

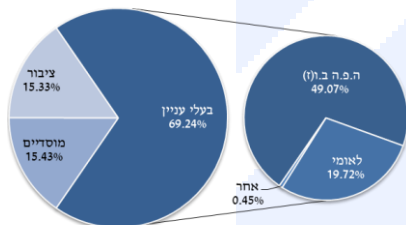
אבגול - תזרים יציב, שיפור בפעילות וברווחיות התפעולית.

תאריך: 21/06/2015
 על בסיס רבעון: Q1-2015
 מנהל מחלקה: צורי אילן
 דואל: zury.ilan@tavor.biz
 אנליסט: עומר כנפי
 יאיר אביגור
 דואל: omer.k@tavor.biz

סדרה	תשואה מומלצת	תשואה מול סיכון
ב'	1.6%	הולמת את הסיכון
ג'	3.7%	הולמת את הסיכון

שווי שוק (מיליוני ₪): 1,179
 הון עצמי (מיליוני ₪): 425
 מכפל הון: 2.78
 הון עצמי למאזן: 25.6%
 חוב פיננסי ל CAP: 65.3%

בעלי עניין



אבגול פועלת בשוק הבד הלא ארוג והינה אחת מהחברות המובילות בתחום (כ-13% מייצור הבד הלא ארוג בעולם). השליטה בחברה התחלפה בשנת 2012 וכיום הינו מחזקת על ידי HFH International B.V, חברה פרטית שהתאגדה בהולנד ומחזיקה בכ-49.07%. לקבוצה מפעלים בישראל, ארה"ב, סין, אירופה, רוסיה ומדינות נוספות, וכן הסכמים עם לקוחות ענק כגון P&G וקימברלי קלארק (KC), שהיוו מעל לכ-67% מסך ההכנסות בשנת 2014. עיקר פעילות החברה (כ-96.3% בשנת 2014) הינה ייצור מוצרי בד לא ארוג לשוק ההיגיינה. בשנים האחרונות, שומרת אבגול על רמת הכנסותיה וממשיכה לבסס את מעמדה כחברה מובילה בתחומה, בין היתר, באמצעות הגדלת כושר הייצור (רכישת קווי ייצור חדשים, חדירה לשווקים חדשים ורכישת חברות בתחום), מתן פתרונות ייחודיים ללקוחות לצורך בידול מוצריהם ופיתוח מוצרים חדשים.

תעשיית הבד הלא ארוג - תעשייה תהליכית, המאפשרת ייצור בדים על ידי אחוי סיבים (טבעיים ו/או מלאכותיים) ליריעת בד מוגמרת. ענף זה מייצר ברובו מוצרים היגייניים אך גם מייצר לתחומים רבים נוספים כגון חקלאות, ריפוד וריהוט, בניה, ציוד מחנאות, ביגוד חד פעמי ועוד. עיקר ההכנסות של החברה ברבעון הראשון של שנת 2015 הינו מייצור חיתולים חד פעמיים (כ-95.6%) לשוק ההיגיינה (Hygiene). לאור הנתונים הללו, לחברה תלות חזקה בלקוחות המהותיים של P&G ו-KC אשר מהוות ביחד כ-67% ממכירות החברה והינם שחקנים משמעותיים בתחום החיתולים העולמי. כמו כן החברה נהנית מגידול בדרישה בעולם המערבי לחיתולי מבוגרים.

נתונים פיננסיים - ברבעון הראשון של שנת 2015, הסתכמו הכנסות החברה בכ-86 מיליון דולר, קיטון של כ-2% בהשוואה לתקופה המקבילה. על אף הקיטון בהכנסות, ה-EBITDA בסוף הרבעון הראשון של 2015 הסתכמה בכ-18 מיליון דולר (21.3% מההכנסות) עלייה של כ-75% לעומת התקופה המקבילה שהסתכמה בכ-10 מיליון דולר (11.9% מההכנסות).

ד"ח מקורות ושימושים - במהלך השלוש השנים הקרובות, צפויים לחברה פירעונות קרן וריבית (בנקים ואג"ח) בסך של כ-162 מיליון דולר, תשלום שומת מס לשנים 2006-2011 בסך של כ-6.7 מיליון דולר והשקעות שוטפות בסך של כ-79 מיליון דולר. נכון ל-31/03/2015, לחברה מזומנים ושווה מזומנים בסך של כ-78 מיליון דולר. עם הפעלת קו הייצור ברוסיה במהלך הרבעון השני של שנת 2015, צפויה החברה להגדיל את ה-EBITDA בפעילות המאוחדת. בסה"כ נתוני החברה טובים כך שאיננו צופים כל בעיה בשירות חוב ו/או מחזור חוב בשנים הבאות במקרה הצורך.

