

קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

מעקב | יולי 2018

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	Baa2.il	אופק דירוג: יציב
-------------	---------	------------------

מידורג מותירה על כנו את הדירוג Baa2.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד' ו- 2) שהנפיקה קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ (להלן: "פלסטו-קרגל" או "החברה") תוך הותרת אופק הדירוג יציב

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרות אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	7270101	Baa2.il	יציב	30/05/2020
ד'	7270119	Baa2.il	יציב	01/08/2023
2	7270135	Baa2.il	יציב	01/08/2021

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (קבוצת פלסטו-קרגל להלן "החברה", "פלסטו" כשאנו מתייחסים למגזר האריזות הגמישות, "קרגל" כשאנו מתייחסים למגזר הקרטון הגלי) ממשיך לשקף את הנזילות החלשה, את מבנה ההון הממונף, שערי המט"ח אשר משפיעים לאורך שלוש השנים האחרונות ועל אטרקטיביות אלטרנטיבית היבוא. גורמים המשפיעים לחיוב על הדירוג הנם מעמדה המוביל של החברה בשוק המקומי היציב אך התחרות, מערכת יחסים ארוכת שנים עם לקוחות וחשיפה ללקוחות הפועלים בענפים דפנסיביים אך מוטי מחיר כדוגמת מוצרי צריכה ותעשיית המזון. אנו מניחים עלייה ברמת סיכון הנזילות של החברה תוך שאנו מקנים סבירות מסויימת לאי עמידה באמות מידה פיננסיות להן מחויבות קרגל והקבוצה כלפי המממנים השונים בטווח הקצר. אתגרי הנזילות מתחזקים אף נוכח עומס הפירעונות אשר צפוי לעלות בשנת 2019. כל אלו מעיבים על גמישותה הפיננסית של החברה. אנו מניחים כי פירעונות החוב ישורתו דרך מיחזור חוב לאור מערכת היחסים ארוכת השנים מול המערכת הבנקאית. במהלך שנה האחרונה תוקנו מספר כתבי התחייבות של הקבוצה כלפי חלק מהמממנים: עודכן כלפי מטה רף העמידה ביחס ההון העצמי לסך מאזן.

איתנותה הפיננסית של החברה נשחקה בשנים האחרונות בעקבות הפסד נקי בסך של כ-38 מיליון ש"ח אשר נרשם בשנת 2017 במאוחד בעיקר לאור הוצאה חריגה וחד פעמית בקשר עם תוכנית העתקת המפעל בחברת הבת קרגל ללהבים אשר הסתיימה בעיקרה ברבעון שלישי לשנת 2017. עם סיום הקמת מפעל קרגל בלהבים הוסרו סיכונים ההקמה וסיכונים הביצוע בגין המעבר. מבחינת עמידה ביעדי התקציב, ניכרת סטייה קלה בלבד למול התקציב המקורי, בעיקר נוכח שדרוגים נוספים בגורמי הייצור. התוכנית אשר נאמדת בהיקף השקעה של כ-200 מיליון ש"ח, כללה כ-115 מיליון ש"ח עלויות בהקמת מבנה, והשאר מתפרסות על פני עלויות מעבר הכוללות עלויות העברה, רכישת ושידור מכונות וציוד, הגדלת מלאים, וכן עלויות מעבר עקיפות, וזאת לצד רה-ארגון במצבת העובדים הכוללת הכשרה וקליטה של עובדים חדשים ופרישת עובדים ותיקים. מהלך זה הינו מהותי ביותר עבור קרגל והקבוצה.

אנו מעריכים כי השנה הנוכחית תוקדש להטמעה ולהרצה וכי החסכונות הצפויים בגין התוכנית יקבלו בשנת 2018 ביטוי חלקי ויבואו לידי ביטוי מלא בשנת 2019. במהלך שנת 2017, התמודדה החברה עם זליגת לקוחות מועטה כתוצאה מתוכנית המעבר. להערכת החברה, בשנת 2018 החברה תחזור לנתחי השוק בהם החזיקה טרם תוכנית המעבר. תכנית המעבר מחד, הגדילה את רמת החוב והמינוף בקבוצה אך מנגד, אנו לוקחים בחשבון שיפור בתזרים התפעולי של קרגל בעקבותיה (בעיקר בדרך של צמצום הוצאות), אם כי להערכתנו מדובר בשיפור בטווח הקצר - בינוני.

