

אמפל- אמריקן ישראל קורפוריישן

A3	אג"ח סדרה א' (Issue)
----	----------------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב במסגרת הנפקה פרטית של אגרות חוב (סדרה א') בסך של עד 250 מיליון ש"ח (כ- 57 מיליון דולר אמריקאי לפי שער החליפין ביום אישור הדירוג). אגרות החוב ישמשו למימון השקעה בחברות קיימות וחדשות. אגרות החוב צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן ותעמודנה לפירעון בחמישה תשלומי קרן שנתיים שווים בחודש נובמבר של השנים 2011-2015 (גרייס ארבע שנים על הקרן) ותשלומי ריבית חצי שנתיים בגין יתרת החוב הבלתי מסולקת החל מחודש מאי 2007. הדירוג ניתן בכפוף להתחייבות החברה לשמר כבטוחה לטובת מחזיקי אגרות החוב סכום השקול לשישה תשלומי ריבית חצי שנתיים בגין החוב המקורי. סכום הבטוחה יפחת בהתאם לתשלומי ריבית למחזיקי סדרת אגרות חוב א' בשלוש השנים הראשונות לתשלום הריבית.

פרופיל החברה

אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן ("אמפל" או "החברה") נוסדה בשנת 1942 וכיום פועלת כחברת החזקות בשליטת איש העסקים מר יוסי מימן. מניות החברה נסחרות בבורסת לני"ע בת"א ובניו יורק. בשנים האחרונות פעלה החברה לטיוב תיק ההחזקות, באמצעות מימושים של החזקות. יתרת המזומן וניירות ערך סחירים הסתכמה נכון ליום 30.6.2006 בכ- 73 מיליון \$, מתוכם 50 מיליון \$ שימשו למימון הגדלת ההחזקה במניות חברת ("EMG") East Mediterranean Gas Company, לאחר תאריך המאזן. יתרת החוב הפיננסי של החברה (סולו) ליום 30.6.2006 הסתכמה בכ- 30 מיליון \$.

נכון ליום פרסום דוח הדירוג, מאופיין תיק ההשקעות של החברה במספר חברות מוחזקות פרטיות, הפועלות בעיקר בתחומי האנרגיה, הנדל"ן, והפנאי בישראל. לחברה החזקה מרכזית אחת-EMG, חברה מצרית בעלת זיכיון לאספקת גז טבעי בישראל, באמצעות צינור גז ימי שיוקם מאל עריש לאשקלון. פרויקט ההקמה נמצא בראשיתו, עלותו נאמדת בכ- 340 מיליון דולר והקמתו מתוכננת להסתיים עד ראשית 2008. נכון ליום פרסום דוח הדירוג הודיעה EMG כי אספקת הגז תחל בחודש אפריל 2008. תקבולי הדיבידנדים הצפויים לחברה מהחזקה זו עתידים להוות מקור ליבה לפירעון התחייבויותיה הפיננסיות, זאת כתלות בעמידה בתחזיות הפיננסיות שבוצעו להערכת הפרויקט. בעלי השליטה העיקריים ב- EMG הינם איש העסקים המצרי, מר חוסיין סאלם (כ- 65%), רשות הגז המצרית (10%), חברת מרחב מ.נ.פ בע"מ שבבעלותו המלאה של מר יוסי מימן (23%). לחברה החזקת מיעוט ב- EMG (2%). במסגרת עסקה עם בעל השליטה שנחתמה לאחר תאריך המאזן הגדילה החברה את חלקה בחברה בעוד 4.6%¹ וקיבלה אופציה לרכישה של 5.9% נוספים.

מחברת:
יהודית רוזנברג-צירט
אנליסטית בכירה
j.r.cirt@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיין
סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 1.11.2006. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

¹ לפרטים נוספים בנוגע לעסקה, ראה פרק: "בעלות ניהול ואסטרטגיה".

החזקות נוספות בתיק ההחזקות של החברה, אשר תרומתן לשווי המאזני שלו עולה על כ- 5% (כל אחת) ליום 30.6.2006 הינן: אמחל בע"מ ("אמחל", כ- 100% בהון ובהצבעה), המחזיקה בשני בתי דיור מוגן תחת המותג "עד 120" ואשר בכוונתה להקים מרכזים נוספים מזה מרכז אחד בבניה ו- Carmel Container Systems ("כרמל", 22%) העוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק של מוצרי אריזה מנייר. בנוסף כולל תיק ההשקעות גם חברות שתרומתן לשווי המאזני של התיק נמוכה יותר, בהן Fimi Opportunity Fund L.P (כ- 2%), קאנטרי קלאב כפר סבא (51%), מרכז ספורט הוד השרון (50%) ועוד.