מצבה הפיננסי של החברה - לחברה הון עצמי של כ-110.9 מיליוני \$ כאשר הון זה מממן כ-25.6% מהמאזן. החוב פיננסי ל CAP עומד על 65.3% יחס גבוה בהשוואה לחברות תעשייה בישראל. יחס החוב פיננסי נטו ל-EBITDA עמד על כ-2.4x שנים, נכון לסוף שנת 2014 יחס החוב פיננסי נטו ל-EBITDA עמד על כ-3.5x.

בטחונות ושעבודים - כל סדרות האג"ח אינן מגובות בשעבודים או בטחונות.

בשורה התחתונה

החברה מציגה יכולת חוזר שנתית טובה מפעילות שוטפת, ורמת מינוף ונזילות טובה ביחס לחברות תעשייה אחרות. החברה ביצעה רכישות נוספות במטרה להגדיל מחזור הפעילות ואת שיעורי רווחיות. החברה רווחית ועומדת בכלל ההתניות הפיננסיות המוטלות עליה ולכן הסיכון עבור בעלי האג"ח נמוך.

כללי

חברת אבגול עוסקת בייצור ושיווק מגוון מוצרי בד לא ארוג, ומשתמשת בטכנולוגיות מתקדמות. חלק החברה בשוק ההיגיינה היה בשנים 2011-2014 כ-13% מהשוק העולמי.

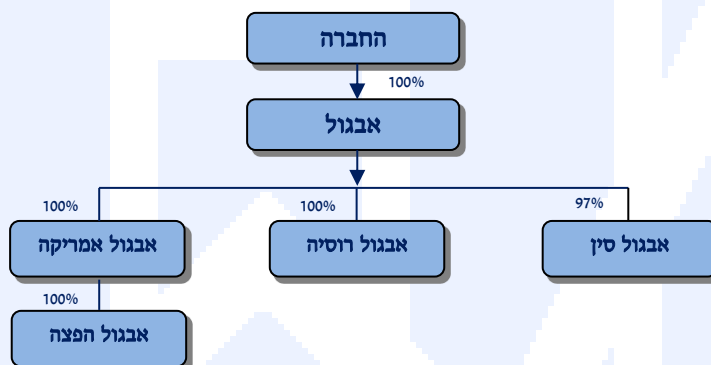
כללי

אבגול בע"מ (להלן: "אבגול" ו/או "החברה"), הינה אחת מספקיות הבד הלא ארוג הגדולות בעולם. להערכת החברה, חלק החברה בשוק ההיגיינה היה בשנים 2011-2014 כ-13% מהשוק העולמי לבד לא ארוג למוצרי היגיינה. החברה מייצרת במספר טכנולוגיות שונות ובעלת יכולות ייצור מהמתקדמות בעולם. החברה מייצרת בד לא ארוג למוצרי היגיינה בעיקר חיתולים חד פעמיים לתינוקות, תחבושות חד פעמיות לנשים, חיתולי מבוגרים, מוצרים רפואיים חד פעמיים ומגבונים. בנוסף, החברה מייצרת בד לא ארוג המשמש כחומר גלם למוצרים שונים (Non-Hygiene) המיועדים לשימושי חקלאות, ריהוט וריפוד, ביגוד חד פעמי, בדים לשימוש חד פעמי, תעשיית הבניה, ציוד מחנאות, מוצרי סינון ועוד. עיקר מכירות הקבוצה הינן ללקוחות קבועים ומחוץ לישראל (כ-87% מהמכירות נכון לסוף שנת 2014).

מוצרים חדשים:

1. החברה עובדת על פיתוח טכנולוגיה חדשה המאפשרת שילוב בין טכנולוגיות ייצור שונות כגון SB ו-SMS לבין טכנולוגיית ייצור אחרת תחת שם המותג AVSPUN.
2. בשנת 2013 סיימה אבגול הליך של פיתוח ממברנה של בד לא ארוג בטכנולוגיה ייחודית. הממברנה מציגה תכונות גבוהות של חסימות מים למול מעבר של אדי מים. בפברואר 2014, החלה הממברנה להימכר ללקוח בתחום החקלאות. החברה מבהירה כי הממברנה אינה מיועדת לתחום ההיגיינה.

להלן מבנה אחזקות החברה ליום 31.12.2014:



מדיניות דיבידנד - מדיניות החברה מדצמבר 2006 לפיה תחלק החברה מידי שנה לפחות 50% מהרווח הנקי.