הקבוצה נשענת על שני מגזרי פעילות בעלי מאפייני סיכון דומים יחסית: אריזות גמישות ואריזות הקרטון הגלי. תעשיית הקרטון ותעשיית האריזות הגמישות מאופיינות שתיהן ברמת סיכון בינונית גבוהה. ומאופיינות ברווחיות נמוכה יחסית. קרגל הינה בעלת מעמד עסקי יציב המתבטא בנתח שוק משמעותי לאורך זמן. פלסטו פועלת בתחום של ייצור אריזות גמישות והינה בעלת מעמד עסקי יציב, סל מוצרים מגוון ופיזור לקוחות נרחב בארץ ובחו"ל. בראיית מידורג, הסיכון הענפי המאפיין את פעילות פלסטו עלה בשנה האחרונה נוכח עלייה בהיקף הייבוא המתחרה בקטגוריות מוצרים בעלי רמת בידול נמוכה. אסטרטגיית החברה ממשיכה להתמקד גם בפיתוח תחום מוצרי נישא ומוצרי פרימיום בעלי ערך מוסף.

על פי תרחיש הבסיס של מידורג, מכירות הקרטון הגלי יציגו צמיחה של כ-2%-5%. האריזות הגמישות צפויות לרשום צמיחה אורגנית עד 1% (2.5% בהתבסס על צמיחה אנאורגנית), כך שהקבוצה במאוחד צפויה להציג בשנתיים הקרובות צמיחה של 1%-5%. תרחיש

הבסיס מעריך כי שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית ינועו בטווח של 12%-13.5% וטווח של 3%-4.5%, שמשקפים שיפור ביעילות התפעולית של קרגל בשל העתקת מפעלה ללהבים, במידה פחותה בשנת 2018 בשל כפל הוצאות ואי הנבה מלאה בטווח הקצר, וביתר שאת בשנת 2019 עם הנבת תוכנית המעבר. נדגיש כי הרווחיות הנ"ל מושפעת לשלילה ממגזר האריזות הגמישות אשר סובל מפרופיל הוצאות קבועות גבוה ואתגרים בצד הביקושים. כל אלו מביאים לרווחיות תפעולית פרמננטית בטווח של 0.5%-1.5% במגזר זה.

יחס החוב המותאם ל- CAP עמד על 65% נכון ל- 31.03.2018 ומידרוג צופה כי ישאר בקירוב בשיעור הנ"ל בשנות התחזית. בשנות התחזית מידרוג מעריכה כי ה- EBITDA תעמוד בטווח של 73-90 מיליון ₪ וה- FFO ינועו בטווח של 53-70 מיליון ₪ (הטווח העליון מתייחס לשנת 2019 אשר בגינה אנו מניחים הנבה מלאה של חסכונות תוכנית המעבר) ואילו יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ול- FFO ינועו סביב 4.5-6.0 ו- 6.0-8.5 בהתאמה.

דירוג סדרות האג"ח של פלסטו-קרגל מביא בחשבון כי החוב נסמך על תלויה לאורך זמן של פלסטו בדיבידנדים מקרגל, כאשר לקרגל עצמה חוב פיננסי שישורת קודם להעלאת דיבידנדים לפלסטו, תוך שקיימות מגבלות על חלוקת דיבידנדים מצד חלק מהמממנים של קרגל. מבנה זה של החוב יוצר נחיתות מבנית לחוב בפלסטו ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. על כן, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי. נזילות החברה (על בסיס עצמאי) הנה חלשה. להערכתנו, פלסטו אינה צפויה לייצר תזרימים חופשי (FCF) מהותי לאור רמת רווחיות נמוכה והשקעות שוטפות ברכוש קבוע. אנו מניחים כי לאור מצב הענף, השקעות ברכוש קבוע הן קריטיות לשימור המעמד העסקי והתחרותי של החברה. כמו כן אנו לא מעריכים כי קרגל תעלה דיבידנדים לפלסטו לפני שנת 2019, נוכח מגבלות מצד חלק מהמממנים של קרגל, וגם אז קיימת אי ודאות לגבי עיתוי והיקף התזרימים. מכאן, שירות החוב של פלסטו מבוסס על מחזור חוב בטווח הזמן הקצר-בינוני ובטווח הזמן הארוך מבוסס על מחזור חוב ובצורה חלקית ע"י דיבידנדים מקרגל.

