

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

Aa3	דירוג Issue
-----	-------------

הדירוג Aa3 ניתן לגיוס חוב של 150 מיליון ₪ באמצעות הנפקה פרטית של אגרות חוב (סדרה א') למשקיעים מוסדיים בחודש אוגוסט 2005. אגרות החוב, נושאות ריבית שנתית בשיעור של 4.7%, צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן ועומדות לפירעון בתשעה תשלומים שנתיים שווים בחודש אוגוסט בין השנים 2007-2015. הדירוג ניתן בכפוף לכך, כי לאורך שנות האג"ח תשמור החברה על יחס הון עצמי לסך מאזן בדו"ח החברה (סולו) שלא ירד מ-50%.

פרופיל החברה

חברת מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (להלן: "מפ"ב" או "החברה") התאגדה בשנת 1961 כחברה תעשייתית פרטית בישראל, אשר עיקר עיסוקה היה בייצור פוליאטילן- חומר גלם פולימרי, המשמש בעיקר את תעשיית הפלסטיק הגמיש. החל משנת 1978 החברה הינה חברה ציבורית, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לני"ע בת"א. במסגרת הסכם שנחתם בין החברה ובין חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בז"ן") בשנת 1991, מוזגה הפעילות התפעולית של החברה לתוך חברת בת חדשה, כרמל אולפנינס בע"מ (להלן: "כאו"ל") וכתוצאה מכך, הפכה החברה לחברת אחזקות, שאחזקתה העיקרית הינה 50% מהון המניות של כאו"ל. יתרת המניות של כאו"ל מוחזקת בידי בז"ן.

בשנת 2004 נחתם הסכם בין החברה, בז"ן וכאו"ל, להסדרת נושא אספקת חומרי הזינה והשירותים של בז"ן לכאו"ל בשנים הבאות, אשר כלל בנוסף הסכמות בנוגע למדיניות חלוקת דיבידנדים מכאו"ל לבעלות השליטה ותשלומי דמי ניהול, אשר היוו עד אז מקור לחילוקי דעות בין הצדדים.

נכון ליום פרסום דוח הדירוג, כאו"ל הינה היצרנית היחידה בישראל של חומרי גלם פולימריים שונים, בפרט של פוליפרופילן ("PP"), המיועד ברובו לצריכה בשוק המקומי והיתרה לצריכה בשוקי מערב אירופה ותורכיה. החל משנת 2004 פועלת כאו"ל להרחבת מתקן ייצור הפוליפרופילן ומתקנים נלווים, באופן שיכפיל את כושר הייצור הקיים. בתחום הפוליאטילן בצפיפות נמוכה ("LDPE"), מוגדרת כאו"ל כבעלת מעמד מונופוליסטי בייצור ושיווק בישראל.

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

אביטל בר דיין
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

מפעלים פטרוכימיים (סולו): נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

FY01	FY02	FY03	FY04	Q1.05	
-28.0	-1.5	27.6	89.2	49.8	רווח (הפסד) נקי
11.0	0.0	0.0	116.5	38.0	תקבולי דיבידנד מחברה מוחזקת
0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	דמי שכירות
11.2	5.9	11.0	11.1	2.7	דמי ניהול מחברה מאוחדת באיחוד יחסי
7.1	5.7	6.5	5.8	1.3	הוצאות הנהלה וכלליות
11.2	16.9	1.8	4.0	-0.5	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
4.2	-16.4	3.0	118.1	40.0	תזרים תפעולי שוטף
105.1	101.5	93.9	77.1	77.4	סה"כ חוב פיננסי
51.6	28.0	17.5	66.4	106.8	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות בני"ע סחירים
53.5	73.5	76.3	10.7	-29.4	חוב פיננסי נטו
1.2	0.3	1.4	13.1	52.5	יחס כיסוי תפעולי
18%	18%	16%	13%	12%	חוב פיננסי ל- CAP
21%	19%	17%	14%	14%	חוב לשווי מאזני השקעות
10%	14%	14%	2%	-5%	חוב נטו לשווי מאזני השקעות

חומר הזינה העיקרי והראשוני, המשמש את תהליך הייצור של מוצרי כאו"ל הינו הנפטא הקלה, מנגזרות הנפט הגולמי. חומר זה מסופק לכאו"ל באופן בלעדי ע"י בז"ן, באמצעות חברות לשיווק דלק. הנפטא מועברת דרך צינור הובלה משטח בז"ן ישירות אל שטח מפעלי כאו"ל, הממוקמים בסמיכות באזור התעשייה הצפוני של חיפה. חומרי זינה פטרוכימיים נוספים החיוניים לייצור מוצרי החברה הינם האתילן והפרופילן. מרבית הכמות הנדרשת לשימוש כאו"ל מיוצרת באמצעות ייצור עצמי והיתרה מיובאת ו/או נרכשת מבז"ן.

לחברה מספר אחזקות נוספות לכאו"ל אם כי בהיקפים נמוכים מאוד: זכויות ברישיונות חיפושי גז טבעי בחזקות "מד יבנה" ו- "מד אשדוד" בשיעור השתתפות של 3.6%; אחזקה בני"ע סחירים של חברה אחרת, בעלות מאזנית של 2.6 מיליון ש"ח; ובבעלות על קרקע אשר בחלקה מושכרת לכאו"ל וחלקה פנויה.

החל משנת 1999 בעלת המניות העיקרית בחברה היא חברת מודגל תעשיות (99) בע"מ ("מודגל תעשיות", 57.05%), חברה פרטית הנשלטת בעקיפין ע"י חברות בבעלות ו/או בשליטת איש העסקים מר דוד פדרמן ומשפחתו, מר יעקב גוטנשטיין, המשמש גם כיו"ר הדירקטוריון בחברה ומר אלכס פסל; כ- 12.6% מהון המניות של החברה מוחזקות בידי חברת בז"ן, הנשלטת ע"י מדינת ישראל (כ-74%) ובידי החברה לישראל בע"מ (כ-26%); כ- 6.1% מהון המניות מוחזקים בידי חברת ל.מ. ליפסקי בע"מ, שבשליטת חברת כתר פלסטיק בע"מ; ויתרת המניות מוחזקת בידי הציבור.

אסטרטגיה עסקית

הרחבת תיק ההשקעות של החברה, בהשקעות בחברות מתחומי הפטרוכימיה ומתחומים משיקים בסביבה העסקית

בכוונת הנהלת החברה להמשיך ולמקד את פעילותה כחברת אחזקות בענף הפטרוכימיה ובתחומים משיקים בישראל ובעולם תוך ניצול ידע וניסיון שצברה בתחומים אלו. תעשיית הפטרוכימיה הינה תעשיית המשך של תעשיית הנפט ומאופיינית במבנה ורטיקאלי וריכוזי בישראל ובעולם. החברה בוחנת השקעות בעלות יתרונות סינרגטיים לאורך שרשרת הערך מתחום הזיקוק ועד תחום הפלסטיק.

תמיכה בחיזוק מעמדה של כאו"ל, אחזקה מרכזית אשר פועלת להרחבה משמעותית של כושר הייצור בהשקעה של כ- 315 מיליון \$

בימים אלו פועלת כאו"ל להרחבה משמעותית של כושר הייצור לפוליפרופילן באמצעות הקמת מתקנים לייצור פרופילן, פוליפרופילן ומתקנים נלווים אחרים בהשקעה של כ- 315 מיליון \$. השלמת הפרויקט, המתוכננת למחצית השנייה של שנת 2006, תאפשר הכפלה ואף יותר של כושר הייצור הקיים של הפרופילן באופן שיקטין את התלות באספקתו מבז"ן ושל כושר הייצור הקיים של הפוליפרופילן, באופן שיתן מענה לעודפי ביקוש מקומיים ובינלאומיים למוצר זה ולחיזוק מעמדה של כאו"ל בתעשיית הפטרוכימיה באירופה. כמו כן פועלת כאו"ל לפיתוח מוצרים מיוחדים, בעלי ערך מוסף ללקוחות, במטרה לשפר את רווחיותה ולאחרונה, החלה לייבא פולימרים נוספים, אשר בחלקם אינם מיוצרים על ידה, במטרה להרחיב את סל המוצרים.

שיקולים עיקריים לדירוג

חברת אחזקות ממוקדת לתעשיית הפטרוכימיה, המאופיינת ברמת סיכון גבוהה בהשוואה לענפים אחרים, בעיקר נוכח האופי המחזורי והתנודתי של מחירי חומרי הזינה והתוצרים, המושפעים מ יחסי היצע והביקוש העולמיים של חומרים ומוצרים אלו; חברות הפועלות בענף כפופות לעמידה בתקנים מחמירים ומשתנים בנושאי בטיחות ואקולוגיה; למפ"ב תלות בנכס מרכזי- כאו"ל. לכאו"ל מעמד ייחודי מוביל בישראל כיצרנית מקומית יחידה של מוצרים פולימרים, הנשענת על קהל לקוחות מגוון ותעשיית פלסטיק מקומית מפותחת; מרבית מוצרי כאו"ל הינם מוצרי צריכה (Commodities) ולפיכך תמחורם קשור קשר הדוק למגמות המחירים העולמיות; לאורך שנים הוכיחה כאו"ל יכולת גבוהה לבניית פלטפורמת פעילות איתנה, התומכת בייצור תזרימי מזומנים חזקים; כאו"ל מתמודדת עם אתגר של הרחבת כושר הייצור בהיקף משמעותי; תלות כאו"ל בבז"ן כספק מרכזי של חומרי זינה ושירותים אחרים, אם כי מוחלשת לאור העובדה שבז"ן הינה בעלת מניות בכאו"ל והיא חתומה על הסכם המסדיר אספקת חומרי זינה לכאו"ל; הסכם בין בעלי המניות משנת 2004 סלל דרך לשיפור מהותי ביחסים בין בעלות השליטה בכאו"ל וכפועל יוצא בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי של מפ"ב; לחברה פרופיל פיננסי חזק; החברה מתכוונת לבצע מספר מהלכים הכוללים חלוקת דיבידנד שהוכרז וגיוס חוב שיעודו הרחבת תיק ההשקעות; להערכת מידרוג יישום מהלכים אלו אינו צפוי לפגוע מהותית ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי החזקים של החברה.

חוזקות

אחזקה בחברה בעלת מעמד שוק מוביל בישראל ופרופיל פיננסי איתן

לחברה, תיק האחזקות המתבסס על אחזקה בנכס מרכזי, בעל מעמד שוק מוביל בישראל ופוטנציאל לחיזוק מעמד גם באירופה. מידרוג מעריכה כי לכאו"ל מעמד ייחודי בתעשייה הישראלית, בין היתר, על רקע היותה יצרנית יחידה של מוצרים פולימרים מרכזיים בתעשיית הפלסטיק; קשרי הבעלות עם בז"ן, לרבות נגישות גבוהה לאספקת חומרי זינה מבז"ן לכאו"ל ואספקת תוצרי לוואי ("חומרי החזר") מכאו"ל לבז"ן, במחירים המעניקים יתרונות יחסיים לבז"ן ולכאו"ל כאחד ובכפוף לחוזים ארוכי טווח; והישענות כאו"ל על קהל לקוחות מקומי מגוון ועל תעשיית פלסטיק מקומית מפותחת. חרף העובדה כי פעילות כאו"ל מבוססת על ייצור של מספר מצומצם יחסית של מוצרי צריכה (Commodities), אשר מחיריהם מתאפיינים בתנודתיות וקשורים קשר הדוק למגמות המחירים העולמיות, מצליחה כאו"ל לאורך השנים לבנות פלטפורמה פעילות איתנה, בעלת יכולת גבוהה לייצור תזרימי מזומנים חזקים.

ייצור עצמי של חומרי זינה משניים בעיקר פרופילן, מוצר במחסור עולמי

להערכת מידרוג, יכולתה של כאו"ל לייצר באופן עצמאי חומרי זינה משניים בולטים, כדוגמת האתילן והפרופילן תורמת לשמירה על יתרון תחרותי מהותי, זאת על רקע מחסור עולמי בפרופילן.

הסכמה בין בעלי המניות בכאו"ל סללה דרך לשיפור מהותי בתזרים המזומנים של מפ"ב וביחסי הכיסוי

לאחר מחלוקת ממושכת בין שתי בעלות השליטה בכאו"ל – בז"ן והחברה נחתם בשנת 2004 הסכם המסדיר את נושא אספקת חומרי הזינה והשירותים של בז"ן לכאו"ל בשנים הבאות. בנוסף נכללו הסכמות בנוגע למדיניות חלוקת דיבידנדים מכאו"ל לבעלות השליטה ותשלומי דמי ניהול. בכפוף להסכם מחויבת כאו"ל לחלק מידי שנה דיבידנד לבעלי המניות בטווח של 35% - 70% מהרווח הנקי. בנוסף נקבע כי כאו"ל תשלם מידי שנה דמי ניהול קבועים בסך של 1.25 מיליון \$ ולתקופה מוסכמת דמי ניהול משתנים נוספים בשיעור של 0.5% מסך הכנסותיה, אך שלא יעלו על 1.25 מיליון \$ נוספים לכל אחד מהצדדים. מידרוג מעריכה כי תקבולים אלו תורמים לשיפור מהותי ביחס הכיסוי התפעולי של החברה, קרי היחס בין ההכנסות מדיבידנד ועוד ההכנסות מדמי ניהול, ביחס להוצאות המימון והוצאות הנה"כ. בהתבסס על תחזית לרווחיות כאו"ל לשנים הבאות, צפוי היחס התפעולי לעמוד על כ-3.9.

למפ"ב פרופיל פיננסי חזק

נכון ליום 31.3.2005 למפ"ב עודף נכסים פיננסיים על התחייבויות פיננסיות בסך של כ- 29 מיליון ש"ח. זאת למול שווי אחזקה בכאוו"ל בספרים בסך של 544 מיליון ש"ח. יחסים אלו מצביעים על איתנות פיננסית מאזנית גבוהה, אשר נתמכת גם ע"י יחסי הכיסוי תפעוליים טובים כפי שתוארו לעיל. נכון ליום 22.6.2005, הכריזה החברה על כוונתה לחלק דיבידנד לבעלי המניות בסך של 157 מיליון ש"ח. כמו כן, שוקלת החברה גיוס חוב באמצעות הנפקת אג"ח בסך של כ- 150 מיליון ש"ח, המיועדים להרחבת תיק ההשקעות. להערכת מידרוג, מהלכים אלו אינם צפויים להשפיע באופן מהותי על יחסי האיתנות המאזניים ויחסי הכיסוי של החברה.

גורמי סיכון עסקיים

תיק האחזקות כיום מתבסס על נכס יחיד

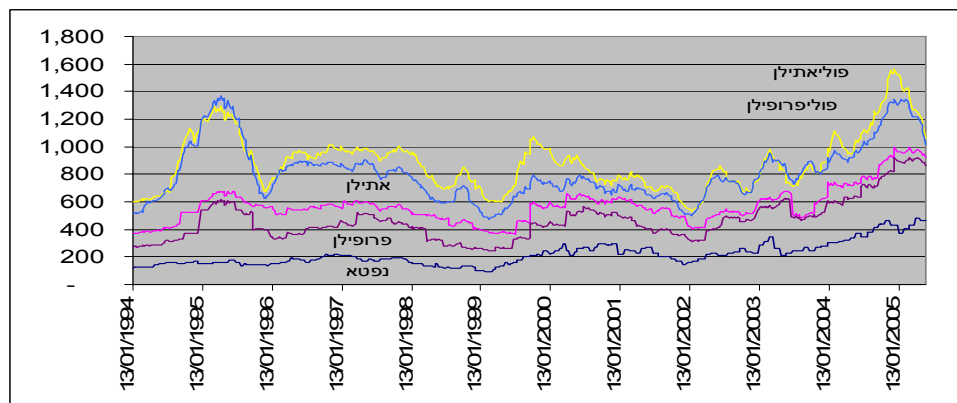
כאמור, תיק האחזקות של החברה מבוסס אחזקתה בכאוו"ל כנכס יחיד. להערכת מידרוג, העדר גיוון של תיק ההחזקות מגדיל באופן משמעותי את הסיכון העסקי של החברה ומחליש את מעמדה בהשוואה לחברות אחזקה אחרות. כאוו"ל הינה חברה פרטית, לא ציבורית כך שגמישות האחזקה בה מוגבלת. זאת ועוד, השליטה בכאוו"ל הינה משותפת לחברה ולבז"ן, כך שתהליכי קבלת החלטות עלולים להיתקל בקשיים באם אינם תואמים את האסטרטגיה העסקית של שני השותפים.