נכון ליום פרסום דוח הדירוג פועלת החברה לאיתור השקעות חדשות בעיקר בתחום האנרגיה, שתתרומו לשיפור התזרים התפעולי השוטף שלה, בעיקר באמצעות תקבולי דיבידנד. מקורות המימון לביצוע הרכישות יכללו את יתרות המזומנים הקיימות בחברה, מימוש השקעות קיימות וכן גידול במצבת ההתחייבויות הפיננסיות של החברה.

שינויים מהותיים לאחר תאריך המאזן:

- הגדלת שיעור ההחזקה במניות EMG במסגרת עסקה עם בעל השליטה.
- רישום מניות החברה למסחר כפול בבורסה לני"ע בת"א.

להלן מבנה תיק ההשקעות של החברה, ליום 30.6.2006 לרבות פרופורמה להגדלת שיעור ההחזקה ב- EMG (ל- 6.6%):

פרופורמה להגדלת החזקה ב EMG			אמפל: התפלגות שווי מאזני של תיק החזקות ליום 30.6.2006			תחום	חברה
%	שווי מאזני	שיעור החזקה	%	שווי מאזני	שיעור החזקה		
93.5%	129,960	6.6%	76.9%	29,960	2.0%	אנרגיה	EMG ¹
2.3%	3,241	100.0%	8.3%	3,241	100.0%	נדל"ן	אמחל בע"מ
0.0%	-	37.0%	0.0%	-	37.0%		קניון לב המפרץ
0.5%	631	51.0%	1.6%	631	51.0%	פנאי	קאנטרי קלאב כ"ס
0.3%	350	50.0%	0.9%	350	50.0%		מרכז ספורט הוד השרון
2.2%	3,003	21.8%	7.7%	3,003	21.8%	אחר	כרמל
1.0%	1,365	2.1%	3.5%	1,365	2.1%		FIMI
0.2%	309	0.7%	0.8%	309	0.7%		CLALCOM LTD.
0.1%	75	1.8%	0.2%	75	1.8%		COURSES INVESTMENT IN TECHNOLOGY LTD.
0.0%	42	0.0%	0.1%	42			אחרים
100.0%	138,976		100.0%	38,976		סה"כ	
2,131			2,131			נדל"ן החברה ²	
141,107			41,107			סה"כ	

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

1. במסגרת עסקת המכר בין מרחב וחברת אמפל אנרגיה בע"מ ("אמפל אנרגיה"), חברה בבעלות מלאה של אמפל, הוסכם בין הצדדים כי מניות אמפל אנרגיה ב- EMG תוחזקנה בידי מרחב בנאמנות. למרחב אמפל אנרגיה בע"מ, חברה בבעלות מלאה של אמפל אנרגיה בע"מ, שעבוד קבוע, ראשון בדרגה על חלקה של אמפל אנרגיה במניות EMG (שעבוד נרשם ברשם החברות בישראל).
2. נמכר ב 4.6 מיליון דולר בספטמבר 2006.

בעלות

נכון ליום 30.6.2006 החזיק איש העסקים, מר יוסי מימן, בכ- 58.2% מהון המניות של אמפל, זאת באמצעות חברה פרטית שבבעלותו המלאה. יתרת המניות מוחזקות בידי הציבור². החל מחודש אוגוסט 2006 רשומות למסחר כפול בבורסה לני"ע בת"א. רכישת המניות ע"י מר מימן בוצעה בשנת 2002 בעלות של כ- 87 מיליון דולר, לפי מחיר שוק של כ- 7.43 דולר המניה. נכון ליום 29.10.2006 נסחרת המניה בכ- 4.55 דולר. להערכת מידרוג, רכישת השליטה באמפל נועדה לנצלה כפלטפורמה ציבורית למימון פעילות האנרגיה של חברות בשליטת יוסי מימן. בעקבות התקשרות של בעל השליטה עם החברה בעסקה למכירת חלק מהחזקותיו במניות EMG, לאחר תאריך המאזן ליום 30.6.2006, עלה שיעור ההחזקה שלו בחברה לעלות לכ- 67%.