נכון ליום 31.03.2018, לפלסטו מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות בסך של כ- 90 מיליון ₪ ולקרגל מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות בסך 53 מיליון ₪. נציין כי לחברה מערכת יחסים חיונית וממושכת מול המערכת הבנקאית ושוק ההון.

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

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	Q1 2017	Q1 2018	
733	776	769	747	758	203	203	הכנסות
14	15	24	17	19	9	6	רווח תפעולי לפני אחרות
1.8%	1.9%	3.2%	2.3%	2.5%	4.7%	3.0%	שיעור רווח תפעולי
65	68	76	68	69	21	19	EBITDA *
13.2	(8.3)	2.4	(6.5)	(38)	(1.7)	1	רווח / (הפסד) נקי
17	38	33	24	51	34	44	מזומנים ושווי מזומנים
292	346	329	378	432	411	457	חוב פיננסי (ברוטו) **
50%	55%	54%	58%	64%	60%	65%	יחס חוב פיננסי ל- CAP
4.2	4.8	4.1	5.0	5.6	5.3	6.1	חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ***
5.9	6.1	4.6	6.0	7.2	6.2	8.2	חוב פיננסי מותאם ל- FFO ***
0.5	0.7	1.2	0.7	0.7	0.9	0.5	EBIT להוצאות מימון

* לפני הוצ' / הכנסות אחרות חד-פעמיות. בשנת 2017 לא כולל הוצאות בסך של כ- 30 מיליון ש"ח בגין תוכנית המעבר ובשנת 2013 אינה כוללת הכנסות בגין קבלת שיפוי ביטוחי בגין נזקי שריפה שהתקיימה במפעל קרגל בסך של כ- 16 מיליון ש"ח. בשנת 2016 כולל מענק חד פעמי (שאינו תזרימי) אשר נרשם בהוצאות הנה"כ בסך של 5.5 מיליון ₪.

** סך החוב הפיננסי בתוספת אשראי ספקים לרכישת רכוש קבוע.

*** יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית מידרוג להתאמות בגין הוצאות חכירה תפעולית לזמן ארוך ברוטו, בחישוב של 12 חודשים אחרונים.

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

הכנסות	Q1 2018	Q1 2017	FY 2017	FY 2016	FY 2015	FY 2014	FY 2013
תחום הקרטון הגלי	112	113	396	381	383	385	382
תחום האריזות הגמישות	91	90	362	366	386	391	392
רווחיות מגזרית							
מגזר הקרטון הגלי	5.8%	7.6%	4.0%	3.4%	4.8%	3.2%	1.5%
תחום האריזות הגמישות	(0.4%)	1.0%	0.9%	1.0%	0.2%	0.7%	2.2%

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני-גבוה, חסמי כניסה נמוכים ואתגרים מצד היבוא, ומוצרים במורד שרשרת הערך בעלי בידול נמוך בתחום האריזות הגמישות

