

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	אג"ח סדרה א'
------------------	-----	--------------

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%.

התפתחויות עסקיות בשנת 2005 וב- H1.2006

רכישת סקיילקס כפלטפורמת מזומנים לביצוע השקעות נוספות

בחודש במאי 2006 הודיעה החברה על התקשרותה עם חברת השקעות דיסקונט בע"מ, כלל תעשיות והשקעות בע"מ וכלל תעשיות אלקטרוניקה בע"מ בהסכם לרכישת 49.4% מהון המניות של בסקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס"), בתמורה ל- 165 מיליון דולר ארה"ב (כ- 743 מיליון ש"ח). נכון למועד הרכישה, הנכסים העיקריים בסקיילקס היו: יתרת מזומן של כ- 245 מיליון דולר ליום 30.6.2006 ותקבולים הצפויים מחברות בנות בהיקף של כ- 40 מיליון דולר נטו, שה"כ כ- 285 מיליון דולר ארה"ב (כ- 1,260 מיליון ש"ח). בנוסף, מחזיקה סקיילקס ביתרת הפסדים צבורים של למעלה מ- 300 מיליון דולר. מחיר הרכישה משקף פרמיה מעל מחיר השוק, בגין שליטה אפקטיבית בקופת המזומנים ובנכס המס הפוטנציאלי. הרכישה בוצעה באמצעות חברת הבת פטרוכימיים החזקות בע"מ ("פטרוכימיים החזקות", 100%).

מלוא סכום הרכישה מומן באמצעות הלוואת גישור שניטלה מתאגיד בנקאי. ההלוואה הועמדה לתקופה הקצרה מבין שני מסלולים: א. 24 חודשים ממועד מתן ההלוואה; ב. המועד שבו תבוצע ע"י סקיילקס השקעה ו/או פעולה ו/או תתקבל החלטה בדבר ביצוע אחת מהני"ל, אשר בעקבותיה יתרת המזומנים וההשקעות הפיננסיות הנזילות של סקיילקס תרד מ- 250 מיליון דולר. ההלוואה תעמוד לפירעון במלואה בתום תקופת ההלוואה. ההלוואה נושאת ריבית ליבור בתוספת מרווח בשיעור של 1.5%. הריבית תיפרע אחת לשלושה חודשים. לשם הבטחת ההלוואה, נתנה החברה לתאגיד הבנקאי בטוחות, לרבות: שעבוד קבוע מדרגה ראשונה, ללא הגבלה בסכום, על מניות פטרוכימיים החזקות ועל מניות סקיילקס, לרבות כל הזכויות, ההכנסות והתמורות שיש ושתהיינה לחברה בגין ובקשר עימן.

במידה ובתום תקופת ההלוואה יעמיד התאגיד הבנקאי את ההלוואה כאשראי לזמן ארוך בתנאים המוסכמים על שני הצדדים, תוענק לו אופציה לרכישת עד 5% ממניות פטרוכימיים החזקות, באופן יחסי לסכום שיועמד כאשראי לזמן ארוך מתוך סך ההלוואה.

בכוונת החברה להשתמש ביתרות המזומן של סקיילקס לביצוע השקעות מתחומים שונים, לרבות רכישת פעילויות בתחום האנרגיה. במסגרת זו מתכוונת החברה לבחון כדאיות התמודדות על רכישת גרעין השליטה בבז"ן חיפה, באמצעות סקיילקס וכחלק מקבוצת משקיעים. מכירת גרעין השליטה מתוכננת על ידי המדינה לתחילת שנת 2007.

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%. אופן המימון של רכישת השליטה בסקיילקס גרם לירידת יחס הון עצמי לסך מאזן (סולו) אל מתחת ליחס שהוגדר (לאחר תאריך המאזן). מידרוג כחלק משיקוליה מתחשבת בכך, שרכישת סקיילקס מהווה שלב לקראת רכישה אסטרטגית ותיבחן מחדש את היחס כמו גם פרמטרים עסקיים נוספים בסמוך למועד התקשרות בעסקאות לרכישת פעילויות.

מחברת:

יהודית רוזנברג-צירט

אנליסטית בכירה

j.r.cirt@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים 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

השבתת פעילות הייצור של כאו"ל נוכח המצב הביטחוני תעביר את כרמל אולפיינים להפסד ברבעון השלישי של 2006; מידרוג אינה מעריכה פגיעה ארוכת טווח בחוזק התפעולי והפיננסי של כאו"ל ובתרומתה למפ"ב.