עסקה עם בעל השליטה

מלבד החזקתו באמפל, מר מימן הינו אחד מבעלי השליטה ב-EMG, אשר עם היווסדה החזיק בכ- 25% מהון המניות המונפק שלה, באמצעות חברת מרחב שבבעלותו. בסוף שנת 2005 התקשרה החברה בעסקה עם בעל השליטה לרכישת 2% מהון המניות ב-EMG בעלות של כ- 30 מיליון דולר, המשקפים שווי לחברת EMG של כ- 1.5 מיליארד דולר. במהלך חודש אוגוסט 2006 התקשרה החברה בעסקה נוספת עם בעל השליטה לרכישת 4.6% נוספים מהון המניות של – EMG בעלות של 100 מיליון דולר, המשקפת שווי לחברת EMG של כ- 2.17 מיליארד דולר (עלייה של כ- 45%). במסגרת העסקה ניתנה לחברה אופציה לרכישה נוספת של מניות EMG בשיעור של 5.9%, לפי אותו שווי ולתקופה של 24 חודשים מיום החתימה. באם תמומש האופציה יחזיקו אמפל ובעל השליטה בחלקים שווים במניות EMG (12.5% כל אחד). לצורך ביצוע העסקאות הוכנו הערכות שווי על ידי מעריכים חיצוניים מישראל ומארה"ב אשר עמדו את שווי EMG בכ- 2.17 מיליארד דולר, לאחר דיסקאונט של 22% ובשיעור היוון של 12%. הערכות השווי התבססו על ההנחה כי EMG תצליח לשווק בישראל את כל כמות הגז המוגדרת במסגרת הזיכיון עד שנת 2011.

ניהול

מיום רכישת גרעין השליטה בחברה בשנת 2002 מכהן בעל השליטה, מר יוסי מימן כיו"ר הדירקטוריון של החברה. צוות הניהול הבכיר בחברה הוחלף אף הוא עם שינוי הבעלות, במנהלים ששימשו בתפקידי מפתח בחברת מרחב, לרבות בתחום האנרגיה. ביום 30.9.2006, דיווחה החברה על מינוי של מר מימן כמנהלה הכללי של החברה, במקום מר ג'ק ביגיו ששימש בתפקיד משנת 2002.

להלן תיאור שדרת הניהול הבכירה בחברה:

שם	בעל תפקיד	תחילת כהונה
מר יוסף מימן	יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל	2002 (יו"ר) 2006 (מנכ"ל)
גבי אירית אילוז	סמנכ"לית כספים*	2002
מר יורם פירון	סמנכ"ל השקעות ומזכיר*	2002
מר עמית מנצור	סמנכ"ל השקעות	2003
מר גיורא בר ניר	חשב	2002

* עד שנת 2002 הועסקו ע"י מרחב.

² ציבור כולל נושאי משרה, המחזיקים בשיעור מניות שאינו עולה על 5% מהון המניות.

אסטרטגיה

החברה מתכוונת לנצל את יתרות המזומן הגבוהות שנצברו בה, לצד הגדלת רמות המינוף, לאיתור והשקעה בחברות בעלות יכולת לייצר תזרימי מזומנים חזקים ויציבים, בהן היא יכולה להבטיח שליטה בתזרימי מזומנים על בסיס שוטף, כיסוי הוצאותיה השוטפות והתחייבויותיה הפיננסיות.

- בכוננת החברה לבנות תיק השקעות מוטה סקטוריאלית, בעיקר לתחומי האנרגיה והתשתיות, תוך ניצול הניסיון הנצבר של הנהלת החברה בפרויקטים בחו"ל בתחום האנרגיה ובתחומי תשתית אחרים וכן ניצול יתרונות סינרגטיים הנובעים מההחזקה ב-EMG. בימים אלו נבחנת השקעה בחברות אנרגיה נוספות בארץ ובחול. להערכת מידרוג, חרף היתרון הגלום בחברה מצד בעל השליטה בה, התבססותה על תיק החזקות המוטה לתחום האנרגיה מגלם סיכון גבוה בהשוואה לתיקי השקעות מגוונים, הפזורים על פני מספר ענפי פעילות. התנודתיות ביחסי ההיצע והביקוש לנפט בעולם, משפיעים על מחירו ועל מחיר מוצרים נגזרים או תחליפיים, לרבות הגו הטבעי.
- בתחום הדיור המוגן, מתכוונת החברה לפעול להשבחה והצמחת הפעילות, בעיקר באמצעות ההחזקה באמחל. נכון ליום 30.6.2006 בסיס ההון באמחל גירעוני והחברה בוחנת אפשרות לחיזוק. היקף החוב הפיננסי באמחל ליום 30.6.2006 הסתכם בכ- 14 מיליון דולר (כ- 105% מה-CAP) וגירעון בהון הסתכם בכ- 2 מיליון דולר.