פלסטו-קרגל הינה קבוצה תעשייתית הפועלת באמצעות חברות בנות בשני מגזרי פעילות עיקריים בארבעה אתרי ייצור עיקריים בארץ: ייצור, עיבוד ושיווק אריזות גמישות ויריעות פוליאתילן ("מגזר האריזות הגמישות"), וכן, ייצור עיבוד ושיווק של לוחות ואריזות קרטון גלי ("מגזר הקרטון הגלי"). הכנסות הקבוצה נחלקות באופן שווה בקירוב בין שני מגזרי הפעילות (כ- 50% מהמכירות). במסגרת מגזר האריזות הגמישות מייצרת ומשווקת פלסטו (בעצמה וביחד עם החברות הבנות קרגל אריזות גמישות ו-מור תעשיות פלסטיק) שרולים ויריעות מתערובות של פולימרים, המשמשים לייצור אריזות גמישות ולמינציה וכן עוסקת בייצור של אריזות גמישות, המיוצרות מאותן יריעות פוליאתילן, דוגמת שקים ושקיות בעלי תכונות משתנות, אריזות גמישות למוצרי תעשייה, מזון, טואלטיקה וכיו"ב. פעילות החברה במגזר זה מיועדת לשוק המקומי ולשווקים בחו"ל ובעיקר באירופה. ענף האריזות הגמישות ומוצרי הלמינציה מאופיין להערכתנו בסיכון ענפי בינוני עד גבוה. התחרות בענף הינה גבוהה, הן בשוק המקומי והן בשוק העולמי, כאשר בשנים האחרונות, עם התחזקות השקל ומחירי האנרגיה נמוכים, הוזל הייבוא וכדאיותו עלתה בעיקר במוצרים הפשוטים בעלי ערך מוסף נמוך. מיקום הענף בשרשרת הערך יוצר חשיפה גבוהה למחירי חומר הגלם. הענף סבל כאמור מתחרות חריפה, יחד עם החולשות האינהרנטיות שתוארו לעיל ובשנים האחרונות ירד מספר השחקנים בענף נוכח חדלות פירעון ("אקסטרא פלסטיק" לדוגמא).

הביקושים מושפעים בעיקר מהתל"ג ומתבסס בעיקר על שווקי המזון והכימיקלים והגומי, אשר מושפע מושפעים לחיוב ממגמות צרכניות וכלכליות בארץ ובעולם.

מגזר הקרטון הגלי, מרוכז תחת החברה הבת קרגל בע"מ ("קרגל"), במסגרתו עוסקת החברה בייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה והובלה של תוצרת חקלאית ומוצרי תעשייה, מזון, היי-טק ומעבדי קרטון גלי. ענף הפעילות הינו מקומי וריכוזי, נשלט ע"י ארבע יצרניות מקומיות עיקריות והוא מוגן יחסית בפני ייבוא מתחרה בשל עלויות שינוע גבוהות ביחס לשווי, כמות ונפח המוצר. הביקוש בשוק הקרטון הגלי מאופיין בגידול מתמיד בצריכת הקרטון הגלי בארץ ובעולם אשר מושפע מהגידול בתוצר הגולמי, העלייה ברמת החיים והגידול הטבעי באוכלוסייה. עיקר המוצרים הינם פתרונות אריזה בסיסיים עבור ענפי התעשייה, החקלאות והמזון ובין היצרניות לא קיים בידול וערך מוסף ניכר לכן ישנה חשיבות רבה למבנה התמחיר, לזמינות וליתרונות הלוגיסטיים. חומרי הגלם העיקריים הינם נייר בתולי ונייר ממוחזר הנסחרים בשוק הבינלאומי ומחירים מושפעים ממחירי האנרגיה. מבנה הענף בשוק המקומי וחוסר הכדאיות בייבוא, גוזרים רמת תחרות מתונה יותר, המשפיע לחיוב על רווחיותו ועל פרופיל הסיכון. גמישות המחיר הן בענף האריזות והן בענף הקרטון הנה נמוכה ומכאן חברות בענף נוהגות לחסוך ולהתייעל בסעיף ההוצאות.