הקמת קו חדש ברוסיה - ב-16.10.2013, חתמה החברה ברוסיה על הקמת קו שני לייצור בד לא ארוג. הקו צפוי להגדיל את כושר הייצור במפעל בכ-18 אלפי טון של מוצרים מוגמרים לשנה (מ-10 אלפי טון היום לכ-28 אלפי טון). להערכת החברה, הקו צפוי להתחיל לפעול ברבעון השני של 2015.

אירועים אחרונים

- ❖ **הקצאת אופציות** - באפריל 2015 החליט הדירקטוריון להקצות לשני נושאי משרה 100,000 אופציות לא סחירות. במאי 2015 אישרה האסיפה הכללית הקצאה של 500,000 אופציות לא סחירות של החברה.
- ❖ **חלוקת דיבידנד** - ביום 14.01.2015 דיווחה החברה על חלוקת דיבידנד בסך של 11 מיליון \$. מועד התשלום הינו ב-03.02.2015. יתרת רווחי החברה לאחר החלוקה הינם כ-64.129 מיליון \$.
- ❖ **באוקטובר 2014**, התקבל מרשות המיסים דרישת תשלום שומת מס בגין שנים 2006-2011 בסך כ-61 מיליון \$ (כ-16 מיליון \$), במרץ 2015 הגיעה החברה להסכם פשרה לפי תשלום החברה 25.5 מיליון \$ (כ-6.5 מיליון דולר).
- ❖ **ב-19.03.2015** חתמה החברה על שומת מס לפיו תשלום סך של 25.5 מיליון \$ (כ-6.4 מיליון \$), לרבות ריבית והפרשי הצמדה.
- ❖ **ב-18 בנובמבר 2014**, החליט דירקטוריון החברה על ביצוע פירעון מוקדם של הלוואות בנקאיות לזמן ארוך בסך של 83.8 מיליון \$.
- ❖ **ב-5 באוקטובר 2014** מר דיוויד מלדרס החל לכהן כמנכ"ל החברה. עם תחילת כהונתו הוקצו לו 4 מיליון אופציות (עלות ההטבה הגלומה בכתב האופציה נאמדה בסך של כ-4.4 מיליון \$, כ-1.2 מיליון \$).
- ❖ **דירוג אג"ח**
 - באפריל 2014, אשררה חברת מעלות על דירוג "A" לסדרות א' וב' עם תחזית יציבה.
 - ביולי 2014, דירגה חברת מעלות את סדרה ג' בדירוג "A" עם תחזית יציבה (בהיקף של עד 550 מיליון \$).
- ❖ **רכישת עצמית של מניות החברה**
 - במרץ 2014 אישר דירקטוריון החברה תכנית רכישה עצמית של עד 5 מיליון מניות רגילות. מתוכן 2.5 מיליון ירכשו על ידי החברה מפעם לפעם ולרכישת 2.5 מיליון המניות הנוספות יידרש אישור דירקטוריון לפני כל רכישה.
 - ב-18.11.2014, אישר הדירקטוריון שינוי לתכנית הרכישה לפיה סך המניות הכולל שניתן יהיה לרכוש במסגרת תכנית הרכישה יהיה שלושה מיליון מניות רגילות (בניכוי 325 אלף מניות רגילות שכבר נרכשו במסגרת התכנית) וזאת במקום חמישה מיליון מניות רגילות.

מחלקת שוק ההון

- ב-18.11.2014, אושרה תכנית נוספת של רכישת מניות של עד 2 מיליון מניות רגילות ותהיה בתוקף החל מיום 20.11.2014 ועד ליום 26.03.2015.
- במרץ 2015 אישר הדירקטוריון תכנית נוספת לרכישה עצמית של מניות החברה בהיקף של עד כ-5 מיליון מניות. התכנית תהיה בתוקף עד ליום פרסום הדו"ח השנתי לשנת 2015.
- ביוני 2015, אישר דירקטוריון החברה לרכישה עצמית של 2 מיליון מניות. נימוקי הדירקטוריון הינם: (1) מחיר המניות בבורסה הינו אטרקטיבי ומהווה הזדמנות עסקית ראויה. (2) הגדלת התשואה למניה. (3) לחברה יתרת מזומנים מספקת מבלי לפגוע בפעילותה. (4) הרכישה מקיימת את מבחן הרווח ואת מבחן יכולת הפירעון. (5) הרכישה עומדת בהגבלות בקשר עם חלוקה, הסכמי מימון עם צדדים שלישיים ובמסגרת שטרי הנאמנות של אגרות החוב (ב' ו-ג').