שיקולים עיקריים לדירוג

תיק החזקות כולל בעיקר אחזקה ב- 6.6% במניות EMG, יתרת מזומן ושווי מזומן בסך של 20 מיליון \$ כנגד חוב של 30 מיליון \$ ואחזקה במספר חברות פרטיות, הפועלות בעיקר בתחומי הדיור המוגן, הנדל"ן והפנאי בישראל; החזקת מיעוט ב-EMG, חברה מצרית (דירוג בינלאומי של Moody's לחוב ממשלת מצרים במט"ח - Ba1 – אופק יציב), בעלת זיכיון לאספקת גז טבעי בישראל באמצעות צינור גז ימי מתוך מאגרים גדולים של גז טבעי בבעלות מצרים המוערכים ב- 3,400BCM מתוכם קיבולת מוכחת של 1,870BCM; לאור היתרונות הכלכליים ואקולוגיים של שימוש בגז לייצור חשמל ו/או לשימושי התעשייה בעולם ותחזיות ביקושים של גורמים שונים לרבות משרד התשתיות, יכולת שיווק הגז בישראל מוערכת כגבוהה ביותר; הקמת הצינור נמצאת בראשיתה ולפיכך ניכרת חשיפה לסיכונים הקמה שונים, בהם עיכוב קליטת הגז ממצרים, אי עמידה בלוחות זמנים להשלמת תשתית הולכת הגז בישראל, איתור מקורות גז חלופיים חלקם באמצעות תגליות גז חדשות ו/או חידוש המו"מ עם BG לאספקת גז טבעי ממאגר שלחופי עזה ואחרים; פרויקט ההקמה של צינור אל עריש-אשקלון והמתקנים הנלווים, צפוי להמשך כ- 18 חודשים, מתוכם כחודשיים בלבד לצורך הנחת הצינור בפועל; ל-EMG כיום הסכם יחיד אם כי ארוך טווח לאספקת גז עם חח"י של עד כ- 30% מהכמות המקסימאלית המוגדרת בזיכיון; להערכת מידרוג, קיים פוטנציאל להתקשרות חח"י עם EMG לרכישת גז בהיקפים גדולים יותר, בין היתר, כתלות בשיקולים רגולטוריים בנוגע לפרופיל משק האנרגיה בישראל בעשור הקרוב; מעבר לשימוש בגז טבעי על פני חלופות אחרות, טומן בחובו פוטנציאל חסכון עלויות ניכר ומהווה תמריץ למעבר לשימוש בגז הטבעי; המחיר בו רוכשת EMG את הגז נמוך משמעותית מהמקובל כיום בעולם ולפיכך פוטנציאל הרווח שלה גבוה. יחד עם זאת כ- 70% מקיבולת הגז המוצעת ע"י EMG טרם נמכרה, נוכח משא ומתן על מחירי מכירה שעלו משמעותית. עיכוב זה מגביר את החשיפה לשינויים במחירי הדלקים והגז, המאופיינים בתנודתיות; EMG אימצה מדיניות דיבידנד לפיה יחולק לבעלי המניות אחוז מהותי מתוך הרווח הנקי. להערכת מידרוג, תקבולי הדיבידנד מ-EMG עתידיים להוות מקור תזרימי עיקרי לפירעון אג"ח נשוא הדירוג ולפיכך עיכוב בהעברתם מכל סיבה שהיא עלול להחליש את יכולת החברה לשרת את התחייבויותיה אלה. החברה התחייבה לשמור כרית אשר תבטיח תשלומי ריבית בשלוש השנים הראשונות.

