



אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן

פעולת דירוג | יולי 2010

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה

liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il



אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרות
-------------------	----	-------------

מידרוג מעניקה דירוג A3 באופק דירוג שלילי לאגרות חוב בסך של עד 100 מיליון ש"ח ערך נקוב שתנפיק אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן (להלן "אמפל" או "החברה") באמצעות סדרה חדשה. הקרן תפרע בשבעה תשלומים שנתיים החל משנת 2014. תנאי הסדרה עדיין לא נקבעו. תמורת גיוס אגרות החוב תשמש את החברה להגדלת היתרות הנזילות. דירוג הסדרה ניתן בכפוף לכך שמתוך תמורת הגיוס, החברה תתחייב לשמר כרית בסכום השווה לארבע שנות ריבית בגין אגרות החוב אשר תשמש לתשלום הריבית בשנות הגרייס.

הדירוג נתמך בפרופיל סיכון אשראי ממוצע של האחזקות העיקריות, בשליטה באחזקות תוך פיזור וגיוון עסקי. לצד גורמים תומכים אלו נציין כגורמי סיכון את רמת הנזילות והגמישות הפיננסית הנמוכות נוכח היעדרם של תזרימי מזומנים פרמננטיים בהיקף משמעותי מהמוחזקות ונוכח שעבוד המוטל על מלוא הנכסים. רמת המינוף של תיק האחזקות עלתה בשנה החולפת אולם היא עדיין הולמת את רמת הדירוג. הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מרמת הנזילות הנמוכה ופגיעה בתוצאותיה הכספיות של חברת הבת גדות. מידרוג מצפה כי רמת הנזילות תשתפר בטווח אופק הדירוג בין היתר בהתחשב בשיפור הצפוי בפעילות חברת הבת גדות וגידול בהיקף האספקה של גז טבעי ע"י חברה מוחזקת EMG. העדר מגמת שיפור ברמת הנזילות ביחס לצורכי שירות החוב בטווח של שנה עד שנתיים עלול להוביל להורדה בדירוג.

הדירוג A3 ואופק הדירוג השלילי חלים גם על אגרות החוב במחזור שגייסה החברה, כדלקמן:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 31/03/10 (מיליוני ש"ח)	בסיס הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2015	*253	מדד	5.75%	11/2006	1100833	א'
2012-2016	*535	מדד	6.60%	4/2008	1110378	ב'

*דוחות החברה נערכים בדולר. יתרות האג"ח בספרים מחושבות לפי שער ש"ח/ש"ד ליום 31/03/10 (\$=3.71)

אמפל: נתונים פיננסיים עיקריים (מיליוני דולר)

31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/3/2010	
169	333	331	391	חוב פיננסי סולו
35	98	80	23	מזומנים ושווי מזומנים *
371	425	417	529	שווי אחזקות בספרים
258	239	222	215	הון עצמי
432	590	562	614	סך נכסים במאזן מאוחד
0	0	5	0	דיבידנדים מחברות מוחזקות
n/a	18	18	6	הוצאות ריבית *
n/a	12	16	4	הנהלה וכלליות **
0	0	6	2	דמי ניהול מחברות מוחזקות ***

* החברה מחזיקה כרית מזומנים לכיסוי תשלומי הריבית בגין אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שיתרתה ליום 31/3/2010 הנה כ- 26 מיליון דולר. יתרת המזומן לעיל אינה כוללת את כרית המזומנים. **הוצאות הנהלה וכלליות כוללות דמי ניהול שנתיים בסך של כ-10 מיליון ש"ח (כ-2.5 מיליון דולר) לחברת האם החל משנת 2009. ***החל משנת 2010 צפויה החברה לקבל מסמייל דמי ניהול שנתיים בסך של כ-15 מיליון ש"ח (כ-4.0 מיליון דולר לשנה), אשר התקבלו באופן יחסי ברבעון 1 2010, זאת בנוסף לדמי ניהול שנתיים של כ-4.0 מיליון דולר מגדות.

