



כרמל אולפינים בע"מ

פעולת דירוג ודצמבר 2008

1

מחברות:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

כרמל אולפינים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מורידה את דירוג סדרת האג"ח של כרמל אולפינים בע"מ ("כאול" או "החברה"), מדירוג Aa2 באופק שלילי לדירוג A1 באופק יציב. הורדת הדירוג נובעת מאי עמידת החברה ביעדי המינוף שהוצבו במועד הדירוג הראשוני, בין השאר, נוכח היחלשות בתוצאות הכספיות שנבעה מתנודתיות מחירים חדה בחומרי הגלם, לצד עלייה בחוב הפיננסי בשנים 2007-2008 מעל לתחזיות, לצורך השלמת תוכנית ההשקעות ומימון רכישת חברה. בהתייחס להשפעת האטה בכלכלה העולמית ובישראל על מצבה העסקי של החברה, במידרוג סבורים כי האטה זו עלולה להשפיע לרעה על היקף הביקושים בשוק המקומי, המוטים כלפי ייצוא לארה"ב ולאירופה, וללחוץ את מחירי המכירה. יש לציין עם זאת, כי תחזית הגורמים המקצועיים הינה ליציבות בביקושים העולמיים לפולימרים בשנים הקרובות¹.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג לקיומם של גורמים התומכים בשיפור התוצאות הכספיות, ובעיקר ירידת מחירי הנפט אשר צפויה לשפר את התזרים השוטף ואת יחסי הכיסוי בשנת 2009. יש לציין עם זאת כי במידרוג נלקח בחשבון שמגמת המרווח הפוחת תגיע לשיאה ברבעון הרביעי של שנת 2008, נוכח מחירי המלאי הגבוהים עדיין יחסית למחירי המכירה, ולהערכת מידרוג החברה תרשום הפסד תפעולי ונקי ברבעון זה.

להערכת מידרוג, יכולת פירעון האשראי של החברה הינה גבוהה, ונובעת בראש וראשונה מיכולת ייצור מזומנים חזקה אשר הוכחה בשנים האחרונות. במידרוג מוסיפים להעריך כי לחברה מעמד דומיננטי ויציב בשוק המקומי. בד בבד, החברה הצליחה לנתב את הגדלת כושר הייצור בשנה החולפת לייצוא למדינות קרובות והיא מנצלת כ-90% מכושר הייצור ברבעון השלישי של השנה.

ביום 24/6/2008 נחתם הסכם רכישת מניות החברה בין בז"ן לבין מפ"ב, על פיו תרכוש בז"ן 50% ממניות כאול"ל המוחזקות על ידי מפ"ב, כך שלאחר ביצוע העסקה תחזיק בז"ן 100% ממניות החברה בהשוואה ל-50% כיום. עסקה זו טרם הושלמה. להערכת מידרוג, קיימת סינרגיה תפעולית גבוהה בין פעילות בז"ן ופעילות כאול"ל, אשר תיטיב לבוא לידי ביטוי לאחר האיחוד התפעולי בין החברות. יחד עם זאת, השלכות המיזוג על תוצאותיה הכספיות של כאול"ל, לרבות בכל הקשור במחירי הרכישה ובחסכון בעלויות, ייבחנו רק עם השלמת התהליך.

האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

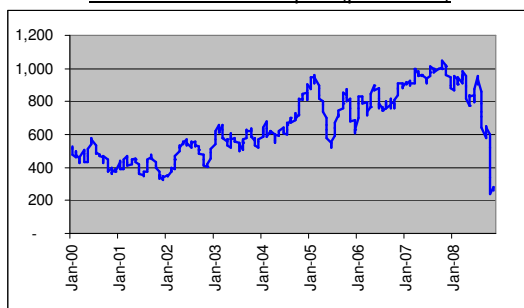
תדירות פירעון הקרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.9.08 (מיליוני ש"ח)	בסיס הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד ההנפקה	סדרת אג"ח
שנתי	2013-2020	921	מדד	4.94%	3.2007	הנפקה פרטית למוסדיים

¹ לפי תחזיות חברת המחקר CMAI מחדש ספטמבר 2008, צפוי הביקוש העולמי לפולימרים לגדול בשיעור שבין 2.9%-5.6% בשנים 2008-2013. שיעורי גידול אלו שחזה CMAI אינם שונים במידה מהותית מאלו שהציגה בתחזית מחדש ספטמבר 2007.