- החזקה בחברה בעלת זיכיון בלעדי לאספקת גז טבעי ממצרים לישראל ואפשרות לאספקת גז למדינות נוספות השוכנות באגן הים התיכון. להערכת מידרוג, קיימים מספר גורמים המחזקים את תוקף ההסכם אספקת הגז ממצרים לישראל, בהם: (1) היותו מעוגן במסגרת הסכם השלום עם בין ישראל למצרים ולפיכך הפרתו מהווה הפרה של הסכם השלום; (2) קיום ההסכם תומך באסטרטגיה מדינית כוללת יותר של מצרים בכל הנוגע לשימור יחסים תקינים עם מדינות המערב, בעיקר ארה"ב, התורמת לפיתוח המדינה; (3) להסכם תרומה כלכלית מהותית לכלכלת מצרים. במסגרת הזיכיון מחויבת מצרים לספק ל-EMG גז בהיקף של כ-105BCM (7BCM לשנה, לתקופה של 15 שנה), אותו תוכל לשווק במהלך 12 שנים ללקוחות בישראל, באמצעות חוזים ארוכי טווח. המחיר בו התחייבה מצרים להעביר את הגז ל-EMG נמוך משמעותית מהמקובל בעולם ולפיכך מאפשר ל-EMG ליהנות ממרווחים גבוהים. מחירי הגז ברכישה ובמכירה קבועים, אם כי צמודים לשינויים במחירי סל דלקים. למחיר הרכישה נקבע סף עליון (במחירי הדלקים השוררים כיום מחיר הרכישה הוא על פי הסף העליון).
- גז נקי ממגוון מאגרים גדולים במיוחד במצרים - 3,400BCM מתוכם קיבולת מוכחת של 1,870BCM. נכון ליום פרסום דוח הדירוג, ים תטיס הינו מקור הגז הטבעי הפעיל היחיד בישראל. שדה הקידוח, שבבעלות קבוצת דלק וחברת NOBEL ממוקם בלב ים, לא הרחק מחופי אשקלון ויתרת הקיבולת שלו ליום 31.12.2005 מוערכת על כ-22.5BCM. המאגר צפוי להתרוקן עד שנת 2015. מרבית הגז מסופק לחברת חשמל לישראל (חח"י). מנייתו פרופיל התחרות בתחום אספקת הגז הטבעי בישראל, ניכר יתרון ראשוני פוטנציאלי משמעותי ל-EMG, כפי שהיה לים תטיס עד כה, זאת במידה ותעמוד ביעדים שנקבעו להשלמת הפרויקט ולתחילת אספקת גז ללקוחות פוטנציאליים. להערכת מידרוג, הסבירות להתפתחות תחרות משמעותית בתחום אספקת הגז בישראל בשנים הקרובות נמוכה, אם כי אפשרית, בעיקר מכיוון: (א) ים תטיס, במידה וימצאו מאגרים מוכחים נוספים; (ב) British Gas ("BG"), בעלת הזיכיון לקידוח והפעלה של מאגר הגז הטבעי מול חופי עזה. קיבולת המאגר נאמדת בכ-40BCM, והוא עשוי להיות פעיל תוך שנתיים מיום ההחלטה להפעילו. נכון ליום פרסום דוח הדירוג, BG טרם הודיעה על שינוי בתכניתה לתעל את הגז האמור לישראל במקום למצרים. עפ"י הערכות בשוק, יתכן חידוש השיחות בין BG למדינת ישראל בנוגע לאספקת הגז לישראל; (ג) קידום יוזמה לביצוע קידוחים בסמוך לחופי חיפה, אשר עפ"י הערכות משרד התשתיות, ניתן למצוא שם מאגר גז טבעי בהיקף של כ-80BCM. חסרון מרכזי היא העובדה כי מדובר במאגר עמוק יחסית ועלות הקידוח שלו גבוהה. מידרוג מעריכה בסבירות נמוכה יותר התהוות תחרות ממקורות נוספים בשנים הקרובות, כגון: (א) חיבור ישראל עם צינור הגז רוסיה תורכיה; (ב) הקמת תשתית לקליטת גז נזלי- זאת בעיקר משיקולים כלכליים.
- יתרונות מוכחים של השימוש בגז בקנה מידה עולמי: צמצום מהותי של עלויות, בהשוואה למקורות אנרגיה אחרים בהם המזוט והסולר ושמירה על איכות סביבה. להערכת מידרוג חלופת הגז עדיפה גם על ייצור חשמל באמצעות פחם, בהתחשב בצורך לשלב בתחנות אלה מתקני טיהור אוויר בעלות גבוהה. להערכת מידרוג, פוטנציאל הביקושים בישראל גבוה, בעיקר של חברת חשמל לישראל (חח"י) ותעשיות עתירות אנרגיה בישראל.

- הסכם ההתקשרות עם חח"י (מדורגת ע"י Moody's בדירוג בינלאומי - Baa2 אופק שלילי) מהווה כ- 30% מהכמות השנתית המוגדרת בזיכיון. ההסכם נחתם בשנת 2000 והוא כולל התחייבות של חח"י לרכישת כמות בסיסית של 1.7BCM מידי שנה למשך 20 שנה (15 שנה + אופציה ל-5 שנים נוספות) ואפשרות להרחבה של עוד 25% מהכמות הבסיסית מידי שנה באותם תנאים. מנגנון תמחור המוגדר במסגרת ההסכם בין הצדדים קובע **מרווח קבוע (דולרי)** בין מחיר הרכישה למחיר המכירה של הגז הטבעי שייעודו לחח"י. מחירי הגז צמודים לסל מחירי הדלקים. לגבי לקוחות שטרם חתמו על הסכמים, צפוי מרווח גבוה הרבה יותר נוכח העלייה החדה במחירי הדלקים בשנים האחרונות. להערכת מידרוג, הלקוח הפוטנציאלי הגדול ביותר לרכישת גז נוסף הינה חח"י, כתלות בקצב ההתפתחות של תחרות במשק החשמל בישראל (הקמת יצרני חשמל עצמאיים IPP's). יצוין כי על פי סקר הביקושים שהוכן על ידי משרד התשתיות הלאומיות ("סקר צריכת גז טבעי, מערכת תשתית אזוריות", משנת 2004), אותרו כ- 550 צרכנים פוטנציאליים, מתחום התעשייה שאינם IPPs, או חח"י.
- מעורבות גבוהה של בעל השליטה ליישום אסטרטגיה למימון תיק ההשקעות בתחום האנרגיה והתשתיות. הנהלת החברה ובעל השליטה, באמצעות החברות שבבעלותו מביא ניסיון עולמי מוכח בתחומי האנרגיה. יחד עם זאת, תחום זה מאופיין בתנודתיות גבוהה בהשוואה לענפי פעילות אחרים. כמו כן מתכוונת החברה להשקיע בחברות בהן ניתן להשיג שליטה על תזרימי מזומנים.
- אמפל מחזיקה ב- 100% ממניות אמח"ל המפעילה שני מרכזי דיור מוגן ופועלת להקמת מרכזים נוספים מזה אחד בשלבי בניה. מידרוג מעריכה כי תחום פעילות זה הינו בעל פוטנציאל גבוה בישראל. יחד עם זאת, לצורך מימון פעילותה מתבססת אמח"ל על רמת חוב גבוהה.