תיק האחזקות של מפ"ב מתבסס בעיקר על אחזקה ב- 50% מהון המניות של כרמל אולפיינים בע"מ ("כאו"ל). החברה דיווחה כי על רקע האירועים הביטחוניים בצפון הארץ החל מאמצע חודש יולי ועד ליום 15 באוגוסט 2006 הושבתו מתקני כאו"ל כתוצאה מהשבתת המתקנים, כאו"ל צפויה לדווח על הפסד ברבעון השלישי של 2006. פעילות הייצור בכאו"ל חודשה החל מיום 15 באוגוסט 2006 באופן הדרגתי לאור נזקים מסוימים שנגרמו במהלך תקופת ההשבתה. כמו כן חודשה מלוא העבודה במסגרת פרויקט הרחבה של מתקני כאו"ל (הרחבת מתקן הפוליפרופילן ומתקנים נלווים). נכון למועד כתיבת הדו"ח בוצע כ- 80% מהיקף ההשקעה. הרחבת המפעל תאפשר עליה של תפוקת הפוליפרופילן המיוצרת בכאו"ל מכ- 200 אלפי טון בשנה, לכ- 450 אלפי טון בשנה, עד סוף שנת 2006.

נציין כי לכאו"ל כיסוי ביטוחי מורחב, בנוסף לביטוח מטעם המדינה בנוגע להשלכות אפשריות של אירועי טרור ומלחמה. הביטוח כולל כיסוי בגין נזקים ואובדן הכנסות. מימוש הכיסוי הביטוחי מחייב השתתפות עצמית. מידרוג מציינת כי אין עדיין וודאות לגבי היקף הנזק נטו בפועל, זאת כתלות, בין השאר, בהיקף הפיצוי הכספי שיתקבל ממדינת ישראל ומחברות הביטוח.

רכישת אבגול כחלק מאסטרטגיה לגיוון תיק החזקות ביישומים מתחום הפלסטיק

בחודש מאי 2006 חתמה החברה על הסכם לרכישת 20% (בדילול מלא) מהון המניות של חברת אבגול תעשיות 1953 בע"מ ("אבגול") תמורת כ- 18 מיליון דולר (כ- 81 מיליון ש"ח). העסקה הושלמה ביום 15.8.2006. אבגול הינה יצרנית של בדים לא ארוגים לייצור מוצרים בתחום השוק ההיגיני, המחזיקה בבעלותה ו/או באמצעות חברות בנות שלה, מפעלים בישראל, ארה"ב וסין. על פי ההסכם קיבלה החברה ללא כל תמורה, אופציה להגדלת שיעור החזקה לכ- 33.33% מהון המניות באבגול בדילול מלא, תמורת תוספת תשלום של עוד 18 מיליון דולר לתקופה של 12 חודשים או עד מועד ביצוע הנפקה של אבגול. כמו כן, ניתנו לחברה אופציות נוספות הדנות בזכויות המכירה של המניות. מימון השלב הראשון ברכישה נעשה באמצעות ניצול יתרות המזומן שברשות החברה. הרכישה בוצעה באמצעות חברת פטרוכימיים השקעות (2006) בע"מ ("פטרוכימיים השקעות", 100%).

תביעות משפטיות שהוגשו כנגד כאו"ל בנושא איכות הסביבה

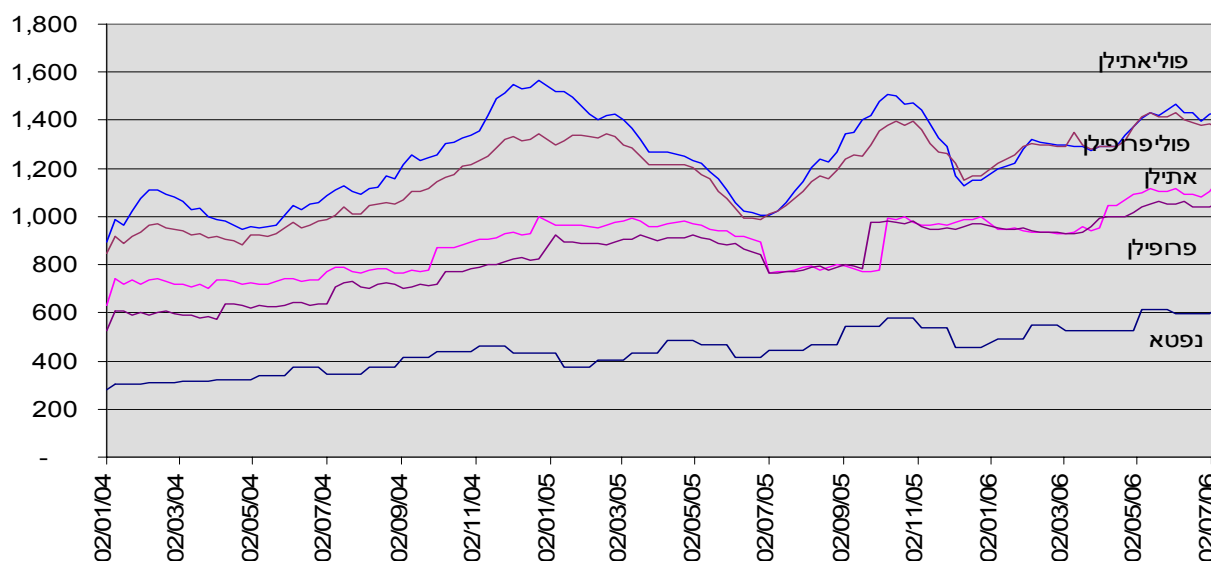
נכון ליום 30.6.2006 עומדות גם כנגד כאו"ל תביעות משפטיות רבות בגין זיהום נחל הקישון. התביעות כוללות: תביעות בגין נזקי גוף, אשר היקפם אינו מפורט ומספר תביעות בגין נזקי רכוש. במהלך התקופה הנסקרת לא חל שינוי במצב התביעות הנ"ל. בדוחות הכספיים מציינת כאו"ל כי בהתבסס על יועציה המשפטיים, היא אינה יכולה להעריך את סכום החשיפה, אם בכלל ולפיכך לא כללה כל הפרשה בנדון בדוחות 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.