התמקדות בענף תנודתי ובעל מחזוריות עסקית המתמודד מול מגבלות חקיקה ואקולוגיה

החברה בחרה להתמקד בהשקעות בענף הפטרוכימיה ובתחומים משיקים בסביבה העסקית, הממוצבים ברמת סיכון גבוהה יחסית לענפי משק אחרים. אי לכך, חשופה רווחיותה לשינויים אקסוגניים, לרבות המחזוריות העסקית בענף והתנודתיות במחירי חומרי הזינה והתוצרים.

רמת המחירים של חומר הזינה העיקרי – הנפטא הקלה והמוצרים המיוצרים במתקני כאוו"ל הינם תנודתיים ומושפעים בין היתר מהמחזוריות ברמות הביקוש וההיצע בעולם כולו. שינויים במחירי מוצרי החברה אינם מתואמים באופן מלא לשינויים במחירי חומרי הזינה, בעיקר של הנפטא, מה שמקצין את התנודות ברווחיות. לדוגמא, בשנים 1997-1998 עמדה רווחיות החברה (במאוחד) במוצע על כ- 26% (רווח גולמי) לעומת כ- 14% במוצע במהלך שנות האלפיים, זאת כתוצאה מכניסת הכלכלה הגלובלית לשפל ובשל אי יציבות גאו-פוליטית בפרט במזרח התיכון. גורמים אלה, הביאו לעלייה במחירי הנפטא ולירידה במחירי הפוליאיתלן והפוליפרופילן. נציין כי למרות האמור לעיל, הצליחה כאוו"ל להציג רווחיות טובה גם בשנים בהן, היו מחירי מוצריה נתונים בשפל. גורמי סיכון נוספים המאפיינים את התעשייה הפטרוכימית מתייחסים לתהליך הייצור הרציף של תוצרי הענף והשימוש בחומרים מסוכנים. כל אלה מגבירים את הרגישות לתקלות ומחייבים עמידה בתקנים מחמירים של בטיחות ואקולוגיה ועלולים להשפיע מהותית על התוצאות העסקיות.

להלן התנהגות מחירי חומרי הזינה הפטרוכימיים והמוצרים הפולימרים בין 1994-2005 (במונחי \$ לטון):



מקור נתונים:

Platt's & ICIS

כאו"ל מתמודדת עם אתגר של הרחבת כושר הייצור בהיקף משמעותי

בימים אלו פועלת כאו"ל להרחבת כושר הייצור לפוליפרופילן באמצעות הקמת מתקנים לייצור פרופילן, פוליפרופילן ומתקנים נלווים אחרים בהשקעה משמעותית. להערכת מידרוג גלומים בפרויקט ההרחבה, סיכוני הקמה משמעותיים לצד סיכונים עסקיים ומסחריים.

• **סיכוני ההקמה:** נובעים בין היתר מניסיון עולמי מועט בפרויקטים ערב הקמת הפרויקט ומהחלטת כאו"ל להקים את הפרויקט באופן עצמאי ולא באמצעות קבלן ראשי בשיטת ה-Turn Key. הקמת המתקן אושרה במחצית הראשונה של שנת 2004 וצפויה להסתיים במהלך שנת 2006. נציין כי תקציב ההקמה המקורי עמד על 250 מליון \$, אולם נכון ליום פרסום הדו"ח עומד התקציב המאושר לפרויקט על כ- 315 מליון \$. לטענת הנהלת כאו"ל, נובעת מרבית העלייה בתקציב ההקמה, מהחלטת הנהלת כאו"ל להגדיל את כושר הייצור של המתקן ומהשקעות נוספות במתקנים נלווים אחרים, מהתייקרות מחירי המתכות, משינויים ביחס שבין היורו לדולר ומדרישות תקן חדשות. להערכת מידרוג, תתכן התייקרות נוספת בעלות הפרויקט.

• **סיכונים עסקיים ומסחריים:** נובעים מהעובדה כי עם השלמת הפרויקט ותחילת מסחור התוצרת החדשה, יהיה תיק המוצרים של כאו"ל מבוסס ברובו על הפוליפרופילן ותוצאותיה העסקיות, יושפעו דרמטית מיכולתה לשווק את מלוא כושר הייצור החדש בשוק המקומי ובשווקים הבינלאומיים. כמו כן ידרש תזרים המזומנים מפעילות שתייצר כאו"ל לתמוך בעלייה משמעותית בהשקעות ברכוש קבוע, בפירעונות התחייבויות פיננסיות ובתשלומי דיבידנד משמעותיים לבעלי המניות.

תביעות משפטיות שהוגשו כנגד כאו"ל בנושא איכות הסביבה

נכון ליום 31.3.2005 עומדות כנגד כאו"ל, מפעלים שכנים, רשויות מדינה ואחרים תביעות משפטיות רבות בגין זיהום נחל הקישון, שנגרם לטענת התובעים מהזרמה בלתי מבוקרת של שפכים מן המפעלים לנחל. התביעות כוללות: תביעות בגין נזקי גוף, אשר היקפם אינו מפורט ומספר תביעות בגין נזקי רכוש. בדוחותיה הכספיים מציינת כאו"ל כי בהתבסס על יועציה המשפטיים, היא אינה יכולה להעריך את סכום החשיפה, אם בכלל ולפיכך לא כללה כל הפרשה בנדון בדוחותיה הכספיים. לטענת הנהלת כאו"ל, לרשותה טענות הגנה טובות לפעולותיה, הנובעות בין היתר מהעובדה כי פעלה בכפוף לתקנים, שנקבעו לה ע"י הרשויות המתאימות. להערכת מידרוג, באם יפסוק בית המשפט לטובת התובעים בגין נזקי הגוף והרכוש, עלולות החברות הנתבעות, בהן כאו"ל, להיות חשופות לתביעות רבות נוספות, בהיקפים שטרם ניתן להעריך, באופן שעלול לפגוע מהותית במעמדן העסקי ובתוצאותיהן הכספיות.

תלות, אם כי מוחלשת בספק יחיד - בז"ן

לכאו"ל תלות גבוהה בבז"ן המספקת לה חומרי זינה לרבות: נפטא קלה ופרופילן וכן שירותים כגון: אספקת חשמל, קיטור, טיהור שפכים והזרמתם לקישון. תמחור המוצרים והשירותים נקבע במסגרת הסכם שנחתם בין כאו"ל לבעלות השליטה בשנת 2004, הכוללת התייחסות לאספקת חומרי זינה בין בז"ן וכאו"ל. את התלות של כאו"ל בבז"ן מחלישה במידת מה התלות ההדדית של בז"ן בכאו"ל. כאו"ל מספקת לבז"ן מרכיבי דלקים שונים, הנוצרים כמוצרי לוואי בתהליך פיצוח הנפטא, אותם בז"ן מנצלת לייצור ארומאטיים וכן לתעשיית הדלקים. כמו כן, מהווה כאו"ל לקוח בודד של הנפטא הקלה. תמחור הנפטא מתבסס על מחירי נפטא (CIF LAVERA).

בז"ן, בעלת המניות העיקרית עומדת בפני הפרטה

מדינת ישראל המחזיקה בשליטה בחברת בז"ן מגבשת במשך מספר שנים תוכנית להפרטת בז"ן ופתיחת ייצור הדלקים בישראל לתחרות. בשלב זה עדיין לא ברור עיתוי ההפרטה או המבנה שיבחר. מידרוג מעריכה כי אי הוודאות באשר למעמדה של בז"ן במשק האנרגיה הישראלי לאחר ההפרטה ושיקולו העסקיים האפשריים של הבעלים מקרינים חוסר וודאות בנוגע להמשך אספקת חומרי הזינה ושאר השירותים ע"י בז"ן בתום תחולת ההסכם הנוכחי.

בכל מקרה, ההסכם המחייב את הצדדים והמסדיר לעשר השנים הקרובות את אספקת חומרי הגלם מבז"ן לכאו"ל נחתם.

גורמי סיכון פיננסיים

התוצאות הכספיות של כאו"ל מושפעות מהעדר מתאם חיובי מלא בין שינויים במחירי המוצרים ושינויים במחירי חומרי הזינה. במקביל לאימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד וגיוס חוב לצורך מימון תכנית ההשקעה שלה, צפויה ירידה ביחסי האיתנות של כאו"ל

העדר מתאם מלא בין שינויים במחירי חומרי הזינה ומחירי הפולימרים השפיע במהלך 10 השנים האחרונות על שולי הרווח של החברות הפועלות בענף הפטרוכימיה והפולימרים. חרף התנדטיות במחירים, דיווחה כאו"ל על רווחיות תפעולית טובה לאורך שנים, על תזרים מזומנים איתן ועל יחסי איתנות גבוהים מהממוצע של חברות בענף. נכון ליום 31.3.2005 לכאו"ל חוב פיננסי בהיקף של כ- 356 מיליון ₪ בגין אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים. בהתחשב בתוכנית ההשקעות של כאו"ל, אשר תמומן ברובה (70%) בהון זר ובמדיניות הדיבידנד האגרסיבית, כפי שמוגדרת במסגרת הסכם בינה לבין בעלות השליטה בה, צפויה הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי החזקים שלה. מנקודת מבטה של החברה, לא ניכרת פגיעה מהותית ביחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי החזקים שלה.

הגברת החדירה לשווקים הבינלאומיים בהם כאו"ל נעדרת יתרונות יחסיים הפועלים לטובתה בשוק המקומי

בעקבות הרחבת כושר הייצור של הפוליפרופילן צפויה עלייה בחלקו היחסי של היצוא מסך הפעילות של כאו"ל. מידרוג מעריכה לאור העובדה ששיווק בחו"ל, כרוך בין היתר בעלויות הובלה ובעמלות סוכנים, תתכן פגיעה בשולי הרווח ממכירות הפוליפרופילן בחו"ל, בהשוואה לאלו המושגים באמצעות מכירות בישראל.

חלוקת דיבידנד וגיוס חוב ירעו יחסי איתנות פיננסי ויחסי כיסוי תפעוליים

נכון ליום 31.3.2005 לחברת יתרת מזומנים בסך של 107 מיליון ש"ח, חוב פיננסי של 77 מיליון ש"ח ובמהלך הרבעון השני של 2005 קיבלה תקבול דיבידנד נוסף מכאו"ל בסך של 25 מיליון ש"ח. אף כי אינה פועלת בכפוף למדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת, חילקה החברה בשנת 2004 דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ- 56 מיליון ₪ ונכון ליום 22.6.2005, הכריזה על כוונתה לחלק לבעלי המניות דיבידנד בסך של כ- 157 מיליון ₪. בנוסף שוקלת החברה לגייס חוב בסך של 150 מיליון ש"ח לצורך השקעות חדשות. להערכת מידרוג, צפויים מהלכים אלו להביא להרעה ביחסי האיתנות של החברה, אם כי לא באופן מהותי. נדגיש כי ערב תמורות אלו החברה לא ניצלה חוב פיננסי נטו כלל. בעקבות המהלכים האמורים, צפוי יחס החוב הפיננסי ברוטו ל- CAP לעלות מכ- 12% לכ- 28% ויחס החוב הפיננסי נטו ל- CAP צפוי לעלות מ- (4%) לכ- 12%. מידרוג מדגישה כי הדירוג ניתן בכפוף לכך שלאורך שנות האג"ח תשמור החברה על יחס הון עצמי לסך מאזן בדו"ח סולו שלא ירד מ-50%.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גיוון תיק ההשקעות באופן שיתרום לצמצום התלות בכאו"ל ולגיוון המקורות התזרימיים תוך שמירה על פרופיל פיננסי חזק
- השלמת תכנית הרחבת כושר הייצור של כאו"ל והצלחה מוכחת בשיווק מלוא כושר הייצור, תוך הצגת שיפור ברווחיות.



גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי ניצול ממושך של כספי הגיוס, אשר ילווה בהוצאות מימון.
- השקעות חדשות באופן אשר מגדיל הסיכון העסקי והפיננסי.
- שחיקה חדה ומתמשכת במרווחים בין מחירי חומרי הזינה והתוצרים הפולימרים של כאו"ל, באופן שיפגע ביכולתה לחלק דיבידנד לבעלי המניות.
- תביעות מהותיות כדוגמה בתחום איכות הסביבה, אשר ישליכו לשלילה על הפרופיל העסקי והפיננסי של כאו"ל והחברה ועל יכולתן לעמוד בהתחייבויותיהן הכספיות.
- החמרה בתקני איכות הסביבה באופן שיחייב השקעות מהותיות בכאו"ל.

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

Aa3	דירוג Issue
-----	-------------

הדירוג Aa3 ניתן לגיוס חוב של 150 מיליון ₪ באמצעות הנפקה פרטית של אגרות חוב (סדרה א') למשקיעים מוסדיים בחודש אוגוסט 2005. אגרות החוב, נושאות ריבית שנתית בשיעור של 4.7%, צמודות (קן וריבית) למדד המחירים לצרכן ועומדות לפירעון בתשעה תשלומים שנתיים שווים בחודש אוגוסט בין השנים 2007-2015. הדירוג ניתן בכפוף לכך, כי לאורך שנות האג"ח תשמור החברה על יחס הון עצמי לסך מאזן בדו"ח החברה (סולו) שלא ירד מ-50%.

תיאור החברה

חברת מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (להלן: "מפ"ב" או "החברה") התאגדה בשנת 1961 כחברה תעשייתית פרטית בישראל, אשר עיקר עיסוקה היה בייצור פוליאטילן- חומר גלם פולימרי, המשמש בעיקר את תעשיית הפלסטיק הגמיש. החל משנת 1978 החברה הינה חברה ציבורית, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לני"ע בת"א. במסגרת הסכם שנחתם בין החברה ובין חברת בתי זיקוק הנפט בע"מ (להלן: "בז"ן") בשנת 1991, מוזגה הפעילות התפעולית של החברה לתוך חברת בת חדשה, כרמל אולפיניים בע"מ (להלן: "כאו"ל") וכתוצאה מכך, הפכה החברה לחברת אחזקות, שאחזקתה העיקרית הינה 50% מהון המניות של כאו"ל. יתרת המניות של כאו"ל מוחזקת בידי בז"ן. נכון ליום 31.3.2005 מהווים נכסי כאו"ל כ- 89% מכלל הנכסים הכלולים במאזן המאוחד של החברה והכנסותיה באיחוד יחסי, מהוות כ- 100% מכלל ההכנסות הכלולות בדוח רווח"פ המאוחד של החברה.

מלבד אחזקתה בכאו"ל, מחזיקה החברה בזכויות ברשיונות חיפוש גז טבעי בחזקות "מד יבנה" ו- "מד אשדוד" בשיעור השתתפות של 3.6%; בני"ע סחירים של חברה אחרת לזמן ארוך; ובבעלות על קרקע אשר בחלקה מושכרת לכאו"ל וחלקה פנויה.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

בעלות

שינויים במבנה הבעלות של בעלות עניין מרכזיות בחברה

בעלת המניות העיקרית בחברה היא חברת מודגל תעשיות (99) בע"מ ("מודגל תעשיות", 57.05%); כ- 12.6% מהון המניות בחברה, מוחזקות בידי חברת בז"ן, הנשלטת בידי מדינת ישראל (כ-74%) ובידי החברה לישראל בע"מ (כ-26%); כ- 6.1% מהון המניות מוחזקים בידי חברת ל.מ. ליפסקי בע"מ, שבשליטת חברת כתר פלסטיק בע"מ; והיתרה מוחזקת בידי הציבור.

מודגל תעשיות: עד ליום 20.3.2005, חברה פרטית בשליטת מודגל בע"מ (כ- 50.1%), הנשלטת באמצעות חברות בבעלות ו/או בשליטת איש העסקים מר דיוויד פדרמן ומשפחתו, מר אלכס פסל ומר יעקב גוטנשטיין, המשמש גם כיו"ר הדירקטוריון בחברה. יתרת מניות מודגל תעשיות הוחזקו בידי חברות ישראליות וזרות, חלקן בבעלות ו/או בשליטת אנשי העסקים האמורים. ביום 20.3.2005 הודיעה מודגל תעשיות על חתימת הסכמים לביצוע שינויים בהחזקות בשרשור של בעלי עניין בחברה. במסגרת ההסכמים נקבע כי קבוצת Group Menatep Ltd ("קבוצת מנטפ"), שבעלות אנשי עסקים, תרכוש כ- 26% מהון המניות ומזכויות ההצבעה במודגל תעשיות ואילו, קבוצת Plastich Holding S.A.R.L, מבעלות העניין הזרות במודגל תעשיות, תממש את השקעותיה ותחדל מלהיות בעלת מניות במודגל תעשיות. אשראי בנקאי מקומי, שהועמד לביצוע השקעות במניות החברה יפרע כנגד הסכמי הלוואה שיועמדו ע"י קבוצת מנטפ.