מבנה האחזקות של החברה בעקבות רכישת האחזקה המשמעותית בסמייל במהלך פברואר 2010, הובילו אותנו ליישם מתודולוגיה של קונגלומרט בדירוג החברה. הקריטריונים לאפיון קונגלומרט כוללים בין השאר: קבוצת עסקים בעלת מספר אחזקות שליטה בתחומים שונים; אסטרטגיה עסקית ופיננסית משותפת לחברות הקבוצה; מעורבות גבוהה של בעלי המניות בניהול; מימון השקעות במוחזקות על ידי חוב שנלקח על ידי חברת המטה. משמעות הגדרה זו הינה כי בדירוג החברה ניתן משקל לסיכון האשראי של כל אחת מאחזקות הליבה, זאת בנוסף לאיתנות הפיננסית והנזילות של החברה על בסיס נפרד.

שיקולים עיקריים לדירוג

פיזור אחזקות שליטה וגיוון עסקי

מבנה האחזקות כולל שליטה מלאה ב-2 מתוך 3 חברות הפורטפוליו, סמייל תקשורת וגדות וכן מעורבות ניהולית ואסטרטגית גם בפעילות EMG. תיק האחזקות נפרס על פני מספר ענפים: מגזר התקשורת, מגזר הכימיקלים ומגזר הגז הטבעי. הגיוון הגיאוגרפי של המוחזקות הינו נמוך: הפעילות הבינ"ל היחידה מתבצעת בגדות שפועלת להרחיב את מיצובה הבינ"ל דרך הרכישות האחרונות. תיק האחזקות, הכולל שליטה מוצרית במוחזקות, מקנה גמישות ניהולית ופיננסית ומתבטא בשליטה גבוהה בתזרימי המזומנים (דיבידנדים ודמי ניהול) משתי אחזקות הליבה: גדות וסמייל. מידרוג רואה בעסקה לרכישת סמייל כבעלת תרומה חיובית לפיזור וגיוון האחזקות.

סיכון האשראי המשוקלל של פורטפוליו האחזקות מוערך בדרגה בינונית

פרופיל סיכון האשראי המשוקלל של חברות הקבוצה הינו בינוני, ומושפע לטובה מהמיצוב העסקי החזק יחסית של סמייל (כ-21% משווי תיק האחזקות), כאשר פרופיל הסיכון של גדות (כ-23% משווי תיק האחזקות) ו-EMG (כ-50%) מוערכים כנמוכים יותר.

גדות הינה חברה מובילה בתחום אספקת כימיקלים ושירותים נלווים ופועלת בהתמדה להגדלת חלקה בשרשרת הערך בתחום. גדות פועלת שנים ארוכות מול לקוחות בינ"ל מובילים בתחום הכימיה. בשנים האחרונות מציגה גדות רווחיות נשחקת. יש לציין כי מאז רכישה על ידי אמפל הציגה התייעלות משמעותית בהוצאות ותהליכי פיתוח עסקי בולטים. השקעות גבוהות ברכוש קבוע, לרבות רכישת אוניות הובילו אותה למינוף גבוה יחסית (יחס חוב פיננסי לקאפ של 76%) ויחסי כיסוי איטיים (יחס חוב פיננסי/EBITDA של 10 שנים בממוצע בשנים 2008-2009). ברבעונים האחרונים חלה הרעה בתוצאות של גדות בפרט ברבעון הראשון של שנת 2010 שאופיין בהוצאות חד פעמיות. מידרוג מצפה לשיפור בהתאם לתחזיות החברה כבר מנתוני הרבעון השני של 2010. במהלך הרבעון השני לשנת 2010, חתמה גדות על הסכמים לשתי רכישות צפויות בסך כולל של כ-250 מליון ש"ח. האחת, רכישת מרחב אגרו תמורת 108 מליון ש"ח, אשר הנה בין הספקים המובילים של מוצרים להגנת הצומח. השנייה, מזכר הבנות לרכישת מסוף לאחסון כימיקלים בבליגיה בסך של כ-140 מליון ש"ח. הרכישות טומנות פוטנציאל לסינרגיה עם פעילות הקיימת תוך שיפור מעמדה של החברה בשרשרת הערך בענף. לצד זאת הרכישות מומנו בעיקר בחוב פיננסי בגדות והן צפויות להגדיל את רמת המינוף. סמייל בעלת מותג חזק ומחזיקה בנתח שוק משמעותי של כשליש משוק השיחות הבינלאומיות ואספקת שירותי אינטרנט. סמייל מתאפיינת ביציבות בתוצאות הכספיות וביכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהה. יחס כיסוי החוב בסמייל ל-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים עומד על כ-2.8. בהתחשב גם בחוב ממוסדיים שמימן חלק מההשקעה בסמייל, יחס הכיסוי עולה ל-3.6. תזרימיה של סמייל משרתים במידה טובה את החוב לבנקים ולמוסדיים ומותרים תזרים עודף עבור אמפל, בנוסף לדמי הניהול, בסך של 6-10 מיליון דולר לשנה.