הרווחיות החלשה תמשך אך בטווח הבינוני הנבה בגין תוכנית המעבר צפויה לתרום לשיעורי הרווחיות

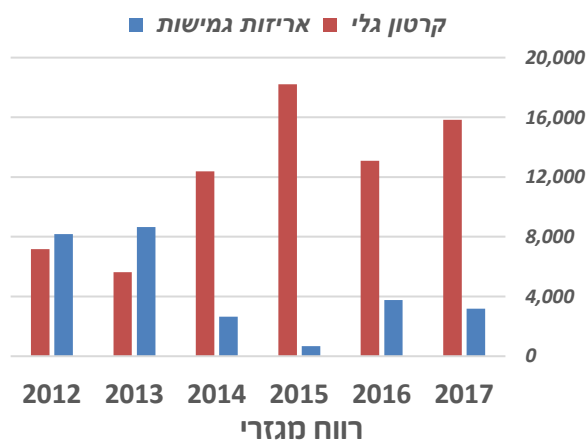
פלסטו (מגזר האריזות הגמישות) הינה אחת משלוש החברות הגדולות בישראל (על פי הערכת החברה) בענף האריזות הגמישות, לצד מספר רב של יבואנים, ולה מוצרים בפיזור רחב. מעמדה העסקי של החברה נשען על יכולות ייצור ופיתוח גבוהות, הצעת סל פתרונות מגוון באיכות גבוהה למגוון לקוחות בעלי קשר רב שנתי עם החברה, אשר מרביתם חברות גדולות ומובילות בתחומן. כ- 60%

מסך מכירותיה של פלסטו נבעו מהשוק המקומי על מגזרי השונים, לרבות חברות תעשייתיות (בעיקר מזון וכימיקלים), גופים ממשלתיים, מוסדות פיננסיים ורשתות קמעונאיות. בשנים האחרונות הגדילה החברה את חשיפתה ללקוח בישראל. חסמי כניסה נמוכים והתחזקות השקל מול סל המטבעות העלתה את אטרקטיביות היבוא (בעיקר מטורקיה וספרד). בשלוש השנים האחרונות רושם המגזר שחיקה בהכנסות אשר נובעת הן מהשחיקה בפעילות חו"ל ובפעילות המקומית. כל אלו על רקע אתגרים תחרותיים וחסמי הכניסה הנמוכים בפני יבוא. כיום חלק קטן מהכנסות המגזר נובע ממוצרים ייחודיים בעלי ערך מוסף המאופיינים בשולי רווח גבוהים ומהווים יתרון מול מתחרותיה. אסטרטגיית החברה הנה התמקדות במוצרים בעלי ערך מוסף אשר יגדילו את היקף ההכנסות ויתרמו לשיעורי הרווחיות.

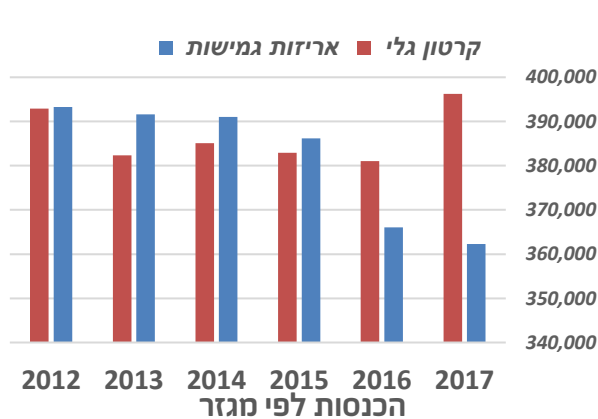
פעילות הקרטון הציגה גידול במכירות בשנת 2017 בהשוואה לשנת 2016 נוכח עלייה בכמויות במקביל לעלייה במחיר המכירה. נציין כי ענף הקרטון נמצא כיום במחזור חיובי ונהנה מעלייה בביקושים כאשר איום היבוא אינו אפקטיבי. קרגל מציגה אף היא רווחיות חלשה יחסית, אך טובה משל פלסטו, עם שיעור רווח תפעולי של כ- 4.1% בממוצע בשלוש השנים. נציין כי במהלך שנת 2017 וצפי בחציון ראשון 2018 תוצאות קרגל מושפעות לשלילה ממהלך המעבר נוכח הוצאות כפולות (כדוגמת שכירות, שכ"ע, הוצאות בגין הובלה בין אתרים וכו'), הוצאות חד פעמיות, והתאמות למפעל החדש.