❖ הנפקת אגרות חוב סידרה ג'

באוגוסט 2014, הנפיקה החברה לציבור 501,980 אגרות חוב (סדרה ג') בנות 1,000 ₪ ערך נקוב, בריבית של 4.75% לא צמודות. תמורת ההנפקה הסתכמה לסך של 502 מיליון ₪, כ-144 מיליון דולר (תמורה נטו כ-143.2 מיליון דולר), המיועדים לפירעון מוקדם של הלוואות לזמן ארוך מבנקים.

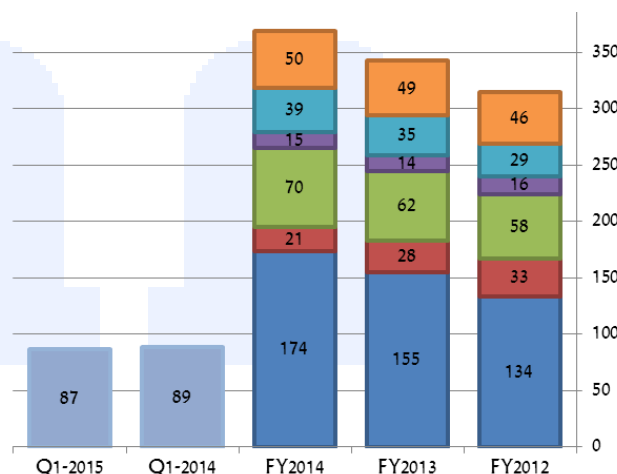
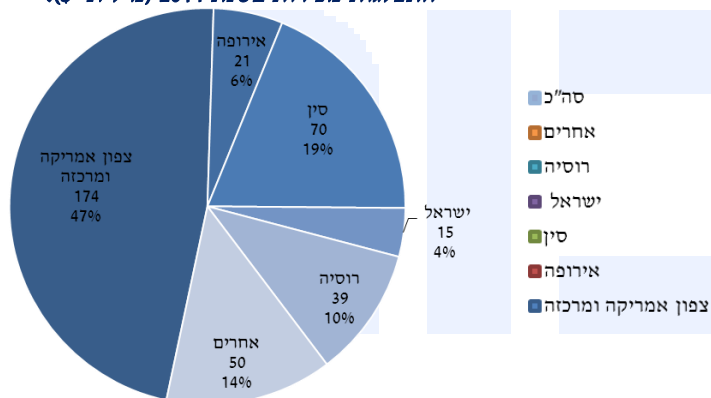
הכנסות ורווחיות

נתוני הרווח והפסד על פי דוחות מאוחדים (במיליוני \$):

Q1-2015	Q1-2014	FY2014	FY2013	FY2012	
87	89	369	343	315	הכנסות ממכירות
(2.0%)		7.8%	8.7%	(4.4%)	שיעור שינוי
(65.8)	(76)	(307.0)	(285.1)	(252.0)	עלות המכירות
(12.9%)		7.7%	13.1%	(3.3%)	שיעור שינוי
21	13	62	58	63	רווח גולמי
24.1%	14.6%	16.9%	16.8%	20.0%	% רווח גולמי
62.2%		8.4%	(8.9%)	(8.6%)	שיעור שינוי
(2.6)	(2.4)	(9.5)	(9.8)	(9.0)	הוצאות הנהלה וכלליות
(0.7)	(1)	(3.9)	(3.3)	(3.2)	הוצאות מחקר ופיתוח
(3.4)	(3.2)	(14)	(12)	(15)	הוצאות מכירה ושיווק
(0)	(0)	(0)	0	0	הוצאות אחרות
0		0	1	1	הכנסות אחרות
14	6	35	33	37	רווח תפעולי
124.6%		3.4%	(10.4%)	(11.2%)	שיעור שינוי
16.4%	7.1%	9.3%	9.7%	11.8%	דווחיות תפעולית
18	11	52	56	57	EBITDA
75%		(7.3%)	(2%)	(4%)	שיעור שינוי
21.3%	11.9%	14.0%	16.3%	18.0%	EBITDA / הכנסות
(2)	(3)	(8)	(10)	(8)	(הוצאות) הכנסות מימון נטו
(33.5%)		(20.2%)	26.1%	(17.7%)	שיעור שינוי
13	4	27	24	30	רווח לפני מס
9	3	20	17	22	רווח נקי
5.4%	3.0%	5.4%	4.9%	7.0%	דווחיות נקייה