מידרוג

בשנה החולפת ביססה EMG את מעמדה כספק גז בישראל והיא מספקת גז טבעי לחברת החשמל וחתמה על חוזים לאספקת גז לגופים מובילים נוספים בישראל אשר נכנסים לתוקף באופן הדרגתי ברבעונים הקרובים. מאפייני הפעילות של EMG מושפעים לטובה מחויבות הגז הטבעי עבור מרבית לקוחותיה ומחוזים ארוכי טווח עם הלקוחות ועם ספק הגז המצרי. גורמים אלו מתקזזים בחלקם בתלות בספק הגז המצרי. פעילותה חשופה לסיכונים תפעוליים ולמנגנון עדכון מחיר הגז החמש שנתי. גילוי מאגרי הגז תמר ודלית מול חופי מדינת ישראל מהווה גורם תחרותי משמעותי עבור EMG, אולם מהווה גם תמריץ לפיתוח משק גז רחב.

עלייה ברמת המינוף בעקבות השקעות חדשות

בשנתיים האחרונות הגדילה החברה את היקף החוב הפיננסי נטו למימון שתי השקעות מהותיות, ברכישת השליטה בגדות וברכישת פעילות סמייל 012. יחס החוב הפיננסי נטו לשווי האחזקות נע בין 60% (בהתבסס על הערכת שווי עדכנית ל-EMG ובהנחת מקדם רגישות) לבין 65% (עפ"י שווי אחזקות ספרים). להערכת מידרוג, יחס המינוף הינו סביר לרמת הדירוג.

היעדר טרק רקורד של תזרימי מזומנים מהמוחזקות

תיק האחזקות של החברה מצוי בשלבי התהוות בשנתיים-שלוש האחרונות, ושירות החוב עד כה נסמך על יתרות המזומנים בקופת החברה, לרבות כריות שמיועדות לריבית עבור אגרות החוב. האחזקה המרכזית EMG אינה צפויה לתרום דיבידנדים לפני שנת 2012. המקורות העיקריים לשירות החוב בשנים הקרובות בהנחת פעילות שוטפת של החברות המוחזקות הינם יתרות המזומנים בקופת החברה וכן דיבידנדים ודמי ניהול מסמייל ומגדות.

נזילות וגמישות פיננסית חלשות

רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה ביחס לצורכי שירות החוב. היתרות הנזילות החופשיות בחברה מסתכמות לסך של כ- 23 מיליון דולר ליום 31 במרץ 2010. בנוסף, לחברה כרית מזומנים לכיסוי תשלומי ריבית בגין אגרות החוב (סדרות א' ו'ב') לשנים 2010-2011 בסך של כ- 26 מיליון דולר. ליום צרכי שירות החוב סולו (ריבית וקרן) בשנים 2010 ו-2011 בתוספת להוצאות הנהלה וכלליות (בסך של כ- 15 מיליון דולר) נאמדים בכ- 50 מיליון דולר וכ- 60 מיליון דולר, בהתאמה. גיוס אגרות החוב הנוכחי נועד לשפר את הנזילות. החברה פועלת במספר דרכים נוספות לשיפור הנזילות והם עשויים לבוא לידי ביטוי בטווח של מספר חודשים עד שנה. החברה מתאפיינת בגמישות פיננסית נמוכה הנובעת מכך שההשקעות אינן סחירות והנן משועבדות. יש לציין כי מניות סמייל משועבדות כולