומדת באמות המידה מול מחזיקי האג"ח במרווח מספק, להערכתנו.

החברה הודיעה כי חתמה על הסכם למכירת 50% ממניות קרגל להבים בע"מ (חברה בת המוחזקת ב-100% על ידי קרגל) לחברת מגה אור בתמורה לכ-62 מיליון ₪. התמורה תיועד, בעיקרה, לעיבוי הנזילות והקטנת החוב הפיננסי בקרגל. בשלב זה להערכתנו הורדת החוב תתבטא ברמת קרגל בלבד ולא תקבל ביטוי בפלסטו (סולו). החברה ממשיכה לבחון מהלכים לעיבוי הנזילות מעבר לעסקת להבים קרגל כמצוין לעיל, ואף בוחנת מימוש פעילותה של פלסטו באנגליה.

דירוג סדרות האג"ח של פלסטו מביא בחשבון נחיתות מבנית של התחייבויותיה של פלסטו ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. על כן, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי. פלסטו ללא קרגל צפויה להערכתנו להציג מקורות מופעולות (FFO) של כ-20 מיליון ₪ בשנת 2020, ובניכוי השקעות הונית צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) אפסי. אנו לא צופים קבלת דיבידנדים מקרגל בשנת 2020 ואף לא בשנת 2021, וזאת בעיקר בשל מגבלות חלוקה החלות על החברה הבת מצד מממנים. לפלסטו עומס פירעונות של כ-39 מיליון ₪ בשנת 2020 ובשנת 2021 כ-24 מיליון ₪, כאשר שירות החוב של פלסטו נשען על מיחזור החוב האמור ומסגרות אשראי פנויות מחייבות כאמור העומדות לחברה מצד מספר בנקים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו להתחזקות מסוימת ברווחיות קרגל, המהווה נכס איכותי יחסית עבור פלסטו, תוך פוטנציאל להקטנת החוב הפיננסי ברמת קרגל בשנה הקרובה נוכח עסקת קרגל להבים אשר צפויה לתמוך בנזילות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ומתמשך ברווחיות החברה
- עיבוי הנזילות ו/או גיוס הוני בהיקפים משמעותיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה באמות מידה פיננסיות
- ירידה ברווחיות מעבר לצפי מידרוג

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	1-9/2018	1-9/2019	
769	747	759	795	582	564	הכנסות
24	17	19	22	13	18	רווח תפעולי
53%	58%	63%	66%	66%	72%	יחס חוב ל- CAP
4.0	5.0	5.5	5.9	5.5	7.1	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
5.4	7.4	18.7	8.1	8.4	9.7	חוב פיננסי מותאם ל-FFO
1.2	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	EBIT להוצאות מימון

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליוני ₪)

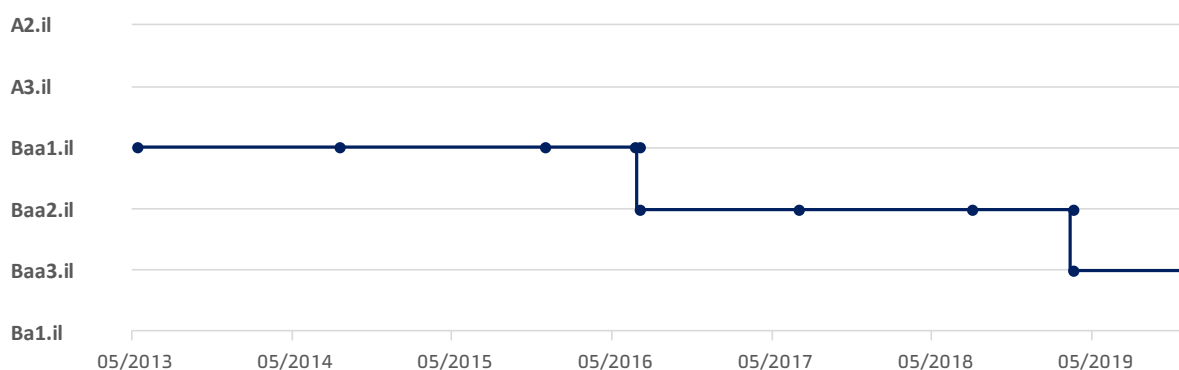
FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	1-9/2018	1-9/2019	הכנסות
383	381	396	421	307	291	תחום הקרטון הגלי
386	366	362	373	275	272	תחום האריזות הגמישות
רווחיות מגזרית						
4.8%	3.4%	4.0%	4.7%	4.5%	5.4%	תחום הקרטון הגלי
0.2%	1.0%	0.9%	0.8%	(0.4%)	0.4%	תחום האריזות הגמישות

אודות החברה

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת במישרין ובאמצעות חברות בנות בבעלות בשני תחומים עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור, פיתוח ושיווק מוצרי אריזה על בסיס פוליאולפינים ופוליאטילן.

בקבוצה מועסקים כ- 760 עובדים והיא פועלת ב-4 אתרי ייצור בארץ, ובאמצעות חברות שיווק בחו"ל משווקת את מוצרי תחום האריזות הגמישות. בעלת השליטה בקבוצה הינה סי אי תעשיות קרטון בע"מ המחזיקה בכ-46.8% ממניות החברה באופן ישיר וכן ע"י בעלי מניותיה. בעלי עניין נוספים הינם כלל תעשיות (19%) הפניקס (כ-14%) והלמן אדובי (כ-8%). מנכ"ל הקבוצה החל משנת 2005 הינו מר גבריאל נגר ויו"ר הדירקטוריון הינו מר אלי אשרף.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ](#)

[דירוג חברות תעשייה יצרנית, דו"ח מתודולוגי - דצמבר 2015](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

11.12.2019	תאריך דוח הדירוג:
13.03.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.05.2013	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>