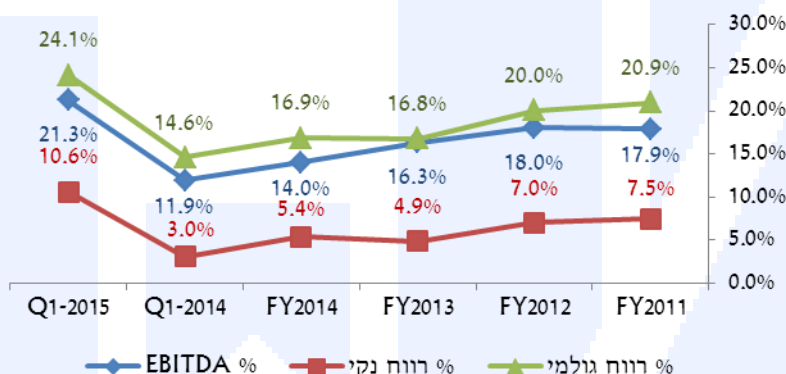
להלן פילוח הכנסות החברה בהסתכלות שנתית לפי אזורי הפעילות העיקריים (במיליוני \$):

התפלגות מכירות בשנת 2014 (מיליוני \$):



החברה מוכרת את מצריה מסביב לעולם, כמו כן עיקר מכירות הקבוצה הינן בצפון אמריקה ומרכז אשור בשנת 2014 היוו כ- 47% מכלל מכירות החברה וסין כ- 19% מכלל מכירות הקבוצה.

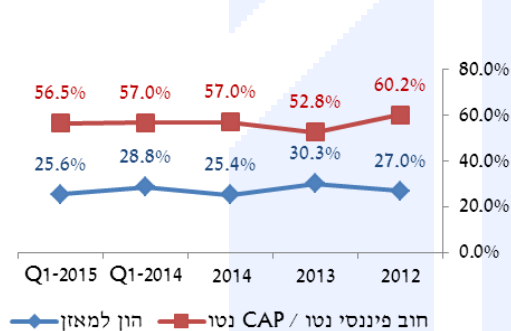
הכנסות - ההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2015, הסתכמו בכ-86.8 מיליון דולר, קיטון של כ-2% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הקיטון נבע מירידה של כ-3% במחירי המכירה הממוצעים, עקב ירידה במחירי חומרי הגלם הממוצעים ברבעון הקודם ומדיניות החברה לעדכון מרבית מחירי המכירה מדי שלושה חודשים, וקוזז חלקית עם עלייה בכמות המכירות. בשנת 2014, גדלו הכנסות החברה בכ-7.8% לכ-369.3 מיליון \$. עיקר הגידול נבע מכך שהכמות הנמכרת הייתה גבוהה יותר וזאת עקב שיפור ביעילות הייצור במחצית השנייה של שנת 2014.



רווח גולמי- הרווח הגולמי ברבעון הראשון של שנת 2015 הסתכם בכ-20.9 מיליון דולר (24.1% מהמכירות) לעומת רווח של כ-12.9 מיליון דולר בתקופה המקבילה (14.6% מהמכירות), גידול של כ-62%. הגידול ברווח וברווחיות נובע בעיקר מהירידה במחירי רכישת חומרי הגלם אשר הובילה לעלייה ברווחיות. הירידה במחירי חומרי הגלם הובילה לשיפור גם ברווח התפעולי, ברווח הנקי וב-EBITDA. כמו כן, היעילות התפעולית באתרי הקבוצה ובארה"ב היו טובים יותר ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

יחסי מינוף ונזילות

להלן יחסי כיסוי של החברה (באלפי \$):



תאריך מאזן	FY2012	FY2013	FY2014	Q1-2014	Q1-2015
סה"כ הון עצמי (במיליוני \$)	140	134	113	123	111
סה"כ מאזן (במיליוני \$)	422	442	445	426	433
חוב פיננסי ברוטו (במיליוני \$)	215	229	257	226	252
חוב פיננסי נטו (במיליוני \$)	161	181	180	199	174
הון למאזן	33.1%	30.3%	25.4%	28.8%	25.6%
חוב למאזן	66.9%	69.7%	74.6%	71.2%	74.4%
חוב פיננסי ברוטו / CAP	56.6%	58.6%	65.5%	60.0%	65.3%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	49.3%	52.8%	57.0%	57.0%	56.5%
יחס שוטף	1.8	1.8	2.42	1.80	2.49
יחס מהיר	1.4	1.3	1.84	1.29	1.90
יחס מידי	0.6	0.5	0.94	0.30	1.02

בשנים האחרונות שומרת החברה באופן יציב על רמת הנזילות גבוהה, מעבר מיחס שוטף של 1.8 בשנת 2012 ל-2.49 בסוף הרבעון הראשון של שנת 2015. רמת המינוף של החברה גדלה בשנת 2014 כתוצאה מהנפקת אג"ח (סדרה ג') בסך ומגיוס הלוואה בנקאית.