בז"ן: חברה ממשלתית אשר בבעלותה שני אתרים של בתי זיקוק במפרץ חיפה ובאשדוד. בתי הזיקוק במפרץ חיפה-הוקמו בראשית 1938 ומשנת 1958 נמצאים בשליטת בז"ן. בית הזיקוק באשדוד- הוקם בראשית שנות השבעים בסיוע החברה לישראל (שבבעלות האחים עופר), אשר צורפה כשותפה ב- 26% ממניות חברת בתי הזיקוק. כושר הזיקוק של בז"ן עומד כיום על כ- 13 מיליון טון נפט גולמי בשנה והיא מספקת כ-70% מסך צריכת הדלקים בישראל. בשנים האחרונות הצהירה מדינת ישראל על כוונתה לפצל את בתי הזיקוק בחיפה ואשדוד לשתי חברות נפרדות ולהפריטן. חילוקי דעות בין המדינה לחברה לישראל בכל הנוגע לאופן ביצוע התכנית ו/או לגובה הפיצוי שינתן לחברה לישראל, גרמו לעיכוב של שנים בתהליך וקשה להעריך כיצד ומתי יפתרו. במטרה לקדם את תהליך ההפרטה, הודיעה מדינת ישראל על כוונתה לרכוש את חלקה של החברה לישראל בבז"ן.

הסכם חדש בין החברה, בז"ן וכאו"ל להסדרת תנאי אספקת חומרי הזינה והשירותים של בז"ן וכאו"ל, כולל בנוסף הסכמות בנוגע למדיניות חלוקת דיבידנד ודמי ניהול לבעלות השליטה בכאו"ל

בנוסף להיותה בעלת עניין בחברה, ובעלת שליטה משותפת בכאו"ל. משמשת בז"ן גם כספקית מרכזית של חומרי זינה ושירותים נוספים לכאו"ל בהם: חשמל, קיטור וטיהור שפכים.

בחודשים מרץ - אפריל 2004 אושר הסכם בין החברה, בז"ן וכאו"ל (להלן: "ההסכם"), הבא להסדיר בראש ובראשונה את נושא אספקת חומרי הזינה והשירותים של בז"ן לכאו"ל בשנים הבאות. במסגרת ההסכם שולבו בנוסף הסכמות גם בנושאים נוספים כגון ביצוע השקעות, מדיניות חלוקת דיבידנדים מכאו"ל לבעלות השליטה ותשלומי דמי ניהול, אשר היוו עד אז מקור לסכסוכים וחילוקי דעות בין הצדדים.

להלן עיקרי הנושאים בהם דן ההסכם:

השקעות בהרחבת מתקן ייצור הפוליפרופילן ואספקת חומרי זינה

הכפלת כושר הייצור הנוכחי לפוליפרופילן באמצעות ייצור של כ- 200-250 אלפי טון בשנה של פוליפרופילן ושל חומרי זינה משניים, החל מהמחצית השנייה של שנת 2006, זאת בהשקעה של כ- 250 מיליון דולר. במטרה לעמוד ביעדי התכנית התחייבה בז"ן לספק לכאו"ל את חומרי הגלם הדרושים לצורך הייצור במתקן הפוליפרופילן לאחר הרחבתו, זאת לתקופה של 10 שנים ממועד תחילת הרצתו, בכפוף לתנאים שנקבעו בהסכם. לאחר תאריך המאזן 31.12.2004 דווחה כאו"ל כי בכדי למקסם את כושר הייצור של מתקן הפוליפרופילן וכן בשל התייקרות במחירי המתכות ושינויים בשע"ח, היקף ההשקעה הצפוי יגדל בכ- 50 מיליון דולר. מועצת המנהלים של כאו"ל הטילה על הנהלת כאו"ל להכין תקציב מעודכן לצורך אישורו במועצת המנהלים של כאו"ל. בתאריך 03.07.05 הודיעה כאו"ל לחברה, כי בישיבת הדירקטוריון של כאו"ל, אשר נתקיימה ביום זה אושר תקציב מעודכן לתכנית ההרחבה בסך של 315 מיליון דולר, כולל הוצאות הרצה ולמעט הוצאות מימון בתקופת ההקמה אשר יהוונו להשקעה.

נכון למועד חתימת הדוחות הכספיים של כאו"ל ל-Q1.2005 הושקעו כ- 51 מיליון דולר בפרויקט ההרחבה ונחתמו הסכמים עם ספקים בהיקף מצטבר של כ- 96 מיליון דולר.

אספקת חומרי זינה לפעילות קיימת

המשך אספקת חומרי זינה וחומרי החזר עד 12.2010 בכפוף לחוזה שנחתם בשנת 1997 ולשינויים שהוסכמו, החל מהמחצית השנייה של שנת 2006.

מדיניות חלוקת דיבידנד

בשנים האחרונות שקדמו להסכם הבעלים לא חילקה כאו"ל דיבידנד לבעלי המניות, זאת כתוצאה מחילוקי דעות בין הצדדים. במסגרת הסכם שנחתם בין הבעלים נקבעה מדיניות חלוקת דיבידנד על פיה החל משנת 2003 כאו"ל תחלק מידי שנה את יתרת תזרים המזומנים, שנבע מפעילותה השוטפת באותה שנה, בניכוי השקעות במימון עצמי והכל, בכפוף להוראות הדין ולמגבלות שונות אשר נקבעו בהסכם. על אף האמור, נקבע בהסכם כי כאו"ל תחלק מידי שנה דיבידנד בשיעור שלא יפחת מ- 35% ולא יעלה על 70% מהרווח השנתי של כאו"ל.

כמו כן הוסכם על חלוקת דיבידנד חד פעמי בסך של 180 מיליון ₪ לפני מס אשר יחולק באופן מדורג, במקביל להתקדמות תכנית ההשקעה בהרחבת מתקן הפוליפרופילן ובכפוף להסדרי המימון של כאו"ל. דיבידנד זה שולם במלואו בשנת 2004.

דמי ניהול

בהמשך להסכם דמי הניהול הקיים ולאור הרחבת השירותים בשנים 2003-2006 יתווספו לדמי הניהול השנתיים הקבועים בסך של 1.25 מיליון דולר, דמי ניהול נוספים בשיעור של מחצית האחוז מסך הכנסות כאו"ל, לכל אחד מהצדדים אך לא יותר מסכום בשקלים השווה ל- 1.25 מיליון דולר נוספים בשנה לכל אחד מהצדדים.

אחרים

בנוסף כולל ההסכם הסכמות בנוגע להגדרת פעילותן של בז"ן, מפ"ב, בכאו"ל; קביעת עקרונות למינוי דירקטורים בכאו"ל וכן ויתור על תביעות.

ניהול

מעורבות חזקה של בעלי השליטה בניהול השוטף של החברה ושל כאו"ל

בהיותה חברת אחזקות, מחזיקה מפ"ב מטה מצומצם של כ- 5 עובדים, בהם יו"ר הדירקטוריון, מנכ"ל, סמנכ"ל כספים ושני עובדים נוספים. להערכת מידרוג, ניכרת מעורבות חזקה של בעלי השליטה בניהול השוטף של החברה ושל כאו"ל. להערכת מידרוג, הצוות הניהולי בכאו"ל הינו ותיק ומיומן.

להלן מצבת נושאי משרה בכירים בחברה ובכאו"ל:

תפקיד	שם	תחילת כהונה	הערות
יו"ר דירקטוריון החברה	מר יעקב גוטנשטיין	2002	<ul style="list-style-type: none"> מבעלי השליטה בחברה. דירקטור בחברה משנת 1999. דירקטור בחברות נוספות בקבוצת מודגל ובכאו"ל.
יו"ר דירקטוריון כאו"ל	מר דויד פדרמן	2003	<ul style="list-style-type: none"> מבעלי השליטה בחברה.
הנהלת החברה:			
מנכ"ל	מר ערן שורץ	1999	<ul style="list-style-type: none"> מנכ"ל חברת אי די פדרמן החזקות בע"מ, שבעלות משפ' פדרמן מבעלות השליטה במודגל בע"מ ובעלת עניין בחברה. דירקטור במספר חברות בקבוצת מודגל ובחברות אחרות.
סמנכ"ל כספים	מר טל שנער	2002	<ul style="list-style-type: none"> עוזר מנכ"ל בחברת אי די פדרמן החזקות בע"מ.
הנהלת כאו"ל:			
מנכ"ל	מר צ'רלי שפר	2002	<ul style="list-style-type: none"> בתפקידו הקודם שימש כמנהל שיווק בכאו"ל במשך שנים רבות.
משנה למנכ"ל	מר צ'רלי לירן	2004	<ul style="list-style-type: none"> בעבר שימש כסמנכ"ל הכספים של כאו"ל.
סמנכ"ל כספים	מר יגאל סלהוב	2000	
סמנכ"ל תפעול*	ד"ר גרשון לידור	2003	<ul style="list-style-type: none"> בתפקידו הקודם שימש כסמנכ"ל מו"פ בכאו"ל.

* בכפיפות לסמנכ"ל התפעול, פועלים מנהלי מתקן האתילן, הפוליאתילן, הפוליפרופילן והמתקן לאחסון אתילן. עפ"י החלטת הנהלת כאו"ל מוקם מתקן הפוליפרופילן החדש בכאו"ל באופן עצמאי ולא באמצעות קבלן ראשי חיצוני בשיטת ה-Turn Key. האחראי על פרויקט ההקמה בכאו"ל הינו המנכ"ל, אשר בכפוף לו גויס מנהל הפרויקט, מר אברהם שלם.

אסטרטגיה עסקית

הרחבת תיק ההשקעות של החברה, בהשקעות בחברות מתחומי הפטרוכימיה ומתחומים משיקים בסביבה העסקית

בכוונת הנהלת החברה להמשיך ולמקד את פעילותה כחברת אחזקות בענף הפטרוכימיה ובתחומים משיקים בישראל ובעולם תוך ניצול ידע וניסיון שצברה בתחומים אלו. תעשיית הפטרוכימיה הינה תעשיית המשך של תעשיית הנפט ומאופיינית במבנה ורטיקאלי וריכוזי בישראל ובעולם. החברה בוחנת השקעות בעלות יתרונות סינרגטיים לאורך שרשרת הערך מתחום הזיקוק ועד תחום הפלסטיק.

תמיכה בחיזוק מעמדה של כאו"ל, אחזקה מרכזית אשר פועלת להרחבה משמעותית של כושר היצור בהשקעה של כ- 315 מיליון \$

בימים אלו פועלת כאו"ל להרחבה משמעותית של כושר הייצור לפוליופרופילן באמצעות הקמת מתקנים לייצור פרופילן, פוליופרופילן ומתקנים נלווים אחרים בהשקעה של כ- 315 מיליון \$. השלמת הפרויקט, המתוכננת למחצית השנייה של שנת 2006, תאפשר הכפלה ואף יותר של כושר הייצור הקיים של הפרופילן באופן שיקטין את התלות באספקתו מבז"ן ושל כושר הייצור הקיים של הפוליופרופילן, באופן שיתן מענה לעודפי ביקוש מקומיים ובינלאומיים למוצר זה ולחיזוק מעמדה של כאו"ל בתעשיית הפטרוכימיה באירופה. כמו כן פועלת כאו"ל לפיתוח מוצרים מיוחדים, בעלי ערך מוסף ללקוחות, במטרה לשפר את רווחיותה ולאחרונה, החלה לייבא פולימרים נוספים, אשר בחלקם אינם מיוצרים על ידה, במטרה להרחיב את סל המוצרים.

כרמל אולפינים בע"מ (100% מסך ההכנסות בדו"ח המאוחד בשנת 2004)

כאו"ל הינה היצרנית היחידה בישראל של חומרי גלם פולימריים שונים, בעיקר של פוליופרופילן ("PP") והפוליאטילן בצפיפות נמוכה ("LDPE"), מרביתם מיועדים לצריכת תעשיית הפלסטיק בישראל

במסגרת הקמת כאו"ל בשנת 1991 מיזגו לתוכה בעלות השליטה נכסים הכוללים 4 מתקני ייצור פוליאטילן ומתקן עזר ליבוא ואחסון אתילן בנמל הקישון (ממפ"ב) וכן מתקן לייצור אתילן (מבז"ן). בשנת 1993 הרחיבה כאו"ל את פעילותה והקימה מתקן לייצור פוליופרופילן, המהווה כיום מוצר מרכזי בתיק המוצרים שלה, במונחי הכנסות, רווחיות וכושר ייצור. נכון ליום פרסום דוח הדירוג, כאו"ל הינה היצרנית היחידה בישראל של חומרי גלם פולימריים שונים, פוליופרופילן ("PP") ופוליאטילן בצפיפות נמוכה ("LDPE"). כ- 70% מהכנסות נובעות ממכירות בשוק המקומי והיתרה ממכירות בחו"ל, בעיקר באיטליה, תורכיה ואנגליה. במטרה לתת מענה לעודפי הביקוש ולחיזוק מעמדה בשוק המקומי בתחום הפוליופרופילן, החלה כאו"ל במהלך שנת 2004 בתהליך להרחבת מתקן ייצור הפוליופרופילן שבעלותה ובהקמת מתקנים נלווים נוספים, באופן שיאפשר את הכפלת כושר הייצור הקיים. עלות ההקמה נאמדת בכ- 315 מיליון דולר והשלמתה צפויה במחצית השנייה של שנת 2006. בתחום הפוליאטילן, לכאו"ל מעמד מונופוליסטי בייצור ושיווק של פוליאטילן בצפיפות נמוכה ("LDPE") בישראל.

נפטא קלה חומר זינה ראשוני בתהליך הייצור, מסופק לכאו"ל באופן בלעדי ע"י בז"ן. בעתיד תעבור

כאו"ל לצריכת נפטא מלאה (Full Range Naphtha)

חומר הזינה העיקרי והראשוני, המשמש את תהליך הייצור של מוצרי כאו"ל הינו הנפטא הקלה, מנגזרות הנפט הגולמי. חומר זה מסופק לכאו"ל באופן בלעדי ע"י בז"ן, באמצעות חברות לשיווק דלק. הנפטא מועברת דרך צינור הובלה משטח בז"ן ישירות אל שטח מפעלי כאו"ל, הממוקמים בסמיכות באזור התעשייה הצפוני של חיפה. שיתוף הפעולה של כאו"ל ובז"ן כולל בנוסף אספקת שירותים נוספים, כאמור לעיל, זאת בכפוף לחוזים ארוכי טווח. נציין כי כאו"ל נחשבת ללקוחה בלעדית (להוציא כמות זניחה ללקוח אחר) של בז"ן בתחום הנפטא הקלה והרחבת מתקן ייצור הפוליופרופילן תגדיל את כמות הנפטא שתידרש לכאו"ל בהיקף ניכר ותגדיל את משקלה של כאו"ל בתיק הלקוחות של בז"ן.

יחד עם זאת, במסגרת מגבלות תקינה החלות על בז"ן, מתכוונת בז"ן להשתמש בחלק מסוים מהנפטא הקלה לצרכיה לייצור בנוזן ולהקטין את אספקת הנפטא הקלה לכאוו"ל. כתוצאה מכך מתכוונת כאוו"ל להסב את מתקניה לשימוש בנפטא מלאה.

חברת בז"ן מספקת לכאוו"ל גם שירותי חשמל להפעלת מתקן האתילן, קיטור הדרוש לשיפור תהליכי שריפת גזים בלפיד החברה, וכן שירותי טיהור שפכים והזרמתם לקישון.

ייצור עצמאי של חומרי זינה מרכזיים כדוגמת האתילן והפרופילן תורמים לשמירה על יתרון תחרותי מהותי

בתהליך פיצוח הנפטא מיוצרים שני חומרי זינה משניים מרכזיים, המשמשים בעיקר לשימוש עצמי:

אתילן - משמש כחומר זינה בעיקר לייצור פוליאיתילן ומעט כתוסף ליצור פוליפרופילן. את מרבית הכמות הנדרשת לה לשימוש עצמי מייצרת כאוו"ל באופן עצמאי.

פרופילן - חומר גלם המשמש לייצור פוליפרופילן. כאוו"ל מייצרת באופן עצמאי את עיקר (כ- 55%) הכמות הנדרשת לה ואת היתרה רוכשת מבז"ן. נציין כי מחסור עולמי בפרופילן¹ הופך את יכולת הייצור העצמאית של כאוו"ל, ליתרון תחרותי משמעותי, אשר צפוי אף להתחזק בעקבות הרחבת מתקן ייצור הפוליפרופילן ומתקן לייצור הפרופילן.