החל מיום 26.3.2006 עומדת כנגד כאו"ל ובו"ן תביעה בקשר לאירועי פליטת עשן ממתקני החברות בשנת 2003. כמו כן הוגשה בקשה להכיר בתביעה כתובענה ייצוגית. התביעה עומדת על סך של 150 מיליון ש"ח. ביום 15 ביוני 2006 הגישו התובעות ביחד עם כאו"ל ומנכ"ל כאו"ל בקשה מוסכמת למחיקת כאו"ל ומנכ"ל כאו"ל מהבקשה לאישור ומהתביעה.

בהחלטה מיום 26 ביוני 2006 התייחס בית המשפט המחוזי בחיפה לבקשת המחיקה המוסכמת האמורה כאל הסדר פשרה בתביעה ייצוגית, הכפוף להתנגדויות הציבור והיועץ המשפטי לממשלה, והורה לפרסם את הבקשה לקבלת התנגדויות כאמור. כאו"ל הגישה לבית המשפט העליון בקשת רשות ערעור על ההחלטה האמורה, בטענה כי אין המדובר בהסדר פשרה, כי אם בהסתלקות מתביעה ייצוגית, שאינה כפופה לקבלת התנגדויות כאמור. לא נערכה שום הפרשה בגין תביעה זו.

אי יציבות מתמשכת בענף הפטרוכימיה כנגזרת של המגמות בהיצע והביקוש לנפט

רמות המחירים של הנפט, מוצרים נגזרים במורד שרשרת הערך והפער ביניהם ממשיכים להתאפיין בתנודתיות. להלן התנהגות מחירי חומרי הזינה הפטרוכימיים והמוצרים הפולימרים בין 1.2004-7.2006 (במונחי \$ לטון):



מקור: נתוני Platt's ו- ICIS.

התפתחות התוצאות הכספיות בשנת 2005 וב- H1.2006

החברה מאחדת באיחוד יחסי את הדוחות הכספיים של כאו"ל. בשנים האחרונות מדווחת כאו"ל על עלייה עקבית בהיקף ההכנסות, זאת למרות מגמות עולמיות משתנות במחירי המוצרים הפטרוכימיים והפולימרים וביחסי ההיצע והביקוש למוצרים אלו. השבתות חלקיות של מתקני הייצור בכאו"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 ו/או באמצעות החזרים מחברות ביטוח בגין אירועים ביטוחיים.

ניתוח פיננסי - כאו"ל

השבתה מתוכננת של חלק מהמתקנים בשנת 2004 (שנת טיפול) הביאה לירידה בהיקף הייצור. בשנת 2005 חזרה לפעילות מלאה במקביל לעלייה חדה במחירי המכירה. במהלך H1.2006 המשך עלייה בהיקף ההכנסות, עיקרה מעלייה במחירי מכירה של מוצרים מיוצרים ומיובאים.

- עלייה של כ- 17% בהיקף ההכנסות ממכירות בשנת 2004 בהשוואה לשנת 2003, חרף היותה שנת טיפול (השבתה חלקית של מתקנים) וחרף ירידה חדה בכמויות הייצור של האתילן כתוצאה מהפסקת פעילות של לקוח מרכזי לאתילן עודף¹. העלייה נבעה מהתייקרות במחירי המכירה של המוצרים הפולימרים.

¹ תעשיות אלקטרוכימיות בע"מ. 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.