התפתחויות עיקריות²

עליית מחירי הנפט הוסיפה להקטין את המרווח בשלושת הרבעונים הראשונים של 2008, ופגעה ברווח הגולמי והתפעולי. הרבעון הרביעי צפוי לספוג את ירידת מחירי המלאי ביתר שאת ולהשפיע לרעה על רווחיות השנה כולה

מחיר פוליפרופילן בניכוי מחיר נפטא כחודשיים קודם
(בדולר לטון) לתקופה 1/2000-11/2008



עליית מחירי הנפט בשנים האחרונות, ובפרט נסיקתם החל באמצע 2007, הובילה לצמצום במרווח בו פועלת החברה, בשל קושי אובייקטיבי להתאים את מחירי המכירה של הפולימרים להתייקרות בחומר הגלם, שחלקה נובע מביקושים ספקולטיביים בשוק הנפט העולמי. למעשה, זהו מאפיין אינהרנטי של ענף הפטרוכימיה³.

צמצום המרווח הוביל לפגיעה חדה ברווחיות בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה והוביל להפסד

תפעולי (בסך לא מהותי). הפגיעה הושפעה גם מהיחלשות הדולר, שהובילה להתייקרות עלויות השכר והוצאות קבועות אחרות, הנקובות בשקלים. כמו כן, חלה התייקרות ניכרת בהוצאות ההובלה, זאת דווקא על רקע גידול בהיקף הייצוא של החברה ברבעונים האחרונים, עם הגידול בכושר הייצור כתוצאה מהתחלת פעילות מתקן הפוליפרופילן החדש. במהלך הרבעון הרביעי חלו ירידות במחירי הפולימרים הנמכרים ע"י החברה, נוכח ירידת מחירי הנפט ונגזריו. יחד עם זאת, מאחר והחברה רוכשת את חומרי הזינה במחירי שוק ששררו חודשיים קודם לחודש המכירה, הרי שבשוק יורד, המרווחים יורדים בחדות, מעבר למרווח הנובע מהמחירים השוטפים. פער עיתוי זה צפוי להוביל להמשך הרעה בתוצאות הכספיות גם ברבעון הרביעי של השנה. הנהלת החברה מעריכה כי השינויים במחירי חומרי הזינה הידועים עד למועד הדוח יש בהם כדי להשפיע על ערך המלאי במאזן החברה, בסך של כ-32 מיליון דולר ביחס לערכו ביום 30.9.08. החברה פועלת לביצוע התייעלות בהוצאות הקבועות, צעד זה ילווה בעלויות חד פעמיות ברבעון הרביעי 2008 ובמהלך שנת 2009.

החל ברבעון השלישי החברה מנצלת בממוצע כ-90% מכושר הייצור, תוך הגדלה משמעותית בהיקפי הייצוא המאופיינים בתרומה נמוכה יותר לרווחיות בשל הוצאות הובלה גבוהות

בחודש יולי 2007 החלה החברה להפעיל את המתקן החדש לייצור פוליפרופילן, שהוקם בשנים 2004-2007, בהשקעה ישירה של כ-350 מיליון דולר. בסוף שנת 2007, עם תום תקופה ההפעלה הראשונית, עמדה ניצולת כושר הייצור של מתקני הפוליפרופילן על כ-70%. לדברי החברה ניצולת כושר הייצור של מתקני הפוליפרופילן כיום היא כ-85% וכי היא פועלת להגדלתו. כושר הייצור של מתקן הפולימיתילן מנוצל במלואו. כושר ייצור הפוליפרופילן במתקני Domo

² התפתחויות עיקריות מאז פרסום פעולת דירוג קודמת במאי 2008 הניתנת לצפייה באתר מידרוג www.midroog.co.il. מידרוג מפנה גם לדוח דירוג ראשוני ממרץ 2007.