תרחיש הבסיס של מידורג מניח צמיחה אורגנית בשיעור שנתי של 0%-3% בשנתיים הקרובות, שתנבע מצמיחה במגזר הקרטון הגלי וסטגנציה במגזר האריזות הגמישות (צמיחה אפסית עד 1%), ולצידן צמיחה אנאורגנית בשנת 2018 בשל רכישת פעילות אשר משתייכת למגזר האריזות הגמישות. תרחיש הבסיס מעריך כי שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית ינועו בטווח של 12%-13.5% וטווח של 3%-4.5%, בהתאמה (הטווח העליון מתייחס לשנת 2019 ולהנבה מלאה בגין תוכנית המעבר). הנחות אלו מתבססות על שיפור בתמהיל המוצרים במגזר האריזות הגמישות והנבת החסכונות בגין העתקת המפעל. מגזר האריזות הגמישות סובל מפרופיל הוצאות קבועות גבוה ואתגרים בצד הביקושים אשר משפיעים לשלילה על הרווחיות, ומביאים לרווחיות תפעולית פרמננטית בטווח של -0.5%-1.5% במגזר זה. במגזר הקרטון הגלי, מחד, הנבת מהלכים שנעשו וחסכונות נוכח העתקת המפעל אשר צפויים לתמוך ברמת הרווחיות בטווח הבינוני, מאידך כפל הוצאות נוכח המעבר יעיבו על הרווחיות בטווח הקצר. הערכות החברה הן לחסכון תפעולי של מעל 20 מיליון ש"ח מדי שנה בגין המעבר אשר יקבלו ביטוי מלא בשנת 2019. חיסכון זה נובע בין היתר מצמצום משמעותי בהוצאות השכר הנובע הן מירידה בכוח האדם והן מירידה בעלות הממוצעת לעובד, צמצום הוצאות שכר דירה, ארנונה, וכן שיפור טכנולוגי התורם לעליה בניצולת ולירידה בפחיתים.

רווח מגזרי לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)



מכירות לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)



רמת מינוף סבירה ביחס לדירוג, צפי לשיפור בהיקפי התזרים ויחסי כיסוי החל משנת 2019

מידרוג מעריכה כי ה-EBITDA תעמוד בטווח של 73-90 מיליון ש"ח וה-FFO ינועו בטווח של 53-70 מיליון ש"ח (הטווח העליון מתייחס לשנת 2019 אשר בגינה אנו מניחים הנבה מלאה של חסכונות תוכנית המעבר) ואילו יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA ול-FFO ינועו סביב 4.5-6.0 ו-6.0-8.5 בהתאמה. פלסטו ללא קרגל צפויה להערכתנו להציג EBITDA בטווח של 29-32 מיליון ש"ח ו-FFO בטווח של 21-24 מיליון ש"ח.

כמו-כן נוכח צפי לצרכי השקעות לשמירה על הקיים בשנים אלו (להערכתנו התזרים החופשי (FCF) צפוי להיות אפסי עד חיובי נמוך בשנת 2018, וחיובי עד 30 מיליון ש"ח ב-2019. לחברה חוב פיננסי ברוטו מאוחד בהיקף של כ-457 מיליון ש"ח ליום 31.03.2018, והוא כולל כ-178 מיליון ש"ח חוב ברמת פלסטו (מכך כ-144 מיליון ש"ח אגרות חוב), והיתר חוב של קרגל, הכולל כ-82 מיליון ש"ח הלוואה מוגף מוסדי, כ-65 מיליון ש"ח הלוואת ליווי בניה למימון הקמת מפעל קרגל והשארי חוב בנקאי לזמן קצר. יחס החוב פיננסי ברוטו למקורות הוניים (חוב ל-CAP) של החברה ליום 31.3.2018 עמד על שיעור של כ-65%. רמת החוב במגמת עלייה בשנים האחרונות בעיקר נוכח פרויקט המעבר למפעל החדש של קרגל. בשנות התחזית, להערכתנו סך החוב ושיעורו מה-CAP צפויים להישאר באותו היקף.