ברמל אולפינים (מאוחד): תמצית דוח רווח והפסד ונתונים כמותיים נוספים

FY2002		FY2003		FY2004		FY2005		Q1.2006		H1.2006		כמויות (אלפי טון)
ייצור:												
187		205		161		176		45		78		אתילן
155		165		149		164		41		70		פוליאתילן
187		197		175		204		54		93		פוליפרופילן
מכירות:												
NA		NA		96%	143	96%	158	98%	40	104%	73	פוליאתילן
NA		NA		97%	170	94%	191	87%	47	89%	83	פוליפרופילן
FY2002		FY2003		FY2004		FY2005		Q1.2006		H1.2006		(מיליוני ש"ח)
100%	1,217	100%	1,415	100%	1,653	100%	2,139	100%	577	100%	1,075	
88%	1,076	84%	1,193	82%	1,351	80%	1,716	84%	483	86%	924	עלות המכר
4%	53	8%	120	13%	208	14%	307	11%	66	9%	96	רווח מפעולות רגילות
3%	41	5%	76	11%	184	11%	242	10%	56	8%	84	רווח נקי

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

- עלייה של כ- 29% בהיקף ההכנסות ממכירות בשנת 2005 בהשוואה לשנת 2004 נובעת מחזרה לפעילות ייצור מלאה ומהמשך התייקרות במחירי המכירה. **אתילן**: עלייה בהיקף הייצור בהשוואה לשנת 2004, אם כי לא לרמתה בשנת 2003, כתוצאה מהפסקת ההתקשרות עם הלקוח המרכזי; **פוליאתילן**: חזרה להיקפי ייצור ומכירה (96% מהיקפי הייצור) הדומים ברמתם לאלו של שנת 2003; **פוליפרופילן**: עלייה בהיקפי הייצור והמכירה בהשוואה לשנים קודמות, אם כי ניכרת ירידה בשיעור הכמות הנמכרת מהכמות המיוצרת מכ- 97% בשנת 2004 לכ- 94% משנת 2005 וכ- 87% ברבעון הראשון של שנת 2006. לדברי הנהלת החברה, במונחים רבעוניים תתכן הרחבה או צמצום של הפער הכמות מיוצרת לכמות נמכרת הנובע משיקולים כלכליים, לרבות צפייה להעלאת מחירים או משיקולים טכניים, כגון עיתוי טיפול תקופתי. בכל מקרה פערים אלו מתקזזים על פני השנה, שכן לכאוויל אין מגבלת שוק והיא משווקת את כל תוצרתה, בשוק המקומי וליצוא.

- עלייה של כ- 2.9% בהיקף ההכנסות ממכירות ב- H1.2006 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נובעת בעיקרה מעלייה במחירי המכירה של מוצרים מיוצרים ומיובאים וכן מעלייה בכמויות המכירה של המוצרים המיובאים, כל אלה בקיזוז השפעה שלילית של ירידה בכמויות המכירה של מוצרים מיוצרים. לדברי הנהלת החברה הקיטון בהיקף הכמות המיוצרת נבע מעצירת הייצור במתקני כאוויל בחודש יוני 2006 - כחלק מתכנית ההרחבה ולצורך הכנת החיבורים של המתקנים החדשים למתקנים הקיימים. תקופת העצירה נוצלה ע"י כאוויל גם להקדמת טיפול התקופתי שתוכנן במקור לשנת 2008. הנהלת החברה מציינת אף כי טרם העצירה, נבנה מלאי הדרוש לשירות צרכי השוק המקומי בתקופת העצירה.

שחיקה בשיעור הרווח הגולמי בעקבות צמצום המרווח בין מחיר חומרי הזינה למחירי התוצרים הפולימריים

מניתוח השינויים במרווחים בין מחירי המכירה של מוצרים פולימריים ומחירי חומרי הזינה (העיקרי שבהם הוא הנפטא), עולה כי בין השנים 1997-2002 נרשמה שחיקה בשיעור הרווח הגולמי, מכ- 28% לכ- 11%. עיקר השחיקה נבעה מעלייה במחירי חומר הזינה העיקרי (נפטא) וירידה במחירי המכירה של הפוליאתילן והפוליפרופילן. המשך עלייה במחירי חומרי הזינה לצד עלייה חדה יותר במחירי התוצרים בין השנים 2003-2005 הביאה לשיפור הולך וגדל בשיעורי הרווח הגולמי המאוחד, אשר הסתכם בכ- 20% מסך ההכנסות בשנת 2005. השחיקה במרווח הגולמי (כ- 13%) במחצית הראשונה של שנת 2006 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נבעה מעלייה חזקה יותר במחירי הנפטא בהשוואה לעלייה במחירי הפוליאתילן והפוליפרופילן וכן מהשבתה של המתקנים כאמור לעיל.

תנודתיות חדה בהוצאות מימון נטו כתוצאה מעסקאות הגנה על תקציב דולרי של פרויקט ההרחבה.