גורמי סיכון עסקיים

- מקור תזרימי עיקרי של החברה הינו קבלת דבידנד מחברת EMG. עיכוב מהותי ביכולת EMG לספק את שירותיה במועדן ובהיקפים המתוכננים על ידה, עלול לפגוע ביכולת אמפל לפחות בטווח הקצר עד הבינוני לשרת את התחייבויותיה למחזיקי האג"ח במועדן. במטרה לצמצם את הנוק הפוטנציאלי מחוייבת החברה להפקיד כרית מזומנים בהיקף השקול לשלושה תשלומי ריבית שנתיים. להלן גורמים שונים העלולים להביא לעיכוב בהשלמת הפרויקט במועדו:
 - **עיכוב במועד אספקת הגז ממצרים:** בשנים האחרונות נדחה מועד אספקת הגז ממצרים לישראל מספר פעמים. מועד האספקה המקורי נקבע לשנת 2006 ונדחה לרבעון השלישי של שנת 2007. לאחרונה נדחה המועד שוב לחודש אפריל 2008. מרבית העיכובים נבעו מצורך בהסדרת זכויות שימוש במקרקעין באזור אשקלון ע"י מנהל מקרקעי ישראל, סגירת הסכם המימון עם הבנק המקומי וחתימת חוזים עם קבלן ההקמה וחברת ההפעלה. לוח הסילוקין של האג"ח לוקח בחשבון את השלב הראשוני בו נמצא הפרויקט ולפיכך כולל 4 שנות גרייס על הקרן. כלומר, בהינתן שתקופת ההקמה נאמדת בכשנתיים, תתחיל החברה לפרוע את קרן האג"ח רק לאחר שנתיים של פעילות מתוכננת של EMG. עיכוב ביכולת EMG לחתום חוזים למכירת קיבולת הגז המוגדרת בזיכיון, עלול אף הוא להשפיע על יכולתה לממן את התחייבויותיה הפיננסיות לגופים המממנים שלה וכמובן של אמפל. להערכת הנהלת אמפל, עם הסדרת המכשולים הבירוקרטיים והסדרת החוזים האמורים, לא צפויים עיכובים משמעותיים נוספים.
 - **עיכוב של ממשלת ישראל:** מדינת ישראל מתמודדת עם החדרת הגז הטבעי כמקור אנרגיה חלופי בפיגור של שנים רבות אחרי מדינות רבות בעולם המערבי. העדר ניסיון בתחום, לצד עיכובים בירוקרטים השפיעו על קצב ההתקדמות בהכנת התשתית הלאומית לקליטה וחלוקה של גז ברחבי המדינה במשך שנים. להערכת מידרוג, אף כי התקבלה החלטה אסטרטגית בישראל לגוון את מקורות האנרגיה באמצעות גז טבעי, טרם הושלמה כל התכנית ליישום מהיר ותקין של התהליך, לרבות השלמת הקמת מערכת הצינורות היבשתית ע"י חברת נתיבי גז ולאחריה ע"י חברות החלוקה.

להערכת מידרוג, העובדה כי כבר כיום מתקשה חח"י לעמוד בביקושים לחשמל בישראל, בעיקר בשעות שיא, תחייב את המדינה לקדם את נושא השלמת התשתית ולעמוד בזמנים שנקבעו להשלמת התהליך במהלך שנת 2008.