בתוך כך, בחנו גם את יחסי הכיסוי של פלסטו עצמה ללא תרומת הפעילות של קרגל, כמדד לגמישותה הפיננסית העצמאית של החברה, זאת מפני שקרגל מנועה מלהעלות דיבידנדים לפלסטו טרום 2019 ואף בשנת 2019 קיימת אי וודאות באם תשלם דיבידנד. פלסטו צפויה להציג יחסי כיסוי¹ חוב פיננסי ל-EBITDA וחוב פיננסי ל-FFO בטווח של 5.0-6.0 וכ-7.0-8.0 בהתאמה.

נזילות חלשה, וחשש לאי עמידה באמות מידה פיננסיות

דירוג החוב של פלסטו-קרגל מביא בחשבון כי החוב נסמך על תלויה לאורך זמן בדיבידנדים מקרגל, כאשר לקרגל עצמה חוב פיננסי שישורת קודם להעלאת דיבידנדים לחברה המאוחדת, תוך שקיימים מגבלות על חלוקת דיבידנדים זו מצד חלק מהמממנים של קרגל. מבנה זה של החוב יוצר נחיתות מבנית לחוב ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. בהתאם לכך, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי.

נזילות החברה בסולו ביחס לצורכי שירות החוב חלשה ונשענת בעיקר על מיחזור חוב ומסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-90 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.2018.

ה-EBITDA של פלסטו צפויה כאמור להערכתנו לנוע בטווח של 29-32 מיליון ש"ח לשנה (2018-2019), אולם הוצאות מימון בהיקף לא מבוטל והשקעות הוניות שיעמדו להערכתנו בהיקף של לפחות 60%-80% מגובה הפחת השנתי, צפויים להותיר בידי החברה תזרים חופשי (FCF) אפסי-נמוך בשנים 2018-2019, בהתעלם מתנודות בהון החוזר. נציין עוד כי איננו מניחים חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. היתרות הנזילות החופשיות בחברה (סולו מורחב) מסתכמות לסך של כ-30 מיליון ש"ח ליום 31.12.2017. צרכי פירעון קרן החוב בשנים 2018 ו-2019 מסתכמים לכ-14 ו-32 מיליון ש"ח בהתאמה.

במהלך השנה האחרונה החברה הנפיקה הון לצורך עיבוי הנזילות ובסיס ההון העצמי שלה.

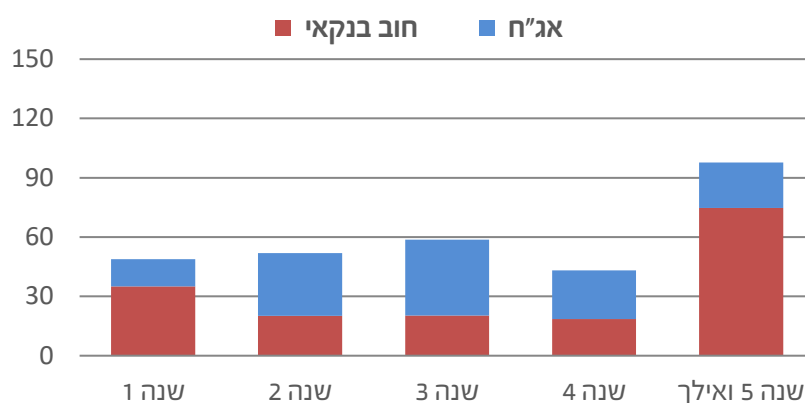
להערכת מידרוג, קרגל צפויה לייצר תזרים EBITDA של 43-53 מיליון ש"ח (להערכת החברה היקף תזרים ה-EBITDA אשר תייצר בשנים 2018-2019 הנו בטווח 50-60 מיליון ש"ח) המביאים לתזרים חופשי חיובי נמוך בשנת 2018 וחיובי בהיקף של עד כ-20 מיליון ש"ח בשנת 2019. השלמת התוכנית צפויה לתרום לקרגל חסכון תזרימי אשר עשויים לשמש בעתיד גם לחלוקת דיבידנדים לפלסטו-קרגל, אם כי הסבירות לכך בטווח הבינוני נמוכה להערכת מידרוג.

לחברה מספר אמות מידה פיננסיות אשר בהן נדרשת לעמוד הן מול המערכת הבנקאית והן מול מחזיקי אגרות החוב הקובעות בין היתר יחסי הון עצמי למאזן, חוב ל-EBITDA וחוב לז"ק אל מול הון חוזר. נכון ליום 31.03.2018 עומדת החברה בחלק מאמות המידה הפננסיות במרווח מצומצם. להערכתנו קיים חשש לאי עמידה באמות מידה פיננסיות כלפי המממנים השונים בטווח הקצר הן ברמת קרגל והן ברמת הקבוצה במאחד. צפי לאי עמידה באמות המידה עלול להקשות על יכולת מיחזור החוב, אשר החברה תדרש לו בטווח הקצר. נציין אף כי במהלך השנה האחרונה תוקנו מספר כתבי התחייבות של הקבוצה כלפי חלק מהמממנים: עודכן כלפי מטה רף

¹ יחסים אלו אינם כוללים חוב בין-חברתי בסך של כ-85 מיליון ש"ח.

העמידה בהון העצמי לסך מאזן. נציין כי להערכת החברה היא צפויה לעמוד בכל אמות המידה הפיננסיות. לחברה מערכת יחסים יציבה וממושכת מול מספר בנקים אשר תמכה בעבר ביכולת הוצאה לפועל של מהלכי מיחזור חוב.

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.03.2018 (במיליוני ₪):



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק והלוואות און קול בסך של כ- 142 מיליון ₪ ליום 31.03.2018.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ומתמשך ברווחיות החברה
- עמידה ביעדי ההתייעלות שהציגה החברה

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

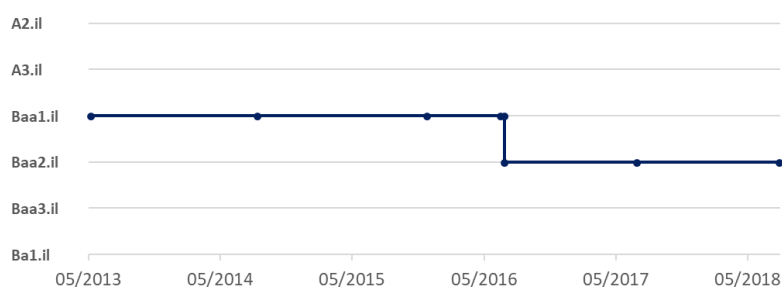
- אי עמידה באמות מידה פיננסיות
- ירידה ברווחיות פלסטו סולו (ללא קרגל) מעבר לצפי מידרוג
- שחיקה משמעותית לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי ל- EBITDA במאוחד

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. סל המוצרים של המגזר כולל שתי קבוצות מוצרים עיקריות, בעלות שיעורי רווחיות דומים. קבוצת המוצרים הראשונה הינה האריזות הגמישות: שקים ושקיות אריזות גמישות אחרות, המשווקות לתעשיית המזון וללקוחות מסחריים שונים. קבוצת מוצרים שנייה כוללת שרולים ויריעות פוליאטילן חד ורב שכבתיות, המשווקות לתעשיית הגומי וכחומר גלם בייצור אריזות גמישות.

בקבוצה מועסקים כ- 760 עובדים והיא פועלת ב-4 אתרי ייצור עיקריים בארץ, ובאמצעות חברות שיווק בחו"ל משווקת את מוצרי תחום האריזות הגמישות. בעלת השליטה בקבוצה הינה סי אי תעשיות קרטון בע"מ המחזיקה בכ- 46.83% ממניות החברה. בעלי עניין נוספים הינם כלל תעשיות (20.54%) וקרן בראשית (6.08%). מנכ"ל הקבוצה החל משנת 2005 הינו מר גבריאל נגר ויו"ר הדירקטוריון הינו מר אלי אשרף.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[פלסטו-שק בע"מ מעקב - יוני 2017](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

08.07.2018	תאריך דוח הדירוג:
29.06.2017	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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממטודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.