בשנת 2005 הסתכמו הוצאות המימון של כאו"ל בכ- 31 מיליון ש"ח, לעומת כ- 4 מיליון ש"ח בשנת 2004. עיקר העלייה נבעה מרישום הפסד בגין עסקאות הגנה על תקציב דולרי של פרויקט ההרחבה שביצעה כאו"ל. השפעה הפוכה של עסקאות ההגנה על סעיף הוצאות המימון נטו נרשמה במחצית הראשונה של שנת 2006, בה דיווחה כאו"ל על הכנסות מימון בסך של 10 מיליון ש"ח, לעומת הוצאות מימון של כ- 23 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. נציין כי השפעות הגידול החד בהיקף החוב הפיננסי במהלך התקופה הנסקרת, טרם באו לידי ביטוי במסגרת הוצאות המימון, שכן עלויות מימון אלו מוצגות במסגרת הרכוש הקבוע.

עיקר תזרים המזומנים הצפוי מתכנית ההרחבה, תקבולים בגין מכירות בניכוי הוצאות לרכישת חומרי זינה, הינו בדולר או בצמוד לו. מאחר וחלק מהתשומות הינן באירו ובשקלים, חשופה כאו"ל לסיכונים הנובעים משינויים בשע"ח של השקל לדולר ושל האירו לדולר. בעקבות כך, הוחלט על התקשרות בעסקאות עתידיות ואופציות להגנה מפני שינויים בשע"ח של הדולר כנגד מטבעות בהן עשויה כאו"ל להתחייב.

שחיקה ברווח הנקי

השיפור ברווח הנקי בשנת 2005 בהשוואה לשנת 2004 והשחיקה ברווח הנקי במחצית הראשונה של שנת 2006 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נגזרים בעיקר משינויים במחירי חומרי הזינה והתוצרים והיקפי הייצור בתקופה הנבחנת כמתואר לעיל.

הגדלת היקף החוב בכאו"ל לטובת מימון פרויקט ההרחבה

נכון ליום 30.6.2006 עומד החוב של כאו"ל על כ- 1.6 מיליארד ש"ח לעומת כ- 200 מיליון ש"ח ליום 31.12.2004, ערב ההשקעה בפרויקט ההרחבה, גידול של כ- 300 מיליון דולר. מקור התוספת לחוב הינו בהלוואות מתאגידים בנקאיים שנועד למימון פרויקט ההרחבה, שעלותן נאמדה בכ- 315 מיליון דולר. להערכת מידרוג, גם לאחר תוספת החוב נותרו מדדי האיתנות הפיננסית של כאו"ל טובים בהשוואה לאלה של חברות תעשייתיות אחרות.

ניתוח פיננסי - מפעלים פטרוכימיים (סולו)

המשך התחזקות התזרים התפעולי השוטף של החברה, המבוסס בעיקר על תקבולי דיבידנד מכאו"ל.

בעקבות החתימה על הסכם הבעלים בכאו"ל ממרץ 2004, מבוסס תזרים המזומנים התפעולי השוטף של החברה על תקבולי דיבידנד בגין רווחי כאו"ל. ברבעון הראשון של שנת 2006 הסתכמו תקבולי הדיבידנד מכאו"ל בכ- 43 מיליון ש"ח, לעומת כ- 63 מיליון ש"ח בכל שנת 2005 וכ- 116 מיליון ש"ח בשנת 2004 (מתוכם 90 מיליון ₪ כסכום חד פעמי וכ- 26 מיליון ₪ בגין רווחי שנת 2003).

עלייה חד פעמית בהיקף ההכנסות משכירות בשנת 2005 ובהכנסות אחרות בגין רווח ממכירת מקרקעין ב-

Q1.2006

בחודש פברואר 2006 אישר דירקטוריון החברה התקשרות עם כאו"ל בהסכם מכר מקרקעין ובהסכם שכירות.

- הסכם המכר כלל מכירת שטח של כ- 95 דונם, הממוקם במתחם בתי הזיקוק בחיפה, בתמורה לכ- 32 מיליון ש"ח (כ- 6.7 מיליון דולר). רווח ההון בגין עסקה הסתכם בכ- 12.7 מיליון ש"ח, המוצגים במסגרת סעיף הכנסות אחרות, כהכנסה חד פעמית². התרומה לרווח הנקי המאוחד של החברה בשנת 2006 הסתכמה בכ- 4.7 מיליון ש"ח.
- במסגרת הסכם השכירות שילמה כאו"ל לחברה תשלום חד פעמי בסך של כ- 5 מיליון ש"ח (כ- 1 מיליון דולר) בגין שימוש שעשתה במקרקעין של החברה, בתקופות שונות, שלא בהסכמת החברה וללא תמורה. הכנסה זו באה לידי ביטוי במרכיב ההכנסות מדמי שכירות בדוחות לשנת 2005.

² התזרים התפעולי השוטף המוצג בטבלת הנתונים הפיננסיים, מתעלם ממרכיב הכנסה חד פעמי זה.

יציבות בהכנסות מדמי ניהול כפי שהוגדרו בהסכם הבעלות

במסגרת הסכם הבעלות בכאוו"ל הוגדרו תשלומי דמי ניהול שנתיים קבועים לבעלות השליטה בהיקף של כ- 22 מיליון ש"ח. חלק החברה הסתכם בכ- 11 מיליון ש"ח.