³ להרחבה בקשר עם מאפייני הפעילות של הענף אנו מפנים לדוח דירוג ראשוני מחודש מרץ 2007

polypropylene BV⁴ מנוצל בשיעור שמעל 90% מאז המועד בו החל תוצאותיו הכספיות להיות מאוחדות (בחודש מאי 2008).

בהתאם לתוכניות החברה, הגדלת כושר הייצור הובילה להגדלת המכירות לייצוא, אשר היוו בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008 כ-60% מסך ההכנסות לעומת כ-40% בשנת 2007 וכ-25% בשנת 2006. עיקר מכירות הייצוא הינן לתורכיה, המאופיינת, לדברי הנהלת החברה, בעודפי ביקוש לפוליפרופילן מהסוג שמייצרת החברה. רכישת DOMO ההולנדית, אשר נועדה לשמש פלטפורמה שיווקית של החברה באירופה, מהווה פוטנציאל להגדלה נוספת של המכירות לאירופה⁵. יחד עם זאת, שיעורי הרווחיות ביצוא נמוכים מאלו של השוק המקומי, משום שהוצאות ההובלה חלות על החברה. גם שיעורי הרווחיות של DOMO עצמה נמוכים יחסית לאלו של החברה, משום שמתקני הייצור של DOMO משתמשים במונמרים הנרכשים על ידיה (ולא מיוצרים על ידיה מחומרי הזינה נפטא וגפ"מ כמו במתקני כאו"ל בישראל). שיעור ה-EBITDA שרשמה DOMO בשנת 2007 עמד על כ-5.5% (לעומת כ-14.8% בחברה) וכ-2.6% במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2008, עקב ירידה במרווח.

כאו"ל (מאוחד), תמצית רווח והפסד, ויחסי רווחיות עיקריים*

2004	2005	2006	2007	2007	1-9/2007	1-9/2008	
במיליוני ש"ח				במיליוני דולר			
IGAAP				IFRS			
1,653	2,139	1,986	2,800	685	466	766	הכנסות
302	423	226	386	97	67	40	רווח גולמי
35	52	40	74	18	12	21	הוצאות מכירה ושיווק
60	65	68	78	20	14	19	הוצאות הנהלה וכלליות
208	306	117	234	59	42	(1)	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
0	0	0	0	0	0	29	הכנסות אחרות**
(4)	(31)	16	(74)	(49)	(28)	(22)	הוצאות מימון נטו
204	275	133	160	10	14	7	רווח לפני מס
16	31	39	27	(3)	(1)	(7)	מסים על הכנסה (הטבת מס)
183	242	94	133	13	14	13	רווח נקי לתקופה
19.8%	11.4%	11.4%	13.8%	14.2%	14.5%	5.2%	% רווח גולמי
2.4%	2.0%	2.0%	2.7%	2.7%	2.5%	2.8%	% מכירה ושיווק
3.0%	3.4%	3.4%	2.8%	2.9%	3.0%	2.5%	% הנהלה וכלליות
14.3%	5.9%	5.9%	8.4%	8.6%	8.9%	-0.1%	רווח מפעולות רגילות
17.1%	18.2%	10.1%	14.8%	14.8%	15.5%	5.0%	EBITDA %

* החברה אימצה את תקני החשבונאות הבינלאומיים החל ביום 1.1.2008. במסגרת זו עברה לדיווח במטבע הפעילות העיקרי - הדולר.
** הכנסות אחרות (לא תזרימיות) נובעות ממוניטין שלילי בגין רכישת אחזקות ב-DOMO אשר חושבו כהפרש שבין סך נכסי DOMO בניכוי ההתחייבויות (כ-79.5 מיליון דולר) לבין התמורה הכוללת לרכישת מלוא המניות (כ-50.5 מיליון דולר).

⁴ חברה מוחזקת בשיעור 49% שנרכשה בחודש מאי 2008.

⁵ לפי תחזיות חברת המחקר CMAI מחודש ספטמבר 2008, צפוי הביקוש העולמי לפולימרים לגדול בשיעור שבין 2.9%-5.6% בשנים 2008-2013. שיעורי גידול אלו שחזה CMAI אינם שונים במידה מהותית מאלו שהציגה בתחזית מחודש ספטמבר 2007.

כאו"ל (מאוחד), תזרימי מזומנים עיקריים

2004	2005	2006	2007	2007	1-9/2007	1-9/2008	
במיליוני ש"ח				במיליוני דולר			
IGAAP				IFRS			
283	389	201	415	101	72	38	EBITDA
200	274	199	293	74	59	28	FFO
159	145	155	320	74	18	68	CFO
(127)	(529)	(1,083)	(345)	(77)	(69)	(25)	CAPEX
(233)	(126)	(85)	(110)	(26)	(26)	0	DIV
(201)	(510)	(1,013)	(135)	(29)	(78)	43	FCF

כאו"ל (מאוחד), יחסי הון חוזר עיקריים

2004	2005	2006	2007	2007	1-9/2007	1-9/2008	
במיליוני ש"ח				במיליוני דולר			
IGAAP				IFRS			
26%	26%	30%	20%	22%	31%	13%	הון חוזר תפעולי להכנסות
40	42	48	55	58	64	65	ימי מלאי
108	98	103	70	74	93	46	ימי אשראי לקוחות
56	48	41	49	50	41	65	ימי אשראי ספקים

*הון חוזר תפעולי כולל לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים

עלייה ברמת המינוף חרף השפעה חיובית על ההון העצמי כתוצאה משערוך שווי רכוש קבוע

סך הנכסים של החברה רשם גידול של כ-15% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008, בעיקר נוכח גידול כמותי ביתרת המלאי, שמומן בגידול ביתרת הספקים. לצד זאת חל גידול בהתחייבות בגין האג"ח עקב תיסוף השקל, ומנגד נרשם נכס פיננסי בגין שווי הוגן של עסקת גידור האג"ח. יש לציין כי החברה ביצעה ניכיון לחובות לבסך כ-80 מיליון דולר נכון לתאריך 30.9.08. הניכיון הוא ללא זכות חזרה לחברה, ולפיכך אינו מופיע במאזן.

העלייה בנכסים לא לוותה בעלייה בשיעור דומה בהון העצמי, והחברה רשמה שחיקה ביחס ההון למאזן לשיעור של כ-30% לעומת שיעור של כ-33% בסוף שנת 2007 (על פי המאזן בדולרים). יש לציין כי ההון העצמי של החברה כולל השפעות בסך מצטבר של כ-105 מיליון דולר, הנובעות בעיקר משערוך נכסים ובעיקר פריטי רכוש קבוע (בישראל⁶ ובהולנד⁷) לפי שווי הוגן, בניכוי השפעות ייסוף שע"ח שקל/דולר במהלך 2007 על שווי הרכוש הקבוע במאזן בדולרים

⁶ כזכור, ב-2007 ערכה החברה שיערוך לרכוש החברה בישראל לפי שווי הוגן אשר בגינה חל גידול בסך הרכוש הקבוע בדוחות החברה בשקלים ליום 1.1.2007 בכ-601 מיליון ₪ אשר מתוכו סך של כ-458 מיליון ₪ נזקפו להון העצמי (המהווים כ-108 מיליון דולר לפי שע"ח ₪/דולר ליום 1.1.07). יישום תקני ה-IFRS תוך מעבר למטבע דיווח דולר והצגת מאזן 31.12.07 בדולרים גרם לשחיקת ההון העצמי בכ-58 מיליון דולר לעומת סך הרכוש הקבוע בדוחות בש"ח לאותו מועד, לפי שע"ח ₪/דולר ליום זה. באופן שהתוספת להון העצמי בניכוי השפעת שחיקת שע"ח ש"ח/דולר היא כ-50 מיליון דולר ליום 31.12.07.

⁷ לאחר רכישת DOMO ערכה החברה שיערוך לשווי הוגן של מתקני הייצור והנכסים הבלתי מוחשיים שבהולנד. בגין שיערוך זה חל גידול בסך הנכסים (מאוחד) בכ-60 מיליון דולר (39 מיליון אירו לפי שע"ח 1.5537 דולר לאירו) הערכת השווי נעשתה בשיטת העלות (להקמת מתקני ייצור זהים במועד השמאות), מזה נזקפו ליום 30.9.08 כ-44 מיליון דולר ליתרת העודפים בהון העצמי, לאחר ניכוי המס.

ליום 12.07.13. סך זה מהווה כ-30% מההון העצמי ליום 30.9.08. בשנים 2006-2007 הגדילה החברה את חובה הפיננסי בהיקף משמעותי, לרבות באמצעות גיוס אג"ח, בעיקר לצורך מימון תוכנית השקעות רחבת היקף במתקני הייצור בישראל. מרבית החוב נלקח בדולר או גודר לעומתו. סך החוב הפיננסי ליום 30.9.08 הסתכם בכ-567 מיליון דולר ובניכוי יתרות נזילות ונכסי גידור, עמד החוב נטו על כ-494 מיליון דולר. יחס החוב נטו ל- CAP נטו ירד לשיעור של כ-50% לעומת כ-52% בסוף שנת 2007.

דוח מקורות ושימושים לשנים 2005-2008, במיליוני ₪

				סה"כ, נטו	
FY 05	FY 06	FY 07	3Q 08	1/2005-9/2008	
מיליוני ₪				מיליוני ₪	
274	199	293	96	862	מזומנים מפעילות שוטפת לפני הון חוזר
-	-	26	142	-	מזומנים שנבעו משינויים בסעיפי הון חוזר
543	1,016	0		997	נטילת חוב מבנקים, נטו
		850		850	גיוס אג"ח
	3		35	-	ירידה ביתרות מזומן
817	1,218	1,170	273	2,710	סך מקורות
(129)	(43)	-	-	(4)	מזומנים ששימשו לשינויים בסעיפי הון חוזר
(556)	(1,090)	(433)	(84)	(2,164)	השקעות ברכוש קבוע ובידע
			(99)	(99)	רכישת חברת בת
(126)	(85)	(110)		(321)	דיבידנד ששולם
		(493)	(68)	-	פרעון חוב לבנקים
(6)		(131)		(98)	עלייה ביתרות מזומן
0	0	(3)	(22)	(23)	אחר
(817)	(1,218)	(1,170)	(273)	(2,710)	סך שימושים

כאול מאוחד, נתוני מינוף ואיתנות

12.04	12.05	12.06	12.07	12.07	9.07	9.08	
במיליוני ש"ח				במיליוני דולר			
IGAAP				IFRS			
222	6	681	112	29	37	30	חוב זמן קצר
0	761	1020	1897	494	493	536	חוב זמן ארוך
222	766	1701	2009	523	530	567	סך חוב פיננסי
9	15	12	143	37	8	31	יתרות נזילות
-	-	-	-	3	-	41	נכסי גידור
212	752	1689	1866	483	522	494	חוב פיננסי נטו
1020	1129	1138	1619	363	365	374	הון עצמי
1739	2403	3327	4454	1083	1072	1245	סך מאזן
202	169	186	358	76	78	82	מיסים נדחים
1444	2065	3025	3986	963	973	1022	CAP
1434	2050	3013	3843	925	965	991	CAP נטו
58.7%	47.0%	34.2%	36.4%	33.6%	34.1%	30.1%	הון למאזן
15.4%	37.1%	56.2%	50.4%	54.4%	54.5%	55.4%	חוב פיננסי ל CAP
12.7%	31.9%	51.1%	45.1%	48.3%	49.4%	45.5%	חוב פיננסי לסך מאזן
ל.ר.	ל.ר.	56.1%	48.6%	52.2%	54.1%	49.9%	חוב נטו ל CAP נטו