תזרים המזומנים שנבע מפעילות שוטפת ברבעון הראשון של שנת 2015 הסתכם בכ-15.5 מיליון \$ לעומת 8.2 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ-89%. הגידול נובע בעיקר משיפור ברווחיות התפעולית בתקופה וכן מירידה בהון החוזר אל מול עליה בהון החוזר בתקופה המקבילה אשתקד אשר נבעה משינוי תנאי האשראי של חלק מלקוחות הקבוצה.

תזרים המזומנים ששימש לפעילות השקעה ברבעון הראשון של שנת 2015 הסתכם בכ-8.8 מיליון \$ לעומת 1.9 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע בעיקר מהשקעות שוטפות בצידוד והשקעות בצידוד עבור הקו השני ברוסיה וכן השקעות בפקדונות לז"ק.

תזרים המזומנים ששימש לפעילות מימון ברבעון הראשון של שנת 2015 הסתכם בכ-11.1 מיליון \$ לעומת 10.9 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד. התזרים ברבעון הראשון של השנה שימש בעיקר לתשלום דיבידנד בסך של כ-11 מיליון \$.

תחזית מקורות ושימושים

להלן תחזית מקורות ושימושים מאוחד מתואם עד לסוף שנת 2018 (באלפי \$):

FY2018	FY2017	FY2016	9M/2015	
28.2	40.2	47.1	77.8	מזומנים והשקעה לטווח קצר יתרות פתיחה
				מקורות:
67.2	74.2	79.6	63.9	EBITDA
				מחזור אשראי בנקאי וא"ח
95.3	114.4	126.7	141.6	סה"כ מקורות:
				שימושים:
(26.0)	(27.6)	(29.1)	(30.7)	אג"ח סדרה ב' - החזרי קרן ותשלומי ריבית
(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	אג"ח סדרה ג' - החזרי קרן ותשלומי ריבית
(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	הלוואות מבנקים ואחרים - החזרי קרן ותשלומי ריבית
(3.5)	(3.5)	(3.5)	(1.4)	HSBC (Hermes) תשלומים בגין ביטוח אשראי
				תשלומי ריביות נוספים כתוצאה ממחזור אשראי
(10.5)	(12.1)	(13.3)	(10.9)	מס תזרימי
			(6.7)	תשלום מס בגין בשנים 2006-2011
(3.4)	(3.3)	(1.1)	(16.7)	השקעה נדרשת בהון חוזר
(20.0)	(20.0)	(20.0)	(19.0)	השקעה נטו בנדל"ן להשקעה ו-CapEx שוטפת
(11.0)	(11.0)	(10.0)		חלוקת דיבידנד
(83.5)	(86.2)	(86.5)	(94.5)	סה"כ שימושים:
11.8	28.2	40.2	47.1	מזומנים והשקעה לטווח קצר, יתרות סגירה

להלן הנחות לתזרים עפ"י דוח מאוחד מתואם:

- **הכנסות** - מנתונים שפרסמה החברה, הביקוש העולמי לבדים לא ארוגים בתחום היגינה צפוי לצמוח כ-5.0% כל שנה עד לשנת 2018.
 - ◀ מלבד הפעילות ברוסיה, הערכנו כי הגידול הצפוי במכירות החברה יעמוד על כ-3.0% כל שנה.
 - ◀ הפעילות ברוסיה - ביום 16.10.2013, חתמה החברה על הקמת קו שני לייצור בד לא ארוג. הקו צפוי להגדיל את כושר הייצור במפעל בכ-18 אלפי טון של מוצרים מוגמרים לשנה (מ-10 אלפי טון היום לכ-28 אלפי טון). להערכת החברה, הקו צפוי להתחיל לפעול ברבעון השני של 2015 החברה. סך המכירות בשנת 2014 הסתכמו בכ-39 מיליון \$. להערכתנו, עם הפעלת קו הייצור החדש המכירות בשנת 2015 צפויות להסתכם בכ-48 מיליון \$ (בהנחה של 80% כושר ייצור במחצית השנייה של השנה) ובכ-60 מיליון \$ בשנת 2016.
- **עלות המכר** - הוערכה על פי השיעור הנוצא מתוך ההכנסות ברבעון הראשון של 2015, שיעור נמוך משנים קודמות בשל הירידה במחירי חומרי גלם, עם עלייה הדרגתית לכיוון העלויות בשנים קודמות. הוצאות ישתנו בהתאם לגידול בהיקפי הפעילות.
- **הוצאות מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות** - הנחנו כי שיעור הוצאה מסך ההכנסות תקטן בהתאם לגידול בהיקפי הפעילות (יתרון לגודל).
- **פחת** - גובה הפחת החזוי נקבע על פי הפחת ברבעון הראשון של 2015 תוך התחשבות בגידול הפחת הצפוי עם הפעלת הקו החדש ברוסיה (החל מסוף הרבעון השני של 2015).
- **פירעון אג"ח** - בהתאם לתחזית פירעונות אג"ח סדרות ב' ו-ג'.
- **תשלום מס בגין שנים 2006-2011** - באוקטובר 2014, התקבל מרשות המיסים דרישת תשלום שומת מס בגין שנים 2006-2011 בסך כ-61 מיליון \$ (כ-16 מיליון \$), במרץ 2015 הגיעה החברה להסכם פשרה לפי תשלום החברה 25.5 מיליון \$ (כ-6.7 מיליון \$), הנחנו כי הסכום ישולם במהלך 2015.
- **CapEx נטו** - הוערך בהתאם לנתוני ההשקעה ברכוש הקבוע בשנים האחרונות תוך התחשבות בעלויות הקמת הקו החדש ברוסיה.
- **השקעה צפויה בהון החוזר** - בהתאם ימי הון חוזר הנהוגים בחברה.
- **דיבידנד חזוי** - לחברה מדיניות חלוקת הדיבידנד בשיעור של לפחות 50% מהרווח הנקי. בפברואר 2015 חילקה החברה דיבידנד בסך של 11 מיליון \$.
- **יתרת רווחי החברה** לאחר החלוקה הינם כ-64.129 מיליון \$.
- **גיוס/מחזור אשראי בנקאי ואג"ח** - להערכתנו, החברה לא תידרש לגייס כספים לצורך מימון השקעות.