מתקני הייצור של כאוו"ל פועלים במלוא כושרם. על מנת לשמור על תקינות הציוד והארכת משך חייו מבוצעות פעולות תחזוקה שוטפת וטיפולים תקופתיים מקיפים מידי 4-5 שנים

נכון ליום 31.3.2005 פועלים מתקני הייצור של כאוו"ל במלוא כושרם (למעט מתקן האתילן הפועל בתפוקה מופחתת לאחר סגירת חברת תעשיות אלקטרוכימיות בע"מ (ראו נתוני תפוקה בטבלה להלן). יחד עם זאת בשל האופי הרציף של תהליך הייצור, השבתה של מתקן לייצור האתילן עלולה להביא להשבתה ולו חלקית של מתקני ההמשך לייצור פוליאיתילן ופוליפרופילן ולפגיעה מהותית בהיקף הפעילות הכוללת של כאוו"ל. כאוו"ל נוהגת לבטח עצמה מפני תקלות ואובדן רווחים באמצעות קונסורציום של חברות ביטוח בינלאומיות. הביטוח כולל פיצוי על נזק שנגרם כנגד תקלה ואובדן רווחים עד ל-24 חודשים והרחבות נוספות כגון הרחבת ספקים למקרים של תקלות של ספקים או לקוחות. הביטוח אינו מכסה תיקון או שיקום מפגעי איכות סביבה שנוצרו בעקבות פעילות כאוו"ל.

במטרה לשמר את תקינות המתקנים מבצעת כאוו"ל טיפולים שוטפים במתקנים וכן טיפולים תקופתיים (מידי 4-5 שנים), הכרוכים בהשבתה מוחלטת של מתקנים לתקופה של כחודש, ובאובדן הכנסות. במהלך שנת 2004 בוצע טיפול תקופתי, אשר בעקבותיו נאלצה כאוו"ל לנצל כ- 83% מכושר הייצור השנתי הכולל שלה. במהלך השנים האחרונות נרשמו מספר אירועים, חלקם בעלי אופי מתמשך וחלקם בעלי אופי חד פעמי, במתקני בז"ן, כאוו"ל או של לקוחות מרכזיים, אשר הביאו להשבתה מסויימת של מתקני כאוו"ל ולפגיעה בהיקף ההכנסות. חלק מהאירועים הוגדרו כאירועי ביטוחי וזיכו את כאוו"ל בהחזרים מחברת הביטוח ואחרים לא.

להלן נתונים לגבי כושר הייצור של חומרי הזינה המשניים (אתילן ופרופילן) ומוצרי הפטרוכימיה (פוליאיתילן ופוליפרופילן):

הכנסות בשנת 2004 (מ"ח)	שיעור תפוקה	ייצור בפועל בשנת 2004 (שנת טיפול)	שיעור תפוקה	תפוקה חלקית בעקבות סגירת תא"ל		כושר ייצור בתפוקה מלאה	
				תפוקה	תא"ל		
42	77%	161	86%	180	210	אתילן ומוצרי לוואי	
-	79%	95	88%	105	120	פרופילן	
702	90%	149			165	פוליאיתילן	
758	88%	175			200	פוליפרופילן	
151					NA	מיובאים ומיוחדים	
1,653		580				סה"כ	

¹ לפרטים נוספים ראה: סקירה ענפית.

ניצול מעמדה החזק בישראל מול מאות לקוחות קבועים. לקוח מרכזי תרם בשנת 2004 כ- 15% מסך

ההכנסות

כיצרנית יחידה בישראל של פוליאטילן ופוליפרופילן, נהנית כאו"ל מיתרון תחרותי על פני יבואניות של מוצרים דומים, בעיקר בשל **אמינות האספקה**, הבאה לידי ביטוי בנגישות גבוהה ובמלאי זמין המאפשר ללקוחות לשמור על מלאי תפעולי נמוך באתריהם ולחסכון בהוצאות הנלוות לאחזקת מלאי. יתרונות נוספים הם: איכות המוצרים והגיבוי הטכני הניתן ללקוחות. היתרונות התחרותיים האמורים לעיל, מאפשרים לכו"ל תמחור גבוה של מוצריה בהשוואה למחירי היבואנים המתחרים. נכון ליום 31.12.2004 לכו"ל כ- 300 לקוחות קבועים בישראל. נציין כי לכו"ל שני לקוחות מרכזיים בישראל התורמים כ- 20% מסך ההכנסות השנתיות שלה. אחד מלקוחות אלו התחייב (בהסכם שנתי שמתעדכן אחת לשנה) לרכוש מכו"ל כ- 50 אלף טון פוליפרופילן בשנה, המהווים כ- 25% מסך כושר הייצור השנתי שלה (נכון לשנת 2004).

חסרון יחסי בשווקים הבינלאומיים

לעומת יתרונותיה הבולטים בשוק המקומי, מתמודדת כאו"ל בשווקים הבינלאומיים, בעיקר איטליה ואנגליה עם חסרונות יחסיים לגודל המתקנים (פוליאטילן) ומריחוק משווקי היעד. להערכתה, עודפי הביקוש הקיימים במדינות היעד, בעיקר בתורכיה (שוק של 1 מליון טון לשנה פוליפרופילן בעל כושר ייצור נוכחי של כ- 100 אלף טון לשנה פוליפרופילן) ובאיטליה, תורמים לצמצום החסרונות האמורים. נכון ליום 31.3.2005 משתפת כאו"ל פעולה עם כ- 150 לקוחות קטנים וקבועים בחו"ל. להערכת החברה, תוספת הייצור של הפוליפרופילן תופנה בעדיפות ראשונה לשוק המקומי והשאר לשווקים הבינלאומיים.

שימוש בתהליכים וחומרים מסוכנים לעובדים ולסביבה מחייבים את כאו"ל לעמוד בדרישות תקינה קפדניות ולבצע השקעות ברכוש קבוע. כמו כן, מעמדה כמונופול בתחום הפוליאטילן בישראל מחייבה לפעול תחת פיקוח מחירים

- אופי הפעילות של כאו"ל, מחייב אותה לפעול בכפוף למגבלות ופיקוח בנושא איכות הסביבה. בין יתר החוקים להם היא מחוייבת: חוק למניעת מפגעים, התשכ"א - 1961; חוק החומרים המסוכנים, התשנ"ג - 1993; חוק מניעת זיהום הים ממקורות יבשתיים, התשמ"ח - 1998; אמנה ליישום תקנים בדבר פליטת מזהמים לאוויר שנחתמה בין המשרד לאיכות הסביבה והתאחדות התעשיינים בישראל; ואחרים. במסגרת הערכות לביצוע תכנית ההרחבה של מתקן ייצור הפוליפרופילן, ועמידה בדרישות המשרד לאיכות הסביבה, תידרש כאו"ל לתוספת השקעה של כ- 7 מיליון דולר בשנת 2005 ושל כ- 6 מיליון דולר בשנת 2006.
- בנושא אבטחת איכות ותקינה, מקפידה כאו"ל לעמוד בדרישות מהמחמירות ביותר בנושאי איכות (ISO 9001:2000); בטיחות וגאות (ת"י OHSAS,18001); ואיכות הסביבה (תקן ישראלי- ת"י 14001).
- כאו"ל הוכרזה כמונופול באספקת פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליסטירן, באמצעות מפ"ב, עוד טרם תחילת פעילותה, בשנת 1989, ולפיכך שינוי מחירים יכול להיעשות רק בכפוף לאישור המפקח על המחירים במשרד התמ"ס; בשנת 1995 הוגדרה כאו"ל כמונופול גם באספקת אטילן בישראל והיא כפופה לפיקוח בנושא אחסנתו.
- רישיון עסק לכו"ל מחייב רישוי לפעילות הייצור, לאחסון חומרים מסוכנים בנמל הקישון ולשינוע חומרים מסוכנים בצנרת. כל עסק מקבל רישוי מן הרשות אליה הוא שייך, אשר על פי רוב הינה ראש הרשות המקומית. עד כה טרם הוסמכה רשות מוניציפאלית כלשהי להנפיק לכו"ל רישיונות בגין פעילות הייצור ולמעשה היא פועלת ללא רישיון למרות פנייתה לקבל רישיון וזאת, בידיעת משרד הפנים.

תביעות משפטיות שהוגשו כנגד כאו"ל בנושא איכות הסביבה

נכון ליום 31.3.2005 עומדות כנגד כאו"ל, מפעלים שכנים, רשויות מדינה ואחרים תביעות משפטיות רבות בגין זיהום נחל הקישון, שנגרם לטענת התובעים מהזרמה בלתי מבוקרת של שפכים מן המפעלים לנחל. התביעות כוללות: תביעות בגין נזקי גוף, אשר היקפם אינו מפורט ומספר תביעות בגין נזקי רכוש. בדוחותיה הכספיים מציינת כאו"ל כי בהתבסס על יועציה המשפטיים, היא אינה יכולה להעריך את סכום החשיפה, אם בכלל ולפיכך לא כללה כל הפרשה בנדון בדוחותיה הכספיים. לטענת הנהלת כאו"ל, לרשותה טענות הגנה טובות לפעולותיה, הנובעות בין היתר מהעובדה כי פעלה בכפוף לתקנים, שנקבעו לה ע"י הרשויות המתאימות. להערכת מידרוג, באם יפסוק בית המשפט לטובת התובעים בגין נזקי הגוף והרכוש, עלולות החברות הנתבעות, בהן כאו"ל, להיות חשופות לתביעות רבות נוספות, בהיקפים שטרם ניתן להעריך, באופן שעלול לפגוע מהותית במעמדן העסקי ובתוצאותיהן הכספיות.

מקרקעין

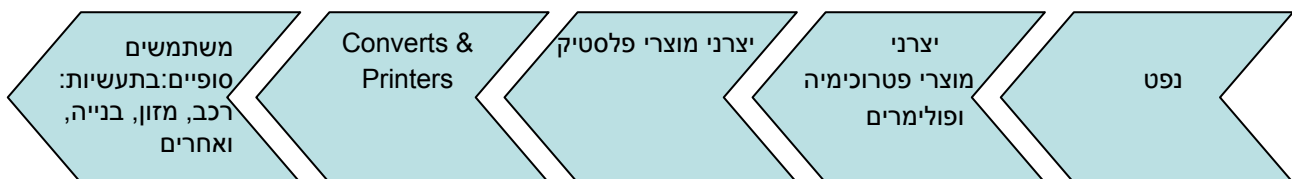
כאו"ל מחזיקה בזכויות בקרקעות שעליהן ממוקמים המתקנים, בשטח כולל של כ- 285 דונם, מתוקף הסכמי העברה ויפויי כוח בלתי חוזרים מאת בז"ן ומפ"ב בעת הקמתה ובגין רכישות מקרקעין נוספות שבוצעו בשנים שלאחר מכן. נציין כי הבעלויות על המקרקעין האמור, אינן רשומות ע"ש כאו"ל אצל רשם המקרקעין, עקב בעיות חלוקה מחדש. מקרקעין נוספים של החברה, בשטח כולל של כ- 95 דונם, נמצאים בסמיכות למקרקעין של כאו"ל ומושכרים לה בחלקם, עד תום שנת 2005.

סקירה ענפית: ענף הכימיה - מגזר הפטרוכימיה והפולימרים

תעשיית הכימיה העולמית

התעשייה הכימית העולמית הינה תעשייה ריכוזית- בעלת מבנה ורטיקאלי מסועף, עתירת אנרגיה והון וממונפת במיוחד

תעשיית הכימיה הינה תעשייה בעלת מבנה מסועף במיוחד, המאגדת תחומי פעילות ומוצרים רבים, בהם מוצרים פטרוכימיים, כימיקלים אורגאניים ואנ-אורגאניים, מוצרי פלסטיק, שרפים (פולימרים) מהונדסים, כימיקלים מיוחדים, גזים תעשייתיים ודשנים. מגמות עיקריות בפעילותן של תעשיות הנפט, הפטרוכימיה והפולימרים, הנמצאות ב"מעלה הזרם", משפיעות באופן ישיר, על פעילותן של תעשיות המשך כדוגמת תעשיית הפלסטיק והגומי. השפעה ישירה נוספת על פעילותן של תעשיות אלה, מגיעה מכיוון הביקושים, היינו מלקוחות הביניים (Converters & Printers) ומלקוחות סופיים של מוצרי האריזה (יצרניות מזון, משקאות, טבק ואחרות). להלן שרשרת ערך כללית, של ענף הכימיה, המתמקדת בלקוחות סופיים מתעשיית הפלסטיק.



מגמות תעשייה שליליות במיוחד, בשנת 2003, הגבירו את הלחץ להורדת דירוגים של חברות רבות הפועלות בענף הכימיה. אופק הדירוג של התעשייה הכימית (בארה"ב ואירופה) יוותר שלילי גם בשנת 2005, זאת למרות השיפור המקרו-כלכלי, והעלייה בביקוש התעשייתי, שאפיינו את שנת 2004.

להערכת Moody's צפוי הענף להמשיך ולסבול ממגמות שליליות גם במהלך שנת 2005. בטווח הארוך, צופה Moody's את התפתחותן של שלוש מגמות שליליות מהותיות, בהן: המשך עלייה במחירי הגז הטבעי, תחרות בינלאומית מכיוון אסיה והמזרח התיכון ולחץ מחירים מתמשך מצד תעשיית הרכב ומשמשים סופיים אחרים, העלולות להביא לשינוי פני התעשייה הכימית העולמית, תוך חיזוק מעמדם של יצרני מוצרי צריכה בתחום הכימיה באסיה ובמזרח התיכון.

1. דילול יתרות הגז הטבעי בארה"ב ועליית מחירו, יפגעו במעמדם התחרותי של יצרני מוצרי הצריכה אמריקאיים, בתחום הכימיה, יחסית ליצרנים בינלאומיים אחרים- כל עוד ישמר פער מחירים גבוה בין הנפט לזה של הגז הטבעי בארה"ב, ימשיכו יצרני מוצרי הצריכה הכימיים האמריקאים, ליהנות מיתרון תחרותי על פני מעמדם של מתחריהם באירופה. להערכת Moody's, ירידה של מחירי הנפט אל מתחת למחסום ה- 30 \$/BBL, במקביל לעליה עקבית במחירי הגז הטבעי², יוצרים איום ממשי על מעמדם של היצרנים האמריקאים.



מקור: Platt's

2. התגברות התחרות הבינלאומית, בעיקר מאסיה ומהמזרח התיכון- גידול מהותי בכושר הייצור של שווקי אסיה והמזרח התיכון, תוך פרק זמן של כ- 3-5 שנים, במקביל להאטה המסתמנת בשיעורי הצמיחה באסיה (בעיקר בסין) יגרמו לעודף ייצוא זול של מוצרי צריכה מוזלים, אשר ימצאו דרכם לשוקי אירופה וארה"ב. התפתחות מעין זו מאיימת לא רק על יצרני מוצרי הצריכה הפשוטים כי אם גם על יצרני הכימיקלים המיוחדים, אשר נכון להיום, רגישים פחות לשינויים בעלויות, הודות לערך המוסף שמקנים ללקוחותיהם³.
3. לחץ מחירים מתמשך מכיוון תעשיות המשך (רכב ואחרים) עלול לפגוע במרווחי היצרנים בארה"ב ובאירופה- נושא זה מתקשר גם לנקודה הקודמת הדנה באיום האסייתי. תעשיות המשך, כדוגמת תעשיית הרכב ואחרות, מנסות לצמצם עלויות, בין היתר ע"י הרחבת יבוא מוצרי צריכה מקבילים מאסיה. עיקר הפגיעה במרווחים צפויה בקרב יצרני הכימיקלים המיוחדים.

² הכלכלה האמריקאית הצומחת, עושה שימוש רב מידי ביתרות הגז הטבעי המאוחסן שלה וירידה מתחת לרמות היסטוריות עלולה להוביל לנקיטת מדיניות מרסנת מצד הממשל ולהעלאת מחירי הגז.
³ לסקירה רחבה יותר, ראה "סקירה ענפית- מגמות ענף הפטרוכימיה".

תעשיית הפטרוכימיה והפולימרים העולמית

התלות המוחלטת של יצרני מוצרי פלסטיק, המבוססים על פולימרים מרכזיים, כדוגמת הפוליאתילן והפוליפרופילן, חושפת אותם לשינויים מערכתיים שעוברת תעשיית הפטרוכימיה, בהם: תנודתיות גבוהה במחירי הנפט והגז הטבעי והתחזקות מעמד יצרנים פטרוכימיים במזרח התיכון, תוך שינוי מעמדם לקובעי מחירים עולמיים של אתילן ופרופילן לנגזרותיהם (בטווח הבינוני).