כאול מאוחד, יחסי כיסוי החוב הפיננסי באמצעות תזרים המזומנים

2004	2005	2006	2007	2007	1-9/2007	1-9/2008	
IGAAP				IFRS			
1.1	2.8	8.6	6.8	7.1	6.8	15.4	חוב פיננסי ל- FFO
1.4	5.3	10.9	6.3	7.0	22.2	6.2	חוב פיננסי ל- CFO
0.8	2.0	8.5	4.8	5.2	5.5	11.2	חוב פיננסי ל- EBITDA
1.1	2.7	8.5	6.4	6.5	6.7	13.4	חוב פיננסי, נטו ל- FFO
1.3	5.2	10.9	5.8	6.5	21.9	5.4	חוב פיננסי, נטו ל- CFO
0.8	1.9	8.4	4.5	4.8	5.4	9.7	חוב פיננסי, נטו ל- EBITDA

לחברה עומס פירעונות נכד יחסית בשנים 2013-2016. מידרוג מעריכה את היכולת התזרימית של החברה כגבוהה,

וכך גם את גמישותה הפיננסית

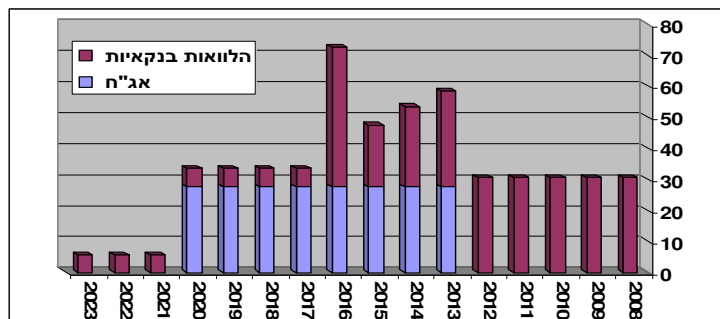
עומס פירעונות (קרן) בגין הלוואות מבנקים ובגין האג"ח גדל במידה ניכרת החל בשנת 2013, עם תחילת פירעון האג"ח. להערכת מידרוג, יכולת הפרעון של החברה הינה גבוהה ומתבססת בעיקר על תזרימי מזומנים מפעילות.. יש לציין עם זאת, כי עד כה החברה לא נהגה לשמור על יתרות נזילות מהותיות, בין השאר, משום שנזקקה למזומנים לצורך תוכנית ההשקעות.

להערכת מידרוג, החברה הוכיחה עד כה נגישות טובה יחסית למערכת הבנקאית בישראל ובחו"ל, מצב הניכר במגוון המממנים, בעלויות המימון ובהיקף מסגרות האשראי. יחד עם זאת על החברה חלות מגבלות לווה בודד וקבוצות לווים, מעצם השתייכותה לקבוצות החברה לישראל ומפעלים פטרוכימיים, וחברות קשורות של כל אחת מקבוצות אלו. לדברי החברה, מצב זה טרם מהווה מגבלה אפקטיבית על יכולת קבלת האשראי של החברה.

לחברה התחייבות בפני הבנקים המממנים שלא ליצור שיעבוד כלשהו על נכסיה מבלי לקבל את אישורם. כמו כן, לחברה שורה של התניות פיננסיות מול הבנקים ומול מחזיקי האג"ח (שעודכנו בחודש מרץ 2008 בעקבות אימוץ כללי

ה-IFRS) אשר נכון ליום 30/9/2008 החברה עומדת בהן.