סיכום דוח מקורות ושימושים:

במהלך השלוש השנים הקרובות, צפויים לחברה פירעונות קרן וריבית (בנקים ואג"ח) בסך של כ-162 מיליון דולר, תשלום שומת מס לשנים 2006-2011 בסך של כ-6.7 מיליון דולר והשקעות שוטפות בסך של כ-79 מיליון דולר. נכון ל-31/03/2015, לחברה מזומנים ושווה מזומנים בסך של כ-78 מיליון דולר. עם הפעלת קו הייצור ברוסיה במהלך הרבעון השני של שנת 2015, צפויה החברה להגדיל את ה-EBITDA בפעילות המאוחדת. בסה"כ נתוני החברה טובים כן שאיננו צופים כל בעיה בשירות חוב ו/או מחזור חוב בשנים הבאות במקרה הצורך.

פרטי אג"ח

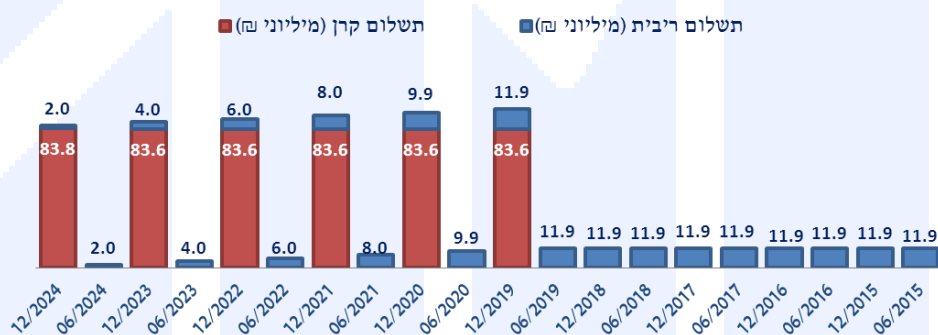
סדרה	ב'	ג'
מס' נייר	1126317	1133289
הון רשום למסחר (מיליוני ₪)	375.0	502.0
ערך מתואם ברוטו	100.0	100.0
ריבית נקובה + הצמדה	6.3% שקלי	4.75% שקלי
מועדי תשלום ריבית	חצי שנתי ב-30/06 ו-31/12	חצי שנתי ב-30/06 ו-31/12
מועדי תשלום קרן	שנתי ב-31/12	שנתי ב-31/12 החל מ-2019
מועד גמר פדיון	31/12/2018	31/12/2024
סוג פדיון	לשיעורין	לשיעורין
נאמן	משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ	משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ
שער באג'	110.07	105.93
מח"מ ברוטו	1.97	6.07
תשואה ברוטו	1.16%	3.79%
מרווח ממשלתי	0.91%	2.16%
שעבוד	ללא	שלילי
דירוג של מעלות	A יציב	A יציב

שתי סדרות האג"ח של החברה אינן מובטחות בשעבודים.