- **עיכוב של קבלני המשנה בהקמת תשתית הפרויקט:** פרויקט ההקמה של תשתית ההובלה הימית והיבשתית של EMG נמצאת בראשיתה וההסכמים החוזיים בין הצדדים, טרם עמדו במבחן המציאות, אם כי לדברי החברה חברת ההקמה כבר החלה בעבודות ההקמה.
- התבססות על מצרים כספק גז טבעי מרכזי בישראל. נכון ליום פרסום דוח הדירוג, מדרגת Moody's את אגרות החוב במט"ח של ממשלת מצרים ב- Ba1 עם אופק יציב (דירוג מדינות). EMG הינה חברה מצרית. תקרת דירוגי Moody's לחוב במט"ח של תאגידים מצריים נקבעה עד ל- Baa2. להערכת מידרוג, מדובר בדירוגים נמוכים יחסית היוצרים רמת סיכון עסקי גבוהה יחסית.
- תוואי הצינור עובר בשטח הטריטוריאלי של ישראל אולם במקביל לחופי עזה. אזור זה מאופיין באי יציבות ביטחונית. EMG פועלת בתיאום הנחת צנרת ההולכה בתיאום עם חיל הים הישראלי ומשרד הביטחון.
- מעמד החברה כבעלת החזקת מיעוט ב- EMG (גם בצירוף החזקות מרחב) עלול לפגוע ביכולתה להשפיע על תהליכי קבלת החלטות ב- EMG בעתיד. נציין כי שינוי במדיניות חלוקת הדיבידנד ב- EMG מחייב הסכמה של רוב מיוחס (80% מהון המניות ומזכויות ההצבעה). אמפל ומרחב מחזיקות יחד ב- 25% מהון המניות של החברה ובזכויות ההצבעה בה ולפיכך לא ניתן לשנות את מדיניות חלוקת הדיבידנד ללא אישור. מרחב ואמפל חתומות על הסכם בעלי מניות המבטיח שמירה על גוש חוסם של 25% במניות EMG גם בעתיד, לרבות במקרה של מכירת מניות ע"י מי מהצדדים לצד ג'.

גורמי סיכון פיננסיים

- לחברה תלות בנכס עיקרי. עיקר שווי התיק הנכסים של החברה נובע מאחזקה במניות EMG. כמו כן ניכרת רגישות גבוהה של יכולת החברה ליצר תזרים תפעולי שוטף חיובי חזק בעיתוי קבלת תקבולי הדיבידנד העתידיים מ- EMG וביציבותם לאורך השנים. להערכת מידרוג, תרומתם של הנכסים האחרים בתיק ההשקעות לתזרים התפעולי אינה מהותית ולא יכולה לתמוך בפירעון החוב נשוא הדירוג. מידרוג מציינת כי קיימת אי וודאות לגבי מבנה תיק ההחזקות העתידי ורמות המינוף אשר ידרשו על מנת לייצר.
- כ- 70% מקיבולת הגז המוצעת ע"י EMG טרם נמכרה, נוכח אי הסכמה על מחיר. עיכוב בהשלמת החוזים מגביר את החשיפה לשינויים במחירי הדלקים והגז, המאופיינים בתנודתיות גבוהה במיוחד.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- עמידה ביעדי תחזית התזרים של EMG כפי שהוצגה למידרוג ע"י החברה, המשקפים שיפור מהותי בתזרימי המזומנים של החברה וביחסי הכיסוי
- יישום מוצלח של אסטרטגיית ההשקעה של החברה לגיוון ופיזור תיק ההשקעות

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- כל גורם אשר יוביל לפגיעה מהותית ביכולת החברה לקבל דיבידנד מ- EMG
- המשך ייצור תזרים תפעולי שוטף שלילי או חיובי חלש (יחס כיסוי תפעולי נמוך מ- 1), גם לאחר מועד מתוכנן להפעלת צינור הגז.

- שינויים במבנה השליטה בחברה
- חלוקת דיבידנד באופן אשר יחליש את יכולת החברה לשרת את התחייבויותיה למחזיקי האג"ח נשוא הדירוג
- גידול במינוף החברה אשר ישפיעו לרעה על יחסי ה-LTV

אמפל (סולו): ניתוח פיננסי

מאזן

מאזן מתבסס על החזקה מרכזית אחת (EMG) בה לחברה החזקת מיעוט. יחד עם זאת, זכות וטו של המיעוט בנוגע לשינוי מדיניות חלוקת הדיבידנד, תומכת בשמירה על יציבותה גם בעתיד

להערכת מידרוג, המבנה הריכוזי של תיק ההחזקות, הנשען על נכס מרכזי אחד, אשר עדיין אינו כשיר לייצר לה תזרימי מזומנים, משפיע על הסיכון העסקי בחברה. בנוסף, מעמד החברה כבעלת החזקת מיעוט ב-EMG (גם בצירוף החזקות מרחב) עלול לפגוע ביכולתה להשפיע על תהליכי קבלת החלטות ב-EMG בעתיד. יחד עם זאת, מדגישה מידרוג, כי שינוי במדיניות חלוקת הדיבידנד ב-EMG מחייב הסכמה של רוב מיוחס (80% מהון המניות ומזכויות ההצבעה). אמפל ומרחב מחזיקות יחד ב-25% מהון המניות של החברה ובזכויות ההצבעה בה ולפיכך לא ניתן לשנות את מדיניות חלוקת הדיבידנד ללא אישורן. מרחב ואמפל חתומות על הסכם בעלי מניות המבטיח שמירה על גוש חוסם של 25% במניות EMG גם בעתיד, לרבות במקרה של מכירת מניות ע"י מי מהצדדים לצד ג'.