כאול (מאוחד): פירעונות (קרן) חוב ז"א בשנים 2008-2023, נתונים במיליוני דולר



אופק הדירוג

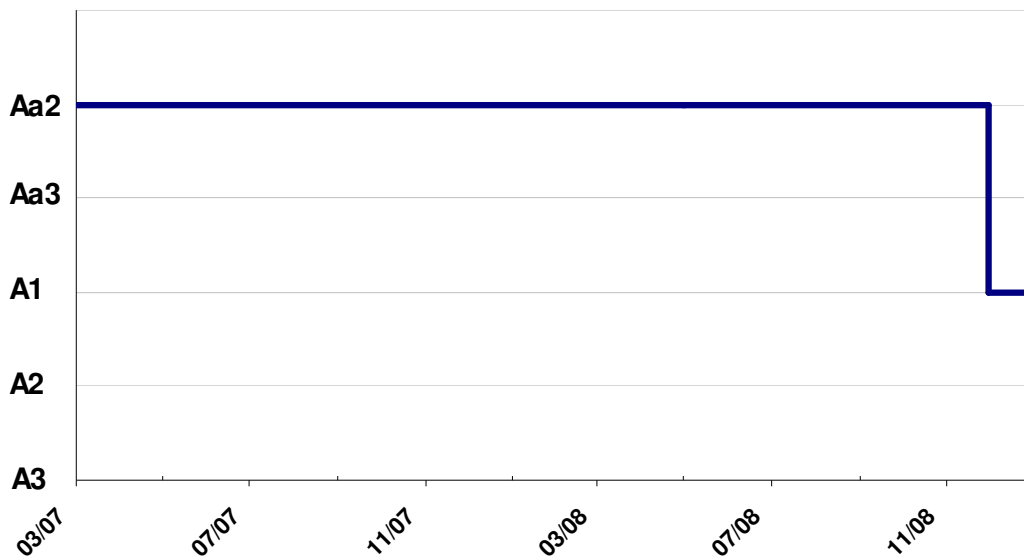
גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- ירידה מהותית ופרמננטית ברמת המינוף של החברה, תוך שיפור חד ומתמשך ביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- אם יחס כיסוי החוב הפיננסי נטו באמצעות ה-EBITDA יעלה מעל ל- 6.0 שנים במהלך שלושה רבעונים רצופים. לצורך החישוב יילקח החוב הפיננסי במאזן בניכוי תיק נזיל ובניכוי/תוספת שווי הוגן של עסקת גידור למשך חיי האג"ח. ה-EBITDA תחושב לפי ממוצע בארבעה רבעונים אחרונים של הרווח מפעולות רגילות (לפני הכנסות הוצאות אחרות) בתוספת פחת והפחתות. מידרוג תחשב את היחס החל מתוצאות רבעון רביעי 2009.
- הרעה בהערכת מצב הנזילות והגמישות הפיננסית, ביחס לדרישות פרעון חובותיה בשנים הבאות
- חלוקת דיבידנד שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה
- התממשות של תביעות העומדות נגד החברה ו/או תביעות עתידיות, באופן שיש בו לפגוע במידה משמעותית באיתנותה הפיננסית, בתזרימי המזומנים וביכולת הפירעון שלה, לרבות תביעות בקשר עם ההגנה על איכות הסביבה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ (להלן: "החברה") עוסקת בייצור ושיווק פולימרים (פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן). תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"ס), מהם מיוצרים בשלב הראשון מונומרים (אתילן ופרופילן) ולבסוף פולימרים. הפולימרים משמשים כחומר גלם עיקרי בתעשיית הפלסטיקה. כושר ייצור הפוליפרופילן הוגדל במהלך יולי 2007 כתוצאה מהפעלת מתקנים חדשים שנבנו בהשקעה ישירה בסך 350 מיליון דולר במהלך השנים 2004-2007. מתקני החברה בישראל פועלים כתשלובת אחת, מחוברים ביניהם בצנרת ומקבלים שירותים ממערך שירותים מרכזי, מגובה בחלקו בגיבוי הדדי עם מערך השירותים של בז"ן - ספק עיקרי לחומרי זינה לחברה. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 נמכרו עיקר המוצרים (60%) ליצוא והיתר לשוק המקומי. החברה מצויה בבעלות פרטית משותפת, בחלקים שווים, של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) ושל מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ. לאחר קבלת אישורים רגולטוריים צפויה להשתכלל עסקה שבסופה תחזיק בז"ן במלוא מניות החברה.

מושגי יסוד

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHA041208000M

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") 2008.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.