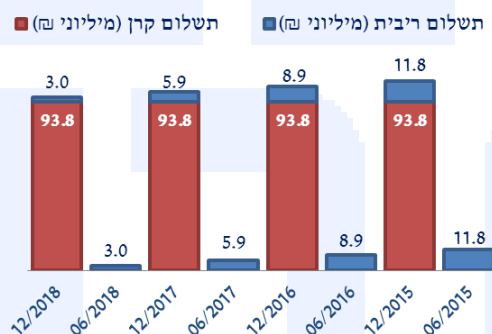
דירוג האג"ח

באפריל 2014, אשררה חברת מעלות על דירוג "A" לסדרה ב' עם תחזית יציבה. ביולי 2014, דירגה חברת מעלות את סדרה ג' בדירוג "A" עם תחזית יציבה.

סדרה ג'



סדרה ב'



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה בתחום אג"ח

שם אנליסט: צורי אילן (מנהל מחלקה)

השכלה: BA בכלכלה ומדעי החברה עם התמחות בחשבונאות ומימון מהאוניברסיטה הפתוחה. MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון מהאוניברסיטה העברית בירושלים. ניסיון באנליזה: אנליסט מחקר בשוק ההון החל משנת 2004 ועד היום בחברות הבאות: כרמים שוקי הון, הדס ארזים בית השקעות, ישיר בית השקעות (ביטוח ישיר) ובחברת הברוקרים מרץ השקעות בע"מ.

שם האנליסט: עומר כנפי

השכלה: BA בבנקאות ושוק ההון, המכללה האקדמית נתניה. MBA במנהל עסקים עם התמחות ביזמות וניהול היי-טק, אוניברסיטת בן גוריון בנגב. ניסיון באנליזה: אנליסט בחברות ייעוץ כלכלי החל משנת 2008. אנליסט בחברת תבור החל משנת 2014.

שם האנליסט: יאיר אביגור

השכלה: בעל רישיון לניהול תיקי השקעות משנת 2012. BA בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן. ניסיון מקצועי: אנליסט ומנהל תיקי השקעות בחברת דיבינדד השקעות(ת.א) בע"מ החל משנת 2011.

התאגיד מטעמו פועל מכין האנליזה

תבור כלכלה ופיננסים בע"מ
בית קורקס, רח' זרחין 10 רעננה 4366238. טלפון משרד ראשי 09-7776800/1 www.tavor.biz
מנהל מחלקת שוק ההון: צורי אילן, טלפון 09-7776822 דוא"ל: zury.ilan@tavor.biz

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים העלולים להשפיע לרעה באופן מהותי על הערכת השווי וסיכון.

שיטת הערכת השווי ומתודולוגיה: נתונים מאזניים בדוחות החברה, מעריכי שווי של חיצוניים המלווים לדוחות, מודל תבור.

גורמי סיכון עיקריים: חשיפה לשינויים בשער החליפין של מטבעות שונים ביחס לדולר (מטבע פעילות), שינויים במחירים של חומרי גלם, סיכון אשראי, סיכונים ריבית ודולרית ושביתות בנלי הים של ישראל. בנוסף, החברה חשופה לשינויים פוליטיים, לאור ההחלטה האחרונה של האיחוד האירופאי, מאחר ומפעל החברה בישראל ממוקם מעבר לקו הירוק, כך שבעתיד עלולים להשתנות הסכמי הסחר או סימן מוצרים אשר עלול לפגוע בפעילות הקבוצה. כמו כן החברה חשופה לשביתות בנמל חיפה מאחר והייצור בארץ מיועד ברובו לייצוא.

המודל האקונומטרי של חברת תבור	
ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח גבוהה ביחס לסיכון הגלום.	תשואה גבוהה ביחס לסיכון
ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח הולמת את הסיכון הגלום.	תשואה הולמת את הסיכון
ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח נמוכה ביחס לסיכון הגלום.	תשואה נמוכה ביחס לסיכון

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים מצדו אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

הצהרת האנליסט

אני, יאיר אביגור, בעל רישיון לניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך מס' 11343, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יאיר אביגור

הערה משפטית

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה ע"י מחלקת שוק ההון בחטיבת מחקר כלכלי ואסטרטגיה בחברת תבור כלכלה ופיננסים. מסמך זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 בלבד. דו"ח זה מבוסס על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע ציבוריים הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה היא כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונותם.

הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו המלצה ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו בלבד. החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו.

חברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ ("תבור"), חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה. תבור ותאגידים מקבוצת תבור עוסקים בייעוץ כלכלי ואסטרטגי, ניהול פרויקטים, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות, מחקר וייעוץ למוסדיים בשוק ההון ופעילות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתבור ותאגידים מקבוצת תבור, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו ו/או ימכרו ו/או יפיצו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תבור יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ו/או מוכרו ו/או מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון.

סוף מסמך