עלייה בהוצאות הנהלה וכלליות ב- H1.2006

מרבית הוצאות הנהלה והכלליות של החברה (סולו) נובעים מתשלום בגין קבלת שירותים מקצועיים (כ- 47% בשנת 2005) והוצאות שכר ונלוות (כ- 22%). במחצית הראשונה של שנת 2006 נרשם גידול מהותי בהוצאות הנהלה והכלליות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, לדברי הנהלת החברה עיקר הגידול נבע כחלק מפעילות מטה החברה בתהליך בניית פורטפוליו האחזקות שלה..

גידול במצבת ההתחייבויות הפיננסיות הביא לעלייה בהוצאות המימון

גיוס האג"ח במהלך שנת 2005 הביא לעלייה בהוצאות המימון, אשר קוזזו בחלקם באמצעות הכנסות מימון שנבעו לחברה בגין העלייה ביתרות המזומן. במחצית הראשונה של שנת 2006 ניכרת עלייה בהוצאות המימון לאור המשך הגידול בהיקף החוב.

רכישת קופת מזומנים בסקילקס לאחר תאריך המאזן, תורמת לגיוון תיק השקעות. יחד עם זאת כאוו"ל תמשיך להוות מקור הדיבידנד עיקרי לשירות התחייבויות החברה

להערכת מידרוג, רכישת השליטה בקופת המזומנים בסקילקס תורמת לגיוון תיק השקעות של החברה ולגמישותה הפיננסית. יכולת החברה למשוך מזומנים מסקילקס מוגבלת, אלא אם כן תמומש ההחזקה. מידרוג מעריכה כי כאוו"ל תמשיך להוות מקור מרכזי, לתקבולי דיבידנד בחברה, לשירות התחייבויות הפיננסיות.

רכישת מניות סקילקס מהווה שלב ביניים לביצוע השקעות, בהן בחינת כדאיות רכישת גרעין השליטה בבז"ן. מידרוג תבחן את השלכות המהלך עם השלמתו

נכון ליום 31.12.2005 הסתכם החוב הפיננסי של החברה בכ- 213 מיליון ש"ח לעומת כ- 77 מיליון ש"ח ליום 31.12.2004. הגידול בהיקף החוב נבע בעיקר מהנפקת אג"ח (סדרה א') בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח, מתוכם פרעה החברה חוב לתאגידים בנקאיים, נטו בסך של כ- 20 מיליון ש"ח. נציין כי בשנת 2005 חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בהיקף חריג של כ- 157 מיליון ש"ח. החוב ליום 30.6.2006 הסתכם בכ- 255 מיליון ש"ח, בשל תוספת אשראי זמן קצר מתאגיד בנקאי בסך של כ- 40 מיליון ש"ח, במטרה לממן תשלומים ע"ח רכישות סקילקס ואבגול.

לאורך שנים שומרת החברה על איתנות פיננסית גבוהה, אשר השתפרה אף יותר בעקבות החתימה על הסכם בין בעלי המניות בכאוו"ל ומיסוד מדיניות חלוקת דיבידנד ותשלומי דמי ניהול מידי שנה. ערב גיוס האג"ח (סדרה א') ביולי 2005, עמד יחס החוב הפיננסי ל- CAP של החברה על כ- 12% ואילו יחס החוב הפיננסי נטו ל- CAP ויחס החוב נטו לשווי תיק השקעות היו שליליים. מידרוג מעריכה כי השווי הכלכלי של כאוו"ל עולה באופן משמעותי על השווי המאזני כך שבהתחשב בשווי העודף, יחסי האיתנות אף טובים יותר. בעקבות גיוס האג"ח ניכר שינוי מהותי במבנה החוב של החברה, המבוסס על חוב חוץ בנקאי ארוך טווח וביחסי כיסוי אחרים. להערכת מידרוג, לאחר הגיוס יחסי האיתנות הפיננסית ומינוף תיק החזקות של החברה (LTV), נותרו חזקים ותואמים דירוג בקבוצת ההשקעה Aa. נכון ליום 30.6.2006 עומדים יחס ההון העצמי לסך המאזן על כ- 66%, יחס החוב ל- CAP על כ- 32%, יחס החוב נטו ל- CAP נטו על כ- 12% לאור יתרות המזומן הגבוהות ליום המאזן. יחס החוב נטו לשווי (מאזני) של תיק החזקות עמד על כ- 11%.