אמפל (סולו מורחב): תמצית דוח מאזן (אלפי USD)				
31.3.2006		30.6.2006		
40%	51,571	55%	72,861	נכסים
43%	55,121	29%	38,976	מזומן שווי מזומן והשקעות לז"ק
2%	2,162	2%	2,131	השקעות
15%	19,673	15%	19,643	רכוש קבוע ונדל"ן
100%	128,527	100%	133,611	נכסים אחרים
				סך מאזן
התחייבויות והון עצמי				
24%	30,447	22%	29,971	חוב פיננסי
	-21,124		-42,890	חוב פיננסי נטו
5%	6,482	5%	6,332	זכאים
2%	3,201	4%	5,171	מיסים נדחים
0%	46	0%	47	זכויות המיעוט
69%	88,351	69%	92,090	הון עצמי
100%	128,527	100%	133,611	סך התחייבויות והון עצמי
95%	122,045	95%	127,279	CAP
25%		24%		חוב ל CAP
שלילי		שלילי		חוב נטו ל CAP נטו
69%		69%		הון עצמי לסך מאזן
53%		73%		חוב ברוטו לשווי מאזני של תיק השקעות (כולל נדל"ן)
28%		26%		חוב ברוטו לשווי מאזני של תיק החזקות (כולל נדל"ן)+מזומן

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

ערב הגיוס, ההשקעות נשענות על מינוף נמוך יחסית

נכון ליום 30.6.2006 הסתכם החוב הפיננסי של החברה (סולו) בכ- 30 מיליון דולר והחוב נטו שלילי. יחס ההון העצמי לסך מאזן עמד ליום 30.6.2006 על כ- 69%, יחס החוב ל- CAP על כ- 25%. יחס החוב לשווי מאזני של תיק השקעות (כולל הנדליין) עמד נכון ליום 30.6.2006 על כ- 73%. בתוספת המזומן עמד היחס על כ- 26%. להערת מידרוג, גם לאחר רכישת 4.6% מהון המניות של EMG שבוצעה לאחר תאריך המאזן, לחברה איתנות פיננסית טובה בהשוואה לחברות החזקה אחרות.

להערכת מידרוג, כתוצאה מהנפקת האג"ח נשוא הדירוג בהיקף של עד 250 מיליון ש"ח, ניכרת החלשות ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה אם כי הם עדיין טובים בהשוואה לחברות אחזקה אחרות. כך לדוגמא יחס ההון העצמי לסך מאזן פרופורמה עומד על 50%.

תזרים ויחסי כיסוי

תקבולי דיבידנד מ- EMG ומדיניות השקעה מוצלחת בחברות חדשות עשויים לתרום לשיפור יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים חזקים בעתיד

נכון ליום 30.6.2006 החברה מייצרת תזרים תפעולי שוטף שלילי, הנובע מזרם הכנסות נמוך במיוחד מחברות מוחזקות, לצד עלויות מטה גבוהות. עיקר ההכנסה נובעת מהכנסות מימון בגין יתרת המזומנים הגבוהה. חלק מההוצאות הינן בעלות אופי חד פעמי, שמקורן בבחינת פרויקטים להשקעה. להערכת מידרוג, יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים חיוביים בכלל וחזקים בפרט, תושפע משני מחוללי שינוי אפשריים: (א) תקבולי דיבידנד מ- EMG, בהיקפים התואמים את הערכות החברה, כפי שעולים מתחזית שהוצגה למידרוג; (ב) מידת ההצלחה של החברה לעיבוי תיק החזקות שלה באמצעות השקעות בעלות כושר ייצור מזומנים גבוה (Cash Cows).

במטרה לשפר את רמת הנזילות בשנים הקרובות ולהבטיח את יכולתה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי האג"ח נשוא הדירוג, התחייבה החברה לשמור על כרית, אשר תבטיח תשלומי ריבית בשלוש השנים ראשונות מיום ההנפקה (כ- 12 מיליון דולר). בנוסף, מעריכה מידרוג כי יתרות המזומן העומדות לרשותה, בתוספת תמורה ממימוש של שאר נכסי תיק ההשקעות (חלקם עפ"י שווי כלכלי גבוה יותר משוויים המאזני), בניכוי יתרה בלתי מסולקת של חוב פיננסי קיים והתחייבויות נוספות ל- EMG, עשוי להניב לחברה סכום הנע בין 30-40 מיליון דולר.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחת + הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures (Capex)	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר: CCA021106250M

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") 2006.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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 צריכים 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.