ליבת פעילות תעשיית הפטרוכימיה הוא בייצור האתילן, אשר ממנו נגזרים יותר מ- 60% משאר הכימיקלים האורגאניים. כ- 60% מסך האתילן המיוצר, מיועדים לייצור פוליאתילן- פולימר מתחרה של פוליפרופילן, אם כי בעל איכויות נמוכות יותר. נכון לסוף שנת 2003, נאמד היקף הייצור העולמי של האתילן בכ- 100MTA. שיטת ייצור האתילן, המקובלת ביותר במערב אירופה היא באמצעות פיצוח נפטא, המהווה נגזרת של נפט גולמי. מחיר האתילן מושפע מהותית מהתפתחויות במחירי הנפטא, ומכוחות השוק. ציטוט מחירי האתילן באירופה על בסיס חוזים רבעוניים, ומחירי הנפטא על בסיס חוזים יומיים, מגביר את התנודתיות במרווחים הפיננסיים, בעיקר של ספקי האתילן הגדולים.

מוצר פטרוכימי מוביל נוסף, הוא הפרופילן. כ- 75% מסך הייצור באירופה מבוצע אף הוא בתהליך פיצוח הנפטא והיתרה, נרכשת מבתי הזיקוק⁴. לאור צפי של מחסור בפרופילן פותחה לאחרונה שיטת ייצור חדישה (מתזוסי) של פרופילן, על בסיסה מתכוונת כאו"ל להרחיב את כושר הייצור העצמי של הפרופילן וכתוצאה מכך של פוליפרופילן. לאור העובדה שזהו תהליך חדש, שיטה זו עדיין אינה נפוצה בעולם, אולם מחסור עולמי בפרופילן מעודד עוד ועוד חברות להשקיע במתקנים בתהליך זה. כיום, יותר מ- 50% מסך הביקוש לפרופילן באירופה מגיע מכיוון יצרני הפוליפרופילן. אשר לאתילן, מדובר בכמות צנועה הרבה יותר, שכן חומר זה משמש רק כתוסף לשיפור תכונות הפוליפרופילן הבסיסי (ראה : פוליפרופילן⁵).

בטווח הקצר לא צפוי גידול מהותי בכושר הייצור של אתילן ופרופילן, אולם לאור תחזיות לצמיחה חדה של ה-GDP בארה"ב ולעליה מתונה יותר ב-GDP באירופה, מעריכה Moody's כי מחירי האתילן יעלו, לפחות בטווח הקצר. בטווח הבינוני (2006-2008), הפעלתם הצפויה של מתקני ייצור אתילן חדשים, בעלי כושר ייצור גדול במיוחד ומבוססי אתן⁵, הנבנים בעיקר במזרח התיכון (אירן וסעודיה) וסין, עשויה לתרום תוספת של כ- 10MTA (+10%) לכושר הייצור העולמי הכולל של האתילן. באם יתקדמו הפרויקטים כמתוכנן, יביא הדבר לעליה בכושר הייצור של מוצרים נגזרים, בעיקר של פולימרים (פולי-אולפינים), אשר יתועלו בעיקר לשוק האסייתי, הצומח במהירות. האטה בקצב הצמיחה באסיה, או הקמת מתקנים מקומיים, עלולה לנתב את התוצרת העודפת לכיוון השווקים המערביים, להגביר את לחץ המחירים על היצרנים המקומיים ובכך לשפר את רווחיות לקוחותיהם, בהם יצרני מוצרי הפלסטיק. חשוב לציין כי היצרנים הפטרוכימיים האירופאים סבלו עד כה ממעמד תחרותי נמוך יחסית למתחריהם האמריקאים, המשתמשים בגז טבעי זול כתחליף לנפטא היקרה, אולם מגמת התייקרות עקבית של הגז הטבעי, לצד הקמת פרויקטים מבוססי אתן במזרח התיכון, יהפכו את יצרני המזרח התיכון למכתיבי המחיר העולמי של האתילן ונגזרותיו בטווח הבינוני.

⁴ הפצחנים הקטליטים בבתי הזיקוק הופכים מרכיבי מזוט לתזקיקים. בתהליך הפיצוח נוצרים חומרים לא רוויים כמו: פרופילן וכן כמות קטנה יחסית של אתילן.

⁵ תוצר לוואי של תהליך פיצוח המזוט בבתי הזיקוק הוא גז הפצח"ק (FCC), המהווה תערובת של גזים קלים, בהם: מתן, חנקן, אתילן ואתן. האתן הוא חומר זינה מועדף לייצור אתילן. לשם השוואה, 1.25 טון אתן מייצרים 1 טון אתילן, לעומת 3 טון נפטא המייצרים 1 טון אתילן. כמו כן, מחיר הגז נגזר ממחיר המזוט, לעומת נפטא שמחירה גבוה יותר.

להערכת Moody's שלושה גורמים מרכזיים, עלולים לעכב את הגידול בכושר הייצור של האתילן והפרופילן האמורות, בהם: התפוגגות תחזיות הצמיחה בארה"ב ואירופה, אשר תגרור עיכוב בהפעלת חלק מהפרויקטים או לסגירתם של פרויקטים קיימים; מתיחות פוליטית במזרח התיכון, אשר תוביל להערמת מגבלות שונות בהן קשיים לגיוס מימון; פגיעה מהותית אפשרית ביתרונות היחסיים של סעודיה, הנובעים מגישה למקורות אתן (גז טבעי), לאור ויתורים שונים שעשתה, במטרה להצטרף לארגון הסחר העולמי (WTO).

בסיס התעשייה הפטרוכימית הינו ריכוזי וורטיקאלי, בין היתר בעקבות מיזוגים רבים כלפי מעלה וכלפי מטה. להערכת Moody's צפויה מגמה מעורבת של רכישות ומימושים של אחזקות בתחומי פעילות ב"מורד הזרם"

מיזוגים של חברות הנפט הגדולות עם יצרנים בתעשיות המשך, כדוגמת הפטרוכימיה באירופה, להם היינו עדים במהלך השנים האחרונות תרמו להיווצרותה של תעשייה ריכוזית ורטיקאלית. חברות אלה, שולטות בכ- 70% מכושר הייצור של האתילן באירופה, זאת באם כוללים במניין זה, גם חברות בעלות נתח משמעותי כגון: Borealie (לא מדורגת), המוחזקת ע"י Statoil (A1) וכן Basell (Baa3), המוחזקת ע"י BASF(Aa3)/Shell(Aaa). האחרונים מהווים דוגמא למיזוגים שנעשו גם בתעשיית הפולי-אולפינים ואחרים. תעשיית הפולימרים באירופה הפכה לאחרונה לריכוזית במיוחד, עם כ- 6-7 שחקני מפתח (Basell, Borealis, BP...) לעומת כ- 20 שחקני מפתח לפני 8 שנים ולעומת 12 שחקני מפתח בארה"ב כיום. להערכת Moody's, מיזוגים אלה נעשו משיקולי הגנה ומשקפים את חוסר היעילות בכושר הייצור ואת האיום ההולך וגובר מכיוון המזרח התיכון.

בטווח הבינוני צופה Moody's עליה בכושר הייצור של הפולימרים (פולי-אולפינים) ומעריכה כי בטווח הארוך, יהפוך שוק הפולימרים האירופאי מאזורי לגלובלי, עם מעט יצרני מוצרי צריכה כימיקלים בינלאומיים, בעלי יתרונות לגודל וגישה לבסיסי לקוחות גלובליים (BASF,Dow), במקביל לחברות הנפט הגדולות: Shell, BP ,ExxonMobil(Aaa), Total S.A.(Aa2) and SABIC.

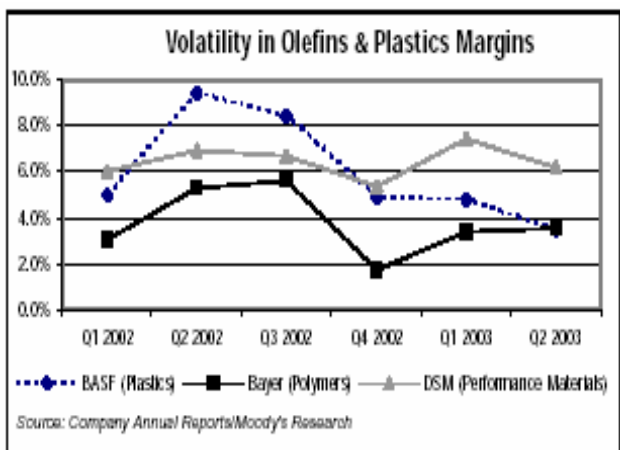
אשר למיזוגים או המשך אחזקה בעסקים שונים בתעשיות רחוקות יותר ב"מורד הזרם", מזהה Moody's מגמה מעורבת בקרב חברות הנפט העולמיות. חברות נפט כגון: Total, BP, Shell, Bayer, BASF, DuPont נטות לממש אחזקות בתחומי פעילות אלה, בשל הערך המוסף הנמוך של פעילויות אילו ביחס למכלול הפעילות שלהן. מאידך, חברות נפט אחרות, כדוגמת: Dow, ExxonMobil, Lyondell, SABIC ממשיכות לפעול בתחומים אילו. להערכת Moody's, לא צפויים מיזוגים ורטיקאליים בקרב יצרניות הפולימרים עם יצרני מוצרי אריזה רחוקות יותר ב"מורד הזרם", כדוגמת הממירים (Converters).

הקמת שוק עתידי למוצרי צריכה פלסטיים בבורסת במתכות בלונדון (LME), עשויה למתן את התנודתיות הגוברת במחירי הפולימרים השונים.

מחירי הפוליאולפינים מתאפיינים בתנודתיות חזקה, אשר התעצמה בשנים האחרונות על רקע מלחמת המפרץ. במטרה לשכלל את יכולת ניהול הסיכונים למשמשים השונים של חומרים אלו, פועלת בורסת המתכות של לונדון לקדם תכנית להקמת שוק עתידי (חוזים ל 12-24 חודש) למוצרי צריכה פלסטיים. בשלב הראשון צפוי מסחר בפוליפרופילן בסיסי ובפוליאתילן (LLDPE) ולאחר מכן בסוגי פלסטיק אחרים. להערכת Moody's לקוחות מתחומי הרכב והאריזה יהיו אומנם מעוניינים בגידור מחירי הפולימרים, כפי שהם מגדרים מחירי מצעים אחרים (אלומיניום), אולם היא מטילה ספק ביתרונו של המכשיר בקרב יצרני הפולימרים, כל עוד אין שוק לחוזים מקבילים גם לנפטא, כך שניתן לגדר הכנסות, אך לא רווחים.

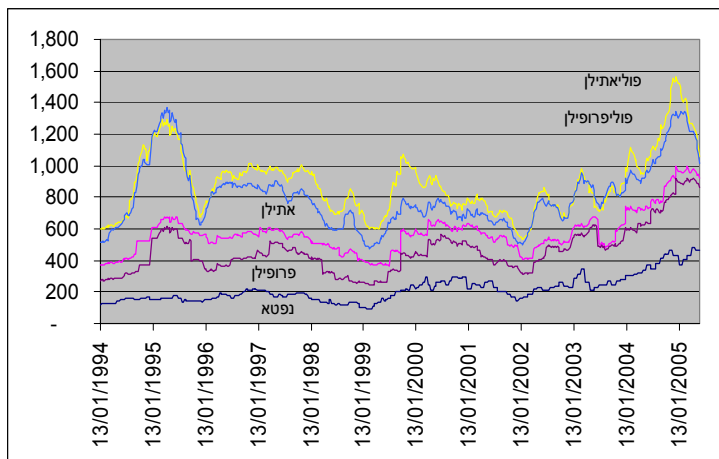
פולימרים מיוחדים, בעלי ערך מוסף כגון מוליכות, אטימות, עמידות ועוד, רגישים פחות לתנודתיות במחירי חו"ג. להערכת Moody's יותר ויותר פולימרים מיוחדים מקבלים אופי של מוצרי צריכה ולעיתים אף מאופיינים ברמות מחירים דומות לאלה של פולימרים בסיסיים ובתנודתיות חזקה ברווחיות.

תנודתיות בשיעורי הרווח התפעולי של חברות אירופאיות העוסקות בייצור פולימרים מיוחדים



מקור: Moody's.

השתנות מחירי חומרי זינה פטרוכימיים ומחירי פולימרים עיקריים בין ה- 1.1994-6.2005 במונחים שבועיים (\$/טון),



מקור: ICIS ו-Platt's.

פוליפרופילן

הפוליפרופילן, מהווה חו"ג עיקרי בתעשיית הפלסטיק והגומי ומהווה תחליף לחומרי בנייה, עץ ואחרים

פוליפרופילן הוא שם גנרי למשפחה של שרפים (פולימרים) תרמופלסטיים המתקבלים בתהליך פילמור של פרופילן. חומרים אלה שונים אומנם מבחינה מבנית, אולם מאופיינים בתכונות מכאניות ותרמיות טובות.

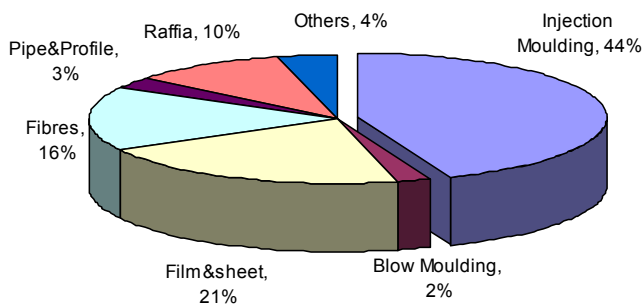
הפוליפרופילן משמש את תעשיית הפלסטיק בייצור מוצרים כגון: ריהוט גן, סיבים, חוטים לייצור שטיחים, חיתולים, צעצועים, בקבוקים ומכלים, אריזות גמישות וקשיחות, פגושים וריפוד לרכב. לאור תכונותיו, הוכנס החומר לשימוש בתחומים רבים כתחליף לחומרי בנייה, עץ וחומרים פלסטיים יקרים. הודות לכך, נהנה הפוליפרופילן מביקושים הולכים וגדלים בעולם כולו.

תוספים שונים לפולימר הבסיסי ושיטות עיבוד מגוונות תורמים לשיפור מהותי בתכונות המוצר הסופי

הומופולימר- פוליפרופילן המיוצר על בסיס פרופילן בלבד. בעל קשיחות טובה, אך אינו מתאים לשימושים בהם נדרשת עמידות בנגיפה (Impact resistance), במיוחד בטמפי' נמוכות. מחומר זה ניתן לקבל מוצרים בעלי שטח פנים מבריק, אך לא שקופים.

קופולימר- פוליפרופילן, בו משובצות גם יחידות של אתילן (בריכוז של כ- 2%-4% במונחים משקליים). האתילן משפר את תכונות ההומופולימר (גמישות, שקיפות, עמידות וכו') ומסייע להתאמתו ליישומים שונים.

התפלגות שוק הפוליפרופילן במערב ובמרכז אירופה עפ"י שימושים (אוגוסט 2003)



Source: CAMI Consulting: PP Markets in Western and Central Europe (August 2003).

מתקני ייצור הפוליפרופילן של כאו"ל מתמקדים בעיקר בייצור מוצר המתאים לשיטת ההזרקה (Injection Moulding). מדובר בשיטה בלתי רציפה בה מיוצר בכל מחזור מוצר או סדרה של כמה מוצרים. בתהליך זה ניתן לייצר מוצרים בעלי צורות הנדסיות מסובכות: כסאות, פגושים, צעצועים וכו'. נכון לסוף שנת 2003, היווה פלח ההזרקה כ- 44% משוק הפוליפרופילן במערב אירופה.

פוליאתילן

פוליאתילן- מוצר בוגר הנהנה מצמיחת ביקושים סולידית.

נהוג להבחין בין מס' סוגים עיקריים:

1. פוליאתילן בצפיפות נמוכה (LDPE)- משמש כח"יג למוצרי אריזה רכה, שימושים חקלאיים (יריעות וצנרת), כלי בית, בידוד חשמלי ותרמי ועוד.
2. פוליאתילן בצפיפות גבוהה (HDPE)- משמש כח"יג ליצוק שקיות במגוון עוביים ושימושים.
3. פוליאתילן בצפיפות נמוכה ליניארית (LLDPE)- תחליף זול ל LDPE.