נכון ליום 30.6.2006 הסתכם שווי המאזני של תיק ההשקעות של החברה בכ- 613 מיליון ש"ח ומבוסס בעיקר על תרומתה של כאו"ל לשווי התיק. תרומתן של רכישות סקיילקס ואבגול אינה באה לידי ביטוי, הואיל ומועד השלמת העסקאות אירע לאחר תאריך המאזן. בתוספת עלות הרכישות גדל שווי התיק לכ- 1.4 מיליארד ש"ח. להערכת מידרוג, מינוף מבנה ההון של החברה כתוצאה מהרכישה של סקיילקס, מביא להחלשות ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה, כשלב ביניים, אשר בסופו תשמש סקיילקס כפלטפורמה לרכישת פעילויות תפעוליות בדוגמת רכישה אפשרית של בז"ן חיפה. רכישת סקיילקס במחיר הגבוה משוויה משקפת פרמיית שליטה על קופת המזומנים הגדולה ועל נכס מס צבור, אותו תוכל סקיילקס לנצל בעתיד. מידרוג תבחן את השלכות המהלך עם השלמתו.

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 מיחסי היצע והביקוש העולמיים של חומרים ומוצרים אלו; חברות הפועלות בענף כפופות לעמידה בתקנים מחמירים ומשתנים בנושאי בטיחות ואקולוגיה; רכישת השליטה בקופת המזומנים סקיילקס (כשלב ביניים), תורמת לגיוון תיק ההשקעות ולשיפור הגמישות הפיננסית. יחד עם זאת, יכולת החברה למשוך מזומנים מסקיילקס מוגבלת, אלא אם כן תמומש החזקה; 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 תימחורם 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 ונמצאת בשלבים מתקדמים לקראת השלמתו; 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; עלייה חדה בהיקף החוב בעקבות רכישת סקיילקס לאחר תאריך המאזן; מידרוג תבחן את השלכות המינוף על האיתנות הפיננסית ופרופיל העסקי עם השלמת מהלך מתוכנן לניצול סקיילקס כפלטפורמה לרכישת פעילויות והשקעות נוספות, לרבות בתחום האנרגיה והפטרוכימיה. החברה בוחנת את כדאיות ההתמודדות על רכישת גרעין השליטה בבז"ן חיפה במסגרת מכירת מניות (ההנפקה) המתוכננת ע"י מדינת ישראל; להערכת מידרוג רכישת בז"ן מגלמת יתרונות סינרגטיים לפעילות הורטיקאלית של תיק החזקות של החברה, לצד ניצול ידע וניסיון של בעלי השליטה החברה בתחום האנרגיה בעולם. יחד עם זאת, מידרוג מדגישה כי קיימת אי וודאות לגבי הסיכויים למימוש הרכישה, העלות והעיתוי.

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

<u>FY 01</u>	<u>FY 02</u>	<u>FY 03</u>	<u>FY 04</u>	<u>FY 05</u>	<u>Q1.06</u> ⁽¹⁾	<u>H1.06</u>	תזרים תפעולי שוטף:
-28.0	-1.5	27.6	89.2	120.0	30.7	41.9	רווח (הפסד) נקי
11.0	0.0	0.0	116.5	63.0	42.5	42.5	תקבולי דיבידנד מחברה מוחזקת
0.3	0.3	0.3	0.3	5.0 ⁽²⁾	0.1	0.1	דמי שכירות
11.2	5.9	11.0	11.1	11.3	2.9	5.7	דמי ניהול מחברה מאוחדת באיחוד יחסי
7.1	5.7	6.5	5.8	6.8	2.5	3.8	הוצאות הנהלה וכלליות
11.2	16.9	1.8	4.0	5.6	1.8	4.8	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
4.2	-16.4	3.0	118.1	67.0	41.3	39.7	תזרים תפעולי שוטף לפני הוצאות חיפוי גז
10.1	0.5	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0	הוצאות חיפוי גז
-5.8	-16.9	-3.0	118.1	66.9	41.3	39.7	תזרים תפעולי שוטף
62.6	0.0	0.0	56.3	157.1	0.0	0.0	תשלום דיבידנד
-68.4	-16.9	-3.0	61.8	-90.2	41.3	39.7	תזרים תפעולי שוטף בניכוי תשלום דיבידנד
0.8	0.3	0.8	13.0	6.4	10.6	5.6	יחס כיסוי תפעולי
-1.4	0.3	0.8	7.3	-6.3	10.6	5.6	יחס כיסוי תפעולי בניכוי תשלום דיבידנד

תזרים מפעילות השקעה:

-0.9	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-39.0 ⁽³⁾	השקעה ברכישת חברות
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	31.5	31.7	תמורה ממימוש רכוש קבוע

מאזן:

<u>FY 01</u>	<u>FY 02</u>	<u>FY 03</u>	<u>FY 04</u>	<u>FY 05</u>	<u>31.3.2006</u>	<u>30.6.06</u>	
511.8	528.3	562.0	533.1	587.2	559.0	613.5 ⁽⁴⁾	שווי מאזני של תיק השקעות
469.6	468.1	495.8	528.7	491.5	522.2	533.4	הון עצמי
195.0	195.0	221.1	254.0	216.9	247.6	258.8	עודף נצבר
105.1	101.5	93.9	77.1	212.8	213.0	255.2	חוב פיננסי
51.6	28.0	17.5	66.4	110.1	191.0	185.6	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות בני"ע סחירים
53.5	73.5	76.3	10.7	102.7	22.0	69.6	חוב פיננסי נטו
582.9	573.6	595.9	612.4	716.2	758.2	803.7	סך מאזן
575.5	570.0	589.6	605.8	705.3	735.2	788.6	CAP