היקף הצריכה של מגוון מוצרי הפוליאתילן בישראל יציב ועמד בשנת 2004 על כ- 277 אלפי טון. מתוכם 110 אלפי טון של פוליאתילן בצפיפות נמוכה (40%). מוצר זה נמצא בשלב הבוגר של חייו. קצב הצמיחה של הצריכה העולמית של פוליאתילן נמוך מאוד, בעיקר מסוג LDPE נמוך מאוד.

תעשיית הכימיה בישראל

התעשייה הפטרוכימית בישראל ובעולם היא מחזורית בטבעה, עתירת הון, עתירת אנרגיה ובעלת חסמי כניסה גבוהים. בישראל נלוות לתעשייה זו חקיקה מוגברת ופיקוח רגולטורי הדוק. התעשייה ריכוזית במיוחד ובעלת מרכיב ייצוא עקיף גבוה.

תעשיית הכימיה בישראל נחשבת לשנייה בגודלה בישראל, במונחי סך הפדיון בתעשייה בישראל. מגזר הפטרוכימיה, תורם למעלה מ- 50% מסך הפדיון בענף זה, תוך שהוא נשען כמעט לחלוטין על אספקת בתי הזיקוק. תוצרי התעשייה הפטרוכימית משמשים כאמור כחומרי גלם בסיסיים בעיקר לתעשיית הפלסטיקה בשוק המקומי. מרכיב הייצוא בתעשייה זו מצומצם, שכן עיקר הייצוא נעשה בעקיפין, באמצעות תעשיות ההמשך (פלסטיק).

מאפייני התעשייה:

מחזוריות: צמיחת התעשייה תלויה בצמיחתה של סך התעשייה בישראל ובעולם. גורמים כגון: תל"ג, צריכה פרטית, שע"ח, ותפוקה בענפי התרופות האלקטרוניקה, החקלאות, הרכב, הבנייה והפלסטיק משפיעים על מכירות ורווחיות הענף. תוספת כושר ייצור במדרגות והיצע של כמויות גדולות שלא תואמות את הביקושים, מוסיף למחזוריות של הענף. מוצרי תעשיית הפטרוכימיה מתאפיינים בסחר בינלאומי נרחב ולפיכך, סובלים מתנודות גבוהות יחסית.

עתירות הון: ההשקעות הגדולות בהיקפים של מאות מיליוני דולר במתקנים, מאפשרים יצירת יתרון לגודל הנחוץ לייצור יעיל של המוצרים. טכנולוגיות מורכבות, השקעות במתקנים, באחסנה והפצה ואמצעי בטחון להגנת הסביבה, כל אלה דרושים לשם הקמת מתקן חדש. בנוסף מופנות השקעות רבות לשכלול מתקנים פעילים לצורך הגדלת כושר ייצור וחידוש הטכנולוגיה.

חסמי כניסה גבוהים: השקעות גדולות במתקני הייצור; השקעות במתקנים לשמירה על איכות הסביבה; דרישות רישוי לזיכיונות על זיקוק הנפט חוסמים את כניסתם של יצרנים מתחרים. יחד עם זאת בשל היות המוצרים סחירים קיימת נוכחות מוצרים המיוצרים ע"י שחקנים בינלאומיים בפרט בהעדר מכסות או היטלים.

עתירות אנרגיה: התעשייה הינה צרכן גדול של אנרגיה, ובמיוחד גז, נפט, חשמל, ופחם. צריכת הנפט והכוח בעולם מתחלקת כמחצית לצריכת אנרגיה ומחצית כחומר גלם בעיקר בתעשיית הפטרוכימיה. בשנים האחרונות התפתחו בעולם השימושים בגז הטבעי כתחליף למזוט, סולר, נפטא וגפ"מ לשימושים תעשייתיים ולייצור חשמל. יתרונות השימוש בגז הם כלכליים וסביבתיים בעיקר. החיסכון הכלכלי מתבטא הן בעלות ההקמה והן בעלות צריכת הגז. המשק הישראלי נמצא כיום במגמת מעבר לשימוש בגז טבעי ע"ח הדלקים הנוזליים היקרים יותר. הלקוחות העיקריים הצפויים להשתמש בגז הטבעי הן חברת החשמל והתעשייה הכימית. עפ"י חוק משק הגז הטבעי, יידרש רישיון לעסוק בכל אחת מהפעילויות העיקריות הנוגעות לגז טבעי שעיקרן: יבוא, הולכה, חלוקה והקמת מתקני גז טבעי נוזלי. בישראל, עדיין מוקדם להעריך מתי יכנס השימוש בגז הטבעי ובאילו אזורים תעבור צנרת ההובלה. תעשיית הכימיה תהיה בין המובילים לאימוץ הגז הטבעי לצורך ייצור חשמל.

ריכוזיות: עקב חסמי כניסה גבוהים מאופיינת התעשייה הכימית בעולם בריכוזיות גבוהה. בישראל, מתבטאת הריכוזיות בכמה מישורים: מגוון המוצרים- רחב אולם קיים ריכוז תפוקה במס' מוצרים בסיסיים; מפעלים ומבנה הבעלות- ייצור מרוכז במס' מפעלים קטן יחסית למרכיב הענף בתוצר. התעשייה המקומית מרוכזת בשני אתרים גיאוגרפיים עיקריים: סביב בתי הזיקוק בחיפה ובדרום.

Moody's רואה בנושא של קירבה פיזית לאתרי ייצור חומרי זינה ובהסכמים ארוכי טווח עם ספקים אמינים של חומרי זינה נקודות מפתח בתעשייה.

תנודתיות מחירים: התנודתיות החזקה במחירי חומרי הזינה ביחס לזו של מחירי התוצרים בתעשייה הכימית ובפרט בתעשיית הפטרוכימיה, מגדילה את החשיפה המטבעית של החברות הפועלות בענף. מחירי התוצרים מושפעים ממגוון רחב של גורמים, אשר על מרביתם לא יכולות חברות הכימיה הישראליות להשפיע. בישראל קיים מיסוי על יבוא מוצרי פוליאטילן (LDPE) מארצות שאין עימהן הסכמי סחר וכן פיקוח על מחיר המכירה. על מוצרים אחרים כגון: פוליפרופילן לא חל המיסוי ואין פיקוח על המחירים.

חקיקה ואקולוגיה: חומרי גלם ותוצרים רבים של התעשייה הינם חומרים מסוכנים או שתהליך ייצורם מסוכן, לפיכך נתונה התעשייה לחוקים הנוגעים לבריאות הציבור, בטיחות עובדים, והגנת הסביבה. חוקים בולטים בעולם הם "חוקי שיקום" המחייבים מזהמים לשאת בעלויות הנזק (בישראל חשופים מנהלי חברות מזהמות לאישום פלילי איש). נושא זה מהותי לחברות בתחום, שכן מלבד הוצאות השמירה על איכות הסביבה, המפעלים עשויים לשאת בהוצאות כספיות כבדות בגין פיצוי ושיקום סביבתי. דוגמאות להשקעות נדרשות עפ"י חוק: הפחתת ייצור חומרים הפוגעים באוזון, שיקום קרקעות, השקעה במתקני טיהור שפכים, התקנת מתקני ניטור וזיהוי של זיהום אוויר ועוד.

התחזקות המגמה העולמית בנושא החקיקה הביאה למעבר מפעלים למדינות פחות מתפתחות בהן חוקי שמירת הסביבה נחותים ממדינות המערב.

מעורבות ממשלתית: ממשלת ישראל מחזיקה במניות בתי הזיקוק. במסגרת תוכנית הפרטה מתוכננת תפתח תחרות בתחום ייצור הדלקים.

בנוסף מתבטאת מעורבות הממשלה בהשתתפות בהשקעות בהון באמצעות חוק עידוד השקעות הון ובאמצעות חוק המו"פ, שבאחריות המדען הראשי.

מועסקים ושכר: עלות העבודה בענף מהגבוהות בתעשייה כתוצאה מהעובדה כי תהליכי הייצור המורכבים מחייבים העסקת כוח אדם מיומן המתבטא במשקל גבוה של מהנדסים, כימאים, מדענים וטכנאים. אחד המאפיינים של המועסקים בישראל הינו קיומם של ועדי עובדים חזקים בישראל, המסוגלים להשפיע על החלטות ההנהלה.

ניתוח פיננסי

מובא להלן ניתוח פיננסי של הדוחות הכספיים סולו של מפ"ב בהיותה חברת אחזקות. כמו כן, בחרה מידרוג להציג גם ניתוח פיננסי של תוצאותיה העסקיות במאוחד בהן מוצגת האחזקה בכאו"ל על בסיס איחוד יחסי (50%).

ניתוח פיננסי (סולו)

מאזן

תיק השקעות המבוסס על נכס יחיד, לא סחיר, בשליטה משותפת, המהווה כ- 82% מסך מאזן החברה, מחליש באופן מהותי את גמישותה הפיננסית

נכון ליום 31.3.2005 מסתכם שווי המאזני של תיק השקעות של החברה בכ- 544 מיליון ₪ ונובע מהשקעה בכאו"ל. להערכת מידרוג, העובדה כי תיק האחזקות של החברה מבוסס על נכס יחיד, לא סחיר, בשליטה משותפת, פוגעת בגמישות הפיננסית של החברה וביכולתה לממש חלק מהאחזקה, במטרה לתמוך בחוב פיננסי או לכל מטרה אחרת. נכון ליום 31.3.2005 לחברה מסגרות אשראי מאושרות בסך של כ- 74 מיליון ש"ח מבנקים בישראל המנוצלים במלואם.

החל משנת 2004, גידול חד בהיקף הנכסים הפיננסיים השוטפים של החברה, בעיקר כתוצאה מתקבולי דיבידנד מכאו"ל

תקבולי דיבידנד מכאו"ל בשנת 2004, אשר כללו סכום חד פעמי של 90 מיליון ₪ וכ- 26.5 מיליון ₪ בגין רווחי שנת 2003 תרמו לעלייה חדה בהיקף המזומנים מפעילות שוטפת, שהסתכם בכ- 126 מיליון ש"ח. מתוך הסכום האמור השקיעה החברה כ- 60 מיליון ₪ במק"מ תוך עליה בהיקף הנכסים הפיננסיים השוטפים שלה מכ- 18 מיליון ₪ ליום 31.12.2003 לכ- 66 מיליון ₪ ליום 31.12.2004. יתרת הסכום שימשה לפרעון התחייבויות פיננסיות ולתשלום דיבידנד בסך של 56 מיליון ש"ח לבעלי המניות בחברה. במהלך Q1.2005 חילקה כאו"ל דיבידנד נוסף לבעלי המניות, חלקה של החברה הסתכם ב- 38 מיליון ₪, כתשלום דיבידנד ראשון בגין רווחי שנת 2004. נציין כי במהלך חודש מאי 2005 חילקה כאו"ל סכום נוסף בסך של כ- 25 מיליון ₪ (חלק החברה), כתשלום דיבידנד שני בגין רווחי שנת 2004.

מפעלים פטרוכימיים (סולו): תמצית מאזן (במיליוני ₪)										
31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		31.12.2004		31.3.2005		נכסים
9%	51.6	5%	28.0	3%	17.5	11%	66.4	16%	106.8	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות בני"ע סחירים
88%	511.8	92%	528.3	94%	562.0	87%	533.1	82%	543.9	השקעה בחברה מוחזקת
3%	19.5	3%	17.4	3%	16.5	2%	12.9	2%	12.9	נכסים אחרים
100%	582.9	100%	573.6	100%	595.9	100%	612.4	100%	663.6	סך נכסים
התחייבויות והון עצמי										
8%	44.7	7%	38.0	7%	40.0	2%	11.4	2%	11.8	חוב פיננסי לז"ק (כולל חלויות שוטפות)
10%	60.4	11%	63.5	9%	53.9	11%	65.7	10%	65.7	חוב פיננסי לז"א
18%	105.1	18%	101.5	16%	93.9	13%	77.1	12%	77.4	סה"כ חוב פיננסי
9%	53.5	13%	73.5	13%	76.3	2%	10.7	-4%	-29.4	חוב פיננסי נטו
1%	8.2	1%	4.0	1%	6.3	1%	6.6	1%	7.7	התחייבויות אחרות
81%	469.6	82%	468.1	83%	495.8	86%	528.7	87%	578.4	הון עצמי
33%	195.0	34%	195.0	37%	221.1	41%	254.0	46%	303.8	מתוכו: עודף נצבר
100%	582.9	100%	573.6	100%	595.9	100%	612.4	100%	663.6	סך התחייבויות והון עצמי
99%	575.5	99%	570.0	99%	589.6	99%	605.8	99%	656.9	CAP

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

איתנות פיננסית חזקה במיוחד

לאורך שנים שומרת החברה על יחסי איתנות פיננסית חזקים במיוחד, אשר השתפרו אף יותר בעקבות החתימה על הסכם עם כאו"ל ובז"ן לחלוקת דיבידנד שנתי והכפלה של דמי הניהול. הגידול החד בתזרים התפעולי השוטף של החברה הביא מחד לצמצום מצבת ההתחייבויות הפיננסיות של החברה ומאידך לגידול מהותי ביתרות המזומנים שלה. נכון ליום 31.3.2005 עומד יחס החוב הפיננסי ל-CAP על כ-12% ואילו יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP שלילי. יחס החוב הפיננסי לשווי המאזני של תיק ההשקעות עמד נכון ליום 31.3.2005 על כ-14%.

מפעלים פטרוכימיים (סולו): יחסי מינוף עיקריים:					
31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.3.2005	
81%	82%	83%	86%	87%	הון עצמי לסך מאזן
18%	18%	16%	13%	12%	חוב פיננסי ל-CAP
9%	13%	13%	2%	-4%	חוב פיננסי נטו ל-CAP
42%	37%	43%	15%	15%	חוב לז"ק מסך החוב
21%	19%	17%	14%	14%	חוב לשווי מאזני השקעות
10%	14%	14%	2%	-5%	חוב נטו לשווי מאזני השקעות
				-3%	חוב נטו לשווי שוק משוערך של השקעות

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

תזרים יחסי כסוי

קפיצת מדרגה ביכולת החברה לייצר תזרים מזומנים חופשי חזק

בעקבות ההסכם שנחתם בין החברה, כאו"ל ובז"ן בשנת 2004, החלה החברה ליהנות מפרי השקעתה בכאו"ל, באמצעות קבלה מוסדרת של תקבולי דיבידנד נדיבים במיוחד והכפלה של דמי הניהול. כתוצאה מכך דיווחה החברה בשנת 2004 ובמהלך Q1.2005 על קפיצת מדרגה ביכולתה לייצר תזרים מזומנים תפעולי שוטף חזק, המאפשר לה להמשיך ולצמצם את היקף התחייבויותיה הפיננסיות נטו, לחלק תשלומי דיבידנד גבוהים לבעלי המניות של החברה ועדיין לצבור סכומים גבוהים כיתרות מזומן, אשר יכולים לשמש אותה למטרות שונות, לרבות הרחבת תיק ההשקעות.