88%	92%	94%	87%	82%	74%	76%	שווי מאזני השקעות מסך המאזן
81%	82%	83%	86%	69%	69%	66%	הון עצמי לסך מאזן
18%	18%	16%	13%	30%	29%	32%	חוב פיננסי ל- CAP
10%	14%	13%	2%	17%	4%	12%	חוב נטו ל- CAP נטו
42%	37%	43%	15%	4%	4%	4%	חוב פיננסי ז"ק מסך החוב
99%	100%	100%	100%	28%	28%	40%	חוב בנקאי מסך החוב
5.4	5.5	6.2	7.8	3.3	3.5	3.1	שווי מאזני של תיק השקעות+מזומן לחוב
10%	14%	14%	2%	17%	4%	11%	חוב נטו לשווי מאזני של תיק השקעות
שלילי	שלילי	שלילי	1.25	שלילי	1.29	3.22	חוב פיננסי לתזרים תפעולי שוטף
שלילי	שלילי	שלילי	0.17	שלילי	0.13	0.88	חוב פיננסי נטו לתזרים תפעולי שוטף

⁽¹⁾ ב- Q1.2006 לא כולל הכנסות אחרות בעלות אופי חד פעמי בסך של כ- 12 מיליון ש"ח, בגין רווח ממכירת מקרקעין.

⁽²⁾ בשנת 2005: עלייה חד פעמית של כ- 1 מיליון דולר בהכנסות מדמי שכירות מכאו"ל, בגין שימוש במקרקעין של החברה ללא הסכמתה וללא תמורה.

⁽³⁾ ב- Q2.2006 משקף תשלומים על חשבון רכישת סקיילקס ואבגול, בטרם הושלמה העסקה.

⁽⁴⁾ ב- Q2.2006 שווי תיק השקעות בפועל כ- 613 מיליון ש"ח. בחישוב פרופורמה לתוספת עלות רכישת סקיילקס (כ- 743 מ"ש"ח) ואבגול (כ- 81 מ"ש"ח), גדל שווי תיק ההשקעות לכ- 1.4 מיליארד ש"ח.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

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

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- השקעות חדשות בהיקפים מהותיים, באופן אשר מגדיל הסיכון העסקי והפיננסי
- פגיעה מהותית בתזרים התפעולי המתקבל ע"י מפ"ב וביכולתה לשרת את החוב כתוצאה לדוגמא משחיקה חדה ומתמשכת בתוצאות הכספיות של כא"ל
- הפסד בגין תביעות מהותיות אשר הוגשו כנגד כא"ל באופן אשר ישליך לשלילה על הפרופיל העסקי והפיננסי של כא"ל והחברה ועל יכולתן לעמוד בהתחייבויותיהן הכספיות
- החמרה בתקני איכות הסביבה באופן שיחייב השקעות מהותיות בכא"ל

אודות המנפיק

חברת מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (להלן: "מפ"ב" או "החברה"), חברת החזקות, שעד תום המחצית הראשונה של שנת 2006 היתה בעלת החזקה אסטרטגית בודדת בכרמל אולפנינים בע"מ (להלן: "כא"ל") בחלקים שווים עם חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בז"מ"). כא"ל הינה יצרנית יחידה בישראל של מוצרים פולימרים: פוליפרופילן ופוליאטילן, נהנית ממעמד מונופוליסטי בייצור ובשיווק פוליאטילן בישראל. החל משנת 2004 פועלת להכפלת כושר הייצור של תפוקת הפוליפרופילן. לאחר תאריך המאזן השקיעה בסקיילקס קורפוריישן בע"מ (49.4%) ובאבגול תעשיות 1953 בע"מ (20%). לחברה מספר אחזקות נוספות, שתרומתן לשווי תיק החזקות אינה מהותית, בהן: זכויות ברשיונות חיפושי גז טבעי בחזקות "מד יבנה" ו- "מד אשדוד" בשיעור השתתפות של 3.6% ואחזקה בני"ע סחירים של חברה אחרת בעלות מאזנית נמוכה.

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"מ, הנשלטת ע"י מדינת ישראל (100%); כ- 6.1% מהון המניות בידי חברת כתר פלסטיק בע"מ; ויתרה בידי הציבור.

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 לבדוד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחתות + 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 ושוי 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 מאוד.	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 משתמשת 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 : CHM020906000M

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 בעינייה 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 לסיכוני 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.