מפעלים פטרוכימיים (סולו): תזרים תפעולי ותזרים כולל (במיליוני ₪)

<u>FY 2001</u>	<u>FY 2002</u>	<u>FY 2003</u>	<u>FY 2004</u>	<u>Q1.2005</u>	
					תזרים מפעילות שוטפת:
11.0	0.0	0.0	116.5	38.0	תקבולי דיבידנד מחברה מוחזקת
0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	דמי שכירות
11.2	5.9	11.0	11.1	2.7	דמי ניהול מחברה מאוחדת באיחוד יחסי
7.1	5.7	6.5	5.8	1.3	הוצאות הנהלה וכלליות
11.2	16.9	1.8	4.0	-0.5	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
4.2	-16.4	3.0	118.1	40.0	תזרים תפעולי שוטף
8.3	12.4	-6.2	8.0	9.7	אחר נטו
12.5	-3.9	-3.1	126.1	49.8	תזרים מפעילות שוטפת CFO
					תזרים מפעילות השקעה:
7.7	7.2	16.9	-48.4	60.5	(הפקדה) מימוש השקעות לז"ק נטו
-3.5	-1.6	0.0	0.0	0.0	אחר נטו
4.2	5.5	16.8	-48.4	60.5	תזרים מפעילות השקעה
					תזרים מפעילות מימון:
60.4	0.0	0.0	20.0	0.0	קבלת הלוואה לז"א מתאגיד בנקאי
0.0	0.0	0.0	-19.7	0.0	פירעון הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
-11.0	-5.2	-14.9	-22.9	0.0	קבלת (פרעון) אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים נטו
-62.6	0.0	0.0	-56.3	0.0	דיבידנד ששולם
-13.2	-5.2	-14.9	-78.9	0.0	תזרים מפעילות מימון
3.6	-3.6	-1.2	-1.1	110.2	גידול (קיטון) במזומנים לתקופה
					יחסי כיסוי עיקריים:
1.2	0.3	1.4	13.1	52.5	יחס כיסוי תפעולי ¹
25.0	-6.2	31.1	0.7	0.5	חוב פיננסי לתזרים תפעולי שוטף
12.7	-4.5	25.3	0.1	-0.2	חוב פיננסי נטו לתזרים תפעולי שוטף

¹ יחס כיסוי תפעולי: הכנסות מדיבי, שכירות ודמי ניהול הוצאות הנה"כ ומימון

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

גם לאחר גיוס אג"ח נשוא הדירוג וחלוקת דיבידנד שהוכרז, מציגה החברה יחסי איתנות מאזניים ויחסי כיסוי תזרימיים חזקים

נכון ליום 31.3.2005 לחברת יתרת מזומנים בסך של 107 מליון ש"ח, חוב פיננסי של 77 מליון ש"ח ובמהלך הרבעון השני של 2005 קיבלה תקבול דיבידנד נוסף מכאוו"ל בסך של 25 מליון ש"ח. אף כי אינה פועלת בכפוף למדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת, חילקה החברה בשנת 2004 דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ- 56 מליון ₪ ונכון ליום 22.6.2005, הכריזה על כוונתה לחלק לבעלי המניות דיבידנד בסך של כ- 157 מליון ₪. בנוסף שוקלת החברה לגייס חוב בסך של 150 מליון ש"ח לצורך השקעות חדשות. להערכת מידרוג, העובדה כי ערב תמורות אלו החברה לא ניצלה חוב פיננסי נטו כלל, ממתנת את השפעתם של מהלכים אלו על הפגיעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה והם יוותרו ברמה גבוהה. יחס החוב הפיננסי ברוטו ל- CAP יעלה מכ- 12% לכ- 28% ויחס החוב הפיננסי נטו ל- CAP יעלה מ- (4%) לכ- 12%. מידרוג מדגישה כי הדירוג ניתן בכפוף לכך שלאורך שנות האג"ח תשמור החברה על יחס הון עצמי לסך מאזן בדו"ח סולו שלא ירד מ-50%.

ניתוח פיננסי (מאוחד)

רווח והפסד

מחיר המוצרים ועלות חומרי זינה הינם המשפיעים העיקריים על התוצאות הכספיות. החברה מוכרת את כל הכמות המיוצרת ונהנית מעודפי ביקוש

כל הכנסות החברה במאוחד, נובעות מפעילות כאו"ל. בשנים האחרונות מדווחת החברה על עלייה עקבית בהיקף ההכנסות, זאת למרות מגמות עולמיות משתנות במחירי המוצרים הפטרוכימיים והפולימרים וביחסי ההיצע והביקוש למוצרים אלו. השבתות חלקיות של מתקני הייצור באו"ל בעקבות שיפוצים ותיקונים יזומים או כתוצאה מאירועים חד פעמיים, בלתי צפויים, השפיעו אף הם על היקפי ההכנסות, אם כי ברוב המקרים, פוצתה הירידה בהיקף הייצור או המכירה, בעלייה במחירי המוצרים.

מפעלים פטרוכימיים (מאוחד): תמצית דוח רווח והפסד (במיליוני ₪)

FY 2001		FY 2002		FY 2003		FY 2004		Q1.2004		Q1.2005		
61%	367.3	67%	406.5	71%	499.2	76%	627.7	71%	139.2	65%	173.9	מכירות בישראל
38%	231.7	33%	200.9	29%	208.4	24%	196.6	29%	56.5	35%	93.0	יצוא
1%	6.6	0%	1.3	0%	0.3	0%	2.3	0%	0.0	1%	2.2	אחרות
100%	605.7	100%	608.7	100%	707.9	100%	826.7	100%	195.8	100%	269.2	מכירות והכנסות
12%	72.8	11%	66.8	15%	107.7	18%	147.3	21%	40.7	29%	79.0	רווח גולמי
8%	47.6	7%	43.9	7%	47.1	5%	42.0	5%	10.7	4%	11.9	הוצאות מכירה ושיווק, הנהלה וכלליות
2%	15.1	4%	22.3	8%	54.5	13%	105.4	15%	30.0	25%	67.0	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
11%	68.5	12%	70.3	14%	99.6	18%	147.1	21%	40.9	29%	78.6	EBITDA
2%	14.0	3%	18.2	0%	3.3	1%	5.9	0%	0.2	0%	0.1	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
-4%	-24.2	0%	2.7	6%	44.3	12%	97.3	15%	29.8	25%	67.0	רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה
-1%	-3.8	-1%	-4.2	-2%	-16.6	-1%	-8.0	-5%	-10.2	-6%	-14.9	מיסים על ההכנסה
-5%	-28.0	0%	-1.5	4%	27.6	11%	89.2	10%	19.6	18%	49.8	רווח (הפסד) נקי

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

בשנת 2004 הסתכמו הכנסות החברה בכ- 827 מיליון ₪, לעומת כ- 708 מיליון ₪ בשנת 2003, עלייה של כ- 17%, הנובעת בעיקרה מעלייה במחירי המכירה של המוצרים הפולימרים, בקיזוז ירידה בכמויות המכירה:

- ירידה בשיעור של כ- 22% בכמויות הייצור של האתילן כתוצאה מהפסקת פעילות תעשיות אלקטרוכימיות בע"מ- לקוח מרכזי של כאו"ל לצריכת אתילן עודף, עימו היא היתה קשורה במספר הסכמי אספקה. כאו"ל הגישה תביעה לחברות הביטוח על אובדן רווחים בהתבסס על הרחבת הספקים של הפוליסה שבידיה. עד כה אושר פיצוי ל-9 חודשים בעוד התביעה היא ל-24 חודשים.
- ירידה בשיעור ממוצע של כ- 10% בהיקף מכירות הפוליאאתילן ופוליפרופילן, עקב השבתת המתקנים לצורך הטיפול התקופתי.

נציין כי עלייה מתמשכת במחירי הפולימרים גם במהלך Q1.2005 הביאה לגידול מהותי בהיקף ההכנסות ולשיפור הרווחיות, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

ליבת פעילות כאו"ל מיועדת לשוק המקומי, בו היא נהנית מיתרונות תחרותיים בולטים עפ"נ מתחרותיה ומשיעורי רווחיות גבוהים יותר בהשוואה לאלו בחו"ל

מרבית הכנסות כאו"ל נובעות ממכירות בשוק המקומי (70%) והיתרה מיצוא למערב אירופה וטורקיה (30%).
הפוליפרופילן: עודפי ביקוש עולמיים, הממשיכים לצמוח בקצבים גבוהים של פוליפרופילן- מוצר מוביל בכאו"ל, היוו בשנים האחרונות גורם מרכזי לגידול בהיקפי פעילותה ולשיפור רווחיותה. כאמור לעיל, בכוונת כאו"ל להכפיל את הכמות המיוצרת, על מנת לעמוד בעודפי הביקוש האמורים. נכון ליום 31.3.2005 מספקת כאו"ל כ- 50% מסך הביקוש המקומי למוצר זה. מחיר המכירה של הפוליפרופילן בישראל אינו מפותח ודומה למחיר בו הוא נמכר ע"י כאו"ל בחו"ל. חסכון הנובע מהעדר צורך בהובלה של המוצר תורמת לשיפור שיעורי הרווח הגולמי בגין מכירות בישראל בהשוואה לאלו בחו"ל.

פוליאטילן: נכון ליום 31.3.2005 מספקת כאו"ל מעל 67% מסך הביקוש המקומי למוצר זה. מחירי המכירה בישראל גבוהים בהשוואה למחירים שהיא משיגה בחו"ל, בשל הפיקוח המקומי על מחירי מוצר זה.

עליית מדרגה בשיעור הרווח הגולמי בעקבות עלייה חדה יותר במחירי הפולימרים בשיעור העולה באופן משמעותי לעומת התייקרות מחירי חומרי הזינה

מאז שנת 1997 ניכרת מגמה של שחיקה בשיעור הרווח הגולמי הנובעת מעלייה במחירי חומר הזינה העיקרי (נפטא) וירידה במחירי המכירה של הפוליאטילן והפוליפרופילן. שיעור הרווח הגולמי המאוחד של החברה, ירד מ- 28% בשנת 1997 ל- 11% בשנת 2002. החל משנת 2003 ועד היום, מדווחת החברה על שיפור הולך וגדל בשיעורי הרווח הגולמי המאוחד, המהווה כ- 29% מסך ההכנסות ל-Q1.2005, זאת כתוצאה מעלייה חדה יותר במחיר הפוליאטילן והפוליפרופילן בהשוואה לעלייה במחירי חומרי הזינה, שהעיקרי שבהם מבחינת כאו"ל הינו הנפטא.

שיפור מתמשך בשיעור הרווחיות התפעולית וברווחיות עצמה, גם לאחר עלייה בהוצאות תפעוליות שאינן קשורות בייצור

הגידול ברווח הגולמי ובשיעור הרווח הגולמי לצד ירידה בהיקף הוצאות הובלה וביטוח, תרמו לשיפור חד גם ברווחיות התפעולית, זאת חרף עלייה בהוצאות תפעוליות אחרות כדוגמת: הוצאות חיפוש גז (של החברה סולו): בשנים 2003 ו-2001 דיווחה החברה על הוצאות בסך של כ- 6 מיליון ₪ וכ- 10 מיליון ₪ בהתאמה בגין חיפושי גז. מרבית הסכומים משקפים למעשה הפחתת השקעות בנכסי גז ולא הוצאות תזרימיות; חובות מסופקים ואבודים (של כאו"ל): במסגרת הוצאות הנהלה וכלליות דיווחה החברה בשנת 2003 על הפרשה חריגה בסך של כ- 6 מיליון ₪ (כ- 12 מיליון ₪ בכאו"ל), בגין חובות מסופקים ואבודים, אשר נבעו ממכירות של כאו"ל לתעשיות אלקטרוכימיות בע"מ, שהייתה שרויה בהקפאת הליכים; הוצאות שכר ונלוות (של כאו"ל): במסגרת הוצאות הנהלה וכלליות כוללת כאו"ל תשלום דמי ניהול לבעלי המניות. עפ"י הסכם בין בעלי המניות כמפורט לעיל, התחייבה כאו"ל להכפיל את תשלומי דמי הניהול לכל אחת מבעלות השליטה.

סעיף המימון כולל רווח או הפסד מתיק ני"ע – שינוי חד בתמהיל ההשקעות ממניות לטובת מק"מ עד כדי מימוש כולל של השקעות אלו, תרמו בשנים האחרונות לירידה דרמטית בהוצאות המימון

נכון ליום 31.3.2005 הוצאות המימון נטו במאוחד של החברה שוליות ונובעות מהוצאות מימון נטו של כ- 585 אלפי ₪ של כאו"ל בגין הלוואות בנקאיות שלקחה למימון חלקי של הרחבת כושר הייצור, בנטרול הכנסות מימון נטו של כ- 518 אלפי ₪ של החברה (סולו), הנובעות מיתרות מזומנים ושווי מזומנים שבבעלותה.

בשנים האחרונות, נהגה החברה להשקיע חלק ניכר מעודפי המזומנים שלה בני"ע סחירים לרבות במניות⁶. שינויים בתמהיל תיק ניירות הערך הסחירים, בהם מעבר ממרכיב מנייתי מרכזי לטובת מרכיב סולידי (מק"מ), תרמו לירידה משמעותית בהיקף הוצאות המימון של החברה, אשר הושפעו עד אז, בעיקר מהפסדים בגין המניות. נכון ליום 31.12.2004 הסתכמה סך ההשקעה בני"ע סחירים של החברה (סולו ומאוחד) בכ- 60 מיליון ₪ ואילו נכון ליום 31.3.2005 מומש כל תיק ני"ע האמורים ותרומתו הושקעה במזומנים ושווי מזומנים.

בנטרול השפעת הרווח (ההפסד) הנובע מני"ע סחירים אלו, הסתכמו הוצאות המימון נטו במאוחד בשנת 2004 בכ- 8 מיליון ₪, לעומת כ- 11 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ- 5 מיליון ₪ בשנת 2002.

תכנית לפרישה מוקדמת

במסגרת פעולות התייעלות, ביצעה כאו"ל בשנת 2001 הפרשה מהותית בגין תכנית פרישה מוקדמת בסך של כ- 40 מיליון ₪ (בדוחות החברה נכלל כ- 21 מיליון ₪), זאת במסגרת הסכם שנחתם עם נציגות העובדים. נציין כי הוצאה זו וההפסד בגין ני"ע כמפורט לעיל יצרו בשנת 2001 הפסד לפני מס של כ- 24 מיליון ₪ בדוחות המאוחדים של החברה. בשנת 2003 נרשמה בדוחות החברה הפרשה נוספת בגין פרישה מוקדמת בסך של כ- 7 מיליון ₪ שהושלמה בתוספת של עוד כ- 2 מיליון ₪ בשנת 2004.

לכאו"ל מעמד של "מפעל מאושר" שתקופת ההטבות בגין השקעות שבוצעו על ידה, טרם הסתיימה. החברה זכאית לניכוי בשל הוצאות חיפוש ופיתוח גז

בשנת 2004 הסתכם המס על הכנסה של כאו"ל כפי שבא לידי ביטוי בדוחות המאוחדים של החברה, עפ"י שיעורי מס רגילים (35%) בכ- 34 מיליון ₪, לעומת כ- 16 מיליון ₪ בשנת 2003 (36%). בפועל דיווחה החברה על תשלום מס נמוך יותר בשנת 2004 בסך של כ- 8 מיליון ₪ בשנת 2004 לעומת כ- 17 מיליון ₪ בשנת 2003. ההסבר לירידה נובע בעיקר מהתאמת יתרות המיסים הנדחים בעקבות השינוי בשיעורי המס וכן בעקבות ניכוי הטבה במס מהפחתה בשיעור המס של "מפעל מאושר" של כאו"ל.

פירוט הטבות:

במסגרת החוק לעידוד השקעות הון, תשי"ט-1959 נהנית כאו"ל ממעמד של "מפעל מאושר" במסלול החלופי על שתי תכניות הרחבה, שתקופת ההטבות בגינן טרם הסתיימה. בגין הרחבת מתקן הפוליפרופילן החדש הגישה כאו"ל בקשה נוספת להכרה במעמד "מפעל מאושר".

בינואר 2005 נחתם הסכם פשרה בין כאו"ל לרשויות המס, על פיו חתמה כאו"ל הסכם פשרה עם רשויות המס, לפיו היא מתחייבת לשלם לרשויות המס 15 מיליון ₪, כסכום פשרה בגין כל סוגיות המיסוי שהיו במחלוקת בשנים האחרונות. הסכום האמור שולם במהלך פברואר 2005.

מאזן

רכוש קבוע של כאו"ל מהווה מרכיב מרכזי מסך נכסי החברה

נכון ליום 31.12.2004 הסתכם השווי המאזני המופחת של הרכוש הקבוע בחברה בכ- 512 מיליון ₪, מתוכו 431 מיליון ₪ בגין רכוש קבוע קיים בכאו"ל, כ- 52 מיליון ₪ בגין עלות הקמה מתקן פוליפרופילן חדש בכאו"ל, שהחלה בסוף שנת 2003 ובאה לידי ביטוי בעיקר בשנת 2004 וכ- 6 מיליון ₪ בגין רכוש קבוע של חברה (סולו). מרבית הסכום נובע ממכונות וציוד והיתרה בעיקר ממקרקעין וחלקי חילוף. שיעורי הפחת השנתיים של המכונות והציוד נעים בעיקר בין 3%-6% בשנה. נכון ליום 31.3.2005 הסתכם שווי המאזני המופחת של כל הרכוש הקבוע בכ- 554 מיליון ₪, מתוכו כ- 99 מיליון ש"ח בגין עלויות הקמה של המתקן החדש.

⁶ מניות הנסחרות בבורסה לני"ע בת"א וכלולות במדד ת"א 100.

מפעלים פטרוכימיים (מאוחד): תמצית מאזנים מאוחדים (במיליוני ₪)

31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		31.12.2004		31.3.2004		31.3.2005		נכסים
6%	52.4	4%	30.3	6%	45.1	7%	71.0	9%	80.2	10%	111.5	
21%	175.9	24%	201.5	25%	207.3	25%	243.9	25%	211.4	23%	253.2	סחירים
5%	47.1	5%	41.7	6%	47.0	8%	74.2	6%	51.2	9%	99.9	לקוחות
63%	537.7	61%	505.6	59%	484.7	53%	512.3	57%	482.0	51%	553.6	מלאי
0%	0.0	0%	0.0	0%	1.9	5%	51.9	0%	0.0	9%	98.7	רכוש קבוע
3%	23.6	2%	19.3	2%	12.7	4%	40.2	1%	11.1	4%	40.5	מתוכו: עלות מתקן חדש
2%	19.5	4%	32.9	2%	19.1	3%	28.4	2%	14.8	2%	21.3	רכוש אחר והוצאות נדחות נטו
100%	856.2	100%	831.3	100%	815.9	100%	970.0	100%	850.7	100%	1,080.0	נכסים אחרים
												סך נכסים
התחייבויות												
13%	108.0	9%	73.5	6%	48.8	13%	129.6	6%	51.7	18%	197.2	חוב פיננסי לז"ק ¹
7%	60.4	8%	63.5	7%	53.9	7%	65.7	6%	53.9	6%	65.7	חוב פיננסי לז"א
20%	168.4	16%	137.0	13%	102.6	20%	195.3	12%	105.6	24%	262.9	סה"כ חוב פיננסי
14%	116.1	13%	106.7	7%	57.5	13%	124.3	3%	25.5	14%	151.3	חוב פיננסי נטו
5%	43.9	7%	60.6	7%	59.3	11%	103.6	8%	65.1	9%	92.1	ספקים ונותני שירותים
16%	137.4	16%	136.4	16%	130.4	10%	100.9	15%	128.6	10%	105.5	עתודה למיסים נדחים
4%	36.9	4%	29.2	3%	27.7	4%	41.5	4%	36.0	4%	41.1	התחייבויות אחרות ²
55%	469.6	56%	468.1	61%	495.8	55%	528.7	61%	515.3	54%	578.4	הון עצמי
23%	195.0	23%	193.5	27%	221.1	26%	254.0	22%	184.4	28%	303.8	מתוכו: עודף נצבר
100%	856.2	100%	831.3	100%	815.9	100%	970.0	100%	850.7	100%	1,080.0	סך התחייבויות והון עצמי
91%	775.4	89%	741.5	89%	728.8	85%	824.9	88%	749.6	88%	946.8	CAP

¹ חוב פיננסי לז"ק כולל חוב נושא ריבית לבעלי עניין המוצגים תחת סעיף זכאים, בסך של כ- 8 מיליון ₪ בשנה.

² התחייבויות אחרות נובעות רובן ככולן מהתחייבויות כלפי זכאים (ללא בעלי עניין) והיתרה מהתחייבויות בנין סיום יחסי עובד מעביד.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

שיפור בצרכי ההון החוזר

בבחינת צרכי ההון החוזר ניכרת מגמה של ירידה בימי אשראי לקוחות למול עליה בימי אשראי ספקים. מידרוג מעריכה כי כאו"ל נהנית מיתרונות תחרותיים בשוק המקומי התורמים לשיפור בצרכי ההון החוזר.

גידול חד בערך המלאי, בעיקר מתוצרת גמורה, הנובע מעלייה במחירי חומרי הזינה ומגידול במלאי הפוליפרופילן, לאור ציפיות לעליית מחירו בטווח הקצר

בשנת 2004 נרשם גידול חד ביתרות המלאי של כאו"ל ובעיקר ביתרות המלאי מתוצרת גמורה, המהווה מרכיב מרכזי מסך המלאי. לטענת החברה, נבעה העלייה בערך המלאי מהתייקרות חומרי הזינה באותה שנה. הגידול החד בערך המלאי נמשך גם במהלך Q1.2005, אם כי הפעם ההסבר הוא צבירת מלאי מכוונת של פוליפרופילן, לאור יתרות המלאי הנמוכות בגמר הטיפול התקופתי ותקלה במתקן הפוליפרופילן בשנת 2004 וכן ציפיות לעליית מחירים. בימי אחזקת מלאי נכון ליום 31.3.2005 עמדו על כ- 48 יום (בגילום שנתי), לעומת כ- 40 יום נכון ליום 31.12.2004 וכ- 29 יום, נכון ליום 31.12.2003.

איתנות פיננסית חזקה מאוד בהשוואה לחברות דומות בענף הפטרוכימיה בעולם

נכון ליום 31.3.2005 הסתכם החוב הפיננסי של החברה במאוחד בכ- 263 מיליון ₪ לעומת כ- 195 מיליון ₪ ליום 31.12.2004 וכ- 103 מיליון ₪, נכון ליום 31.12.2003.

- כ- 178 מיליון ₪ (כ- 68% מסך החוב) נובעים מחוב לז"ק של כאו"ל לתאגידים בנקאיים (חוב זה מופיע בחלקו היחסי בדוחות החברה). נכון ליום 31.12.2003 אין חוב בגין אשראי ז"ק או הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים או לגופים פיננסיים אחרים בשוק ההון. במטרה לממן את תחילת הקמת קו הייצור החדש במתקן

הפוליפרופילן המורחב, לוותה כאו"ל מהבנקים במהלך שנת 2004, כ- 111 מיליון ₪ במסגרת אשראי לז"ק ובמהלך Q1.2005 עוד כ- 78 מיליון ₪.

- כ- 76 מיליון ₪ (כ- 29% מסך החוב) - נובעים מחוב בנקאי לז"א של החברה (סולו, כולל חלויות שוטפות), המתבסס על התחייבות לתאגיד בנקאי אחד. בשנת 2001 לוותה החברה כ- 60 מיליון ₪ שחלקם נפרעו בשנת 2004, במקביל להלוואה נוספת שלקחה מהתאגיד הבנקאי האמור, של כ- 20 מיליון ₪.
 - כ- 8 מיליון ₪ (כ- 3% מסך החוב) - התחייבות נושא ריבית בעיקר של כאו"ל לבעלי עניין, המדווחת במסגרת סעיף זכאים ויתרות זכות במאזן (כ- 3%)⁷.
- להערכת מידרוג, למרות העלייה בהיקף החוב הפיננסי של כאו"ל, איתנותה הפיננסית נותרה גבוהה, כפי שבאה לידי ביטוי, בין היתר, ביחס ההון העצמי למאזן כ- 54% נכון ליום 31.3.2005, לעומת כ- 61% נכון ליום 31.12.2003 (ערב גיוס החוב הבנקאי).
 יחס החוב הפיננסי ל- CAP עומד נכון ליום 31.3.2005 על כ- 28% לעומת כ- 14% נכון ליום 31.3.2003. בנטרול יתרות המזומנים הגבוהות של החברה במאוחד מסך החוב, עומד יחס החוב הפיננסי נטו ל- CAP על כ- 16% לעומת 8% בהתאמה.

מפעלים פטרוכימיים (מאוחד): יחסי איתנות פיננסית ויחסי נזילות עיקריים (במיליוני ₪)						
<u>31.12.2001</u>	<u>31.12.2002</u>	<u>31.12.2003</u>	<u>31.12.2004</u>	<u>31.3.2004</u>	<u>31.3.2005</u>	
55%	56%	61%	55%	61%	54%	יחסי איתנות פיננסית:
22%	18%	14%	24%	14%	28%	הון עצמי לסך מאזן
15%	14%	8%	15%	3%	16%	חוב פיננסי ל- CAP
36%	29%	21%	37%	20%	45%	חוב פיננסי נטו ל- CAP
						חוב פיננסי להון עצמי
94%	94%	91%	96%	90%	97%	סך חוב בנקאי לסך החוב
64%	54%	48%	66%	49%	75%	חוב לז"ק מסך החוב
62%	51%	42%	65%	43%	74%	חוב בנקאי לז"ק מסך החוב הבנקאי
						יחסי נזילות:
26%	30%	26%	24%	22%	22%	צרכי הון חוזר נטו מהכנסות ¹
1.57	1.88	2.35	1.51	2.35	1.47	יחס שוטף
1.31	1.61	2.00	1.24	2.01	1.16	יחס מהיר
106	121	107	108	99	86	ימי אשראי לקוחות
30	41	36	56	38	44	ימי אשראי ספקים
32	28	29	40	30	48	ימי אחזקת מלאי

¹ צרכי הון חוזר נטו: לקוחות+חייבים+מלאי- ספקים- זכאים (ללא בעלי עניין).

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

⁷ במאוחד: בעיקר יתרות חו"ז שוטפות, נושאות ריבית, של כאו"ל מול בז"ן, בגין רכישות חו"ג, שירותי אנרגיה ואחרות וכן יתרת חו"ז בגין דמי ניהול המשולמים אחת לרבעון.

המשך גידול בהיקף החוב הפיננסי של כאו"ל, באמצעות הנפקת אג"ח מתוכננת, ירע את יחסי האיתנות הפיננסית שלה לפחות בטווח הבינוני

בימים אלו שוקלת כאו"ל גיוס חוב בסך של עד 660 מיליון ₪ באמצעות הנפקת אג"ח לגופים מוסדיים. תמורת ההנפקה מיועדת למימון הרחבת מתקן ייצור הפוליפרופילן בעלות כוללת של כ- 315 מיליון דולר. בעקבות עלייה זו בשווי הנכסי של כאו"ל, יקטן מיידית חלקו היחסי של מרכיב ההון העצמי מסך המאזן שלה. להערכת מידרוג, עם התבססות המתקן החדש ותרומתו לרווחיות, עתיד היחס האמור להשתפר. נציין כי השפעת הגיוס המתוכנן בכאו"ל לצד גיוס אג"ח בסך של כ- 150 מיליון ₪ ע"י החברה, צפויים להגדיל משמעותית את מרכיב החוב בדוחות המאוחדים של החברה.

תזרים מזומנים חזק, אם כי רגיש לתנודתיות ומחזוריות במחירי חומרי הזינה והמוצרים הפולימרים וכן ליכולת כאו"ל לעמוד ביעדי התכנית האסטרטגית לשיווק כמות כפולה של פוליפרופילן

בנטרול השפעות חד פעמיות השבתות מתקנים לצרכי טיפול, תקלות ואחרים, דיווחה כאו"ל לאורך השנים על רווחיות תפעולית טובה, תזרים מזומנים איתן ויחסי כיסוי גבוהים. תנודתיות מתואמת חלקית בין שינויים במחירי חומרי הזינה ומחירי התוצרים הפולימרים, השפיעו במידה זו או אחרת על התזרים, אם כי למרות זאת, ברוב המקרים, לא השפיעו דרמטית על יכולת כאו"ל לייצר תזרמי מזומנים חזקים. התזרים השוטף החזק איפשר לכאו"ל לממן השקעות ברכוש קבוע כחלק מתוכנית השקעות לשימור ושיפוץ מתקנים וכן השקעות במתקני בטיחות ושימור איכות סביבה. פעילות המימון היתה דלה לאור חוב פיננסי נמוך עד כדי העדר חוב. להערכת מידרוג, הכפלת כושר הייצור של הפוליפרופילן עשויה לתרום לגידול חד בהיקף הפעילות וביכולת ייצור תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של כאו"ל.

יחד עם זאת מעריכה מידרוג כי התכנית מגלמת מידה לא מבוטלת של סיכון, הנובע בין היתר מהגורמים הבאים:

1. חוסר וודאות באשר להתפתחות המחירים של חומרי הזינה והמוצרים הפולימרים בעולם, לצד שינויים בהיקפי ההיצע והביקוש להם והשפעתם על מידת ההצלחה של כאו"ל בשיווק מלוא התוספת בכושר הייצור בשווקים הבינלאומיים והשפעת השינוי בתמהיל המכירות על הרווחיות הגולמית שלה;
2. צורך של התזרים מפעילות שוטפת לתמוך בהשקעות גדולות ברכוש קבוע, לרבות תחזוקה שוטפת ושיפוצים תקופתיים וצורך לתמיכה בפירעונות חוב ובתשלומי דיבידנד לבעלות השליטה.

מפעלים פטרוכימיים (מאוחד): תמצית דוח תזרים מזומנים (במיליוני ₪)

FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	Q1.2004	Q1.2005	פעילות שוטפת:
-28.0	-1.5	27.6	89.2	19.6	49.8	רווח נקי לשנה
77.3	59.7	41.8	16.8	10.2	10.9	הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי המזומנים:
49.3	58.2	69.4	106.1	29.8	60.6	תזרים מפעילות FFO
-39.4	-18.4	-4.1	-17.8	10.2	-38.1	שינויים בסעיפי רכוש והתחייבות:
9.9	39.8	65.3	88.2	40.0	22.6	תזרים מפעילות שוטפת CFO
פעילות השקעה:						
-12.4	-10.8	-15.5	-63.5	-6.0	-49.0	השקעה ברכוש קבוע- Capex
7.7	7.2	16.9	-48.4	0.0	60.5	(הפקדה) מימוש השקעות לז"ק נטו
0.0	-3.7	0.0	-19.6	0.0	-0.1	הוצאות נדחות בגין טיפול תקופתי במתקנים
-2.6	0.0	0.0	-13.0	0.0	-0.9	השקעה ברכישת ידע
-0.5	-1.3	-0.3	0.1	0.0	0.2	השקעות אחרות
-7.8	-8.6	1.0	-144.3	-6.0	10.6	תזרים מפעילות השקעה
-2.5	29.0	49.7	24.8	34.0	-26.5	תזרים מפעילות שוטפת בניכוי Capex
פעילות מימון:						
54.4	0.0	0.0	0.4	0.4	0.0	קבלת (פירעון) הלוואות לז"א לתאגידים בנקאיים
6.2	-33.2	-42.4	87.9	0.0	67.5	קבלת (פירעון) אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים נטו
-62.6	0.0	0.0	-56.3	0.0	0.0	דיבידנד ששולם
-2.1						אחרים
-4.1	-33.2	-42.4	31.9	0.4	67.5	תזרים מפעילות מימון
-65.1	29.0	49.7	-31.6	34.0	-26.5	FCF

מפעלים פטרוכימיים (מאוחד): יחסי כיסוי עיקריים (במיליוני ₪)

<u>FY 2001</u>	<u>FY 2002</u>	<u>FY 2003</u>	<u>FY 2004</u>	<u>Q1.2004</u>	<u>Q1.2005</u>	
2%	7%	9%	11%	20%	8%	CFO להכנסות
3.4	2.4	1.5	1.8	0.9	1.1	חוב פיננסי ל- FFO
3.5	3.2	20.9	18.0			FFO להוצאות מימון ¹
2.5	2.0	1.0	1.3	0.6	0.8	חוב פיננסי ל- EBITDA
3.0	2.3	1.2	2.3	0.8	2.2	חוב פיננסי ל- (EBITDA-Capex)
-2.6	4.7	2.1	-6.2	0.8	-2.5	חוב פיננסי ל- FCF
4.9	3.9	30.0	25.0			EBITDA להוצאות מימון ¹

¹ הוצאות מימון שוליות ברבעון ראשון של 2004 ו- 2005.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

שעבודים כלפי הבנקים

החברה:

• נכון ליום 31.3.2005 הסתכם היקף האשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים של החברה (במאוחד), כולל חלויות שוטפות של הלוואות לז"א בכ- 189 מיליון ₪ והיקף ההלוואות לז"א בכ- 66 מיליון ₪. סה"כ 255 מיליון ₪, המובטחים בשעבודים.

• לצורך הבטחת התחייבויות לתאגיד בנקאי, התחייבה החברה כי לא תיצור שיעבוד כלשהו על הרכוש והנכסים של החברה כל עוד ישנה התחייבות בגין אשראי שנתקבל מהתאגיד הבנקאי וזאת מבלי לקבל את הסכמתו המוקדמת. כמו כן התחייבה החברה לשמור על יחסים פיננסיים מסוימים. ליום 31.12.2004 החברה עומדת בהתחייבויות הנ"ל.

כאו"ל:

• לצורך הבטחת התחייבויותיה לתאגידים בנקאיים התחייבה כאו"ל כלפיהם, כי לא תיצור שיעבוד כלשהו על הרכוש והנכסים שבבעלותה, כל עוד יהיו חובות והתחייבויות בגין האשראי שנתקבל מהם וזאת מבלי לקבל את הסכמתם המוקדמת. כמו כן התחייבה כאו"ל לשמור על יחסים פיננסיים מסוימים. נכון ליום 31.3.2005 עומדת כאו"ל בהתחייבויות הנ"ל.

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	דרגת השקעה
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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 שאלה 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.

דו"ח מספר : CIM020705150M

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") 2005.

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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 בעינייה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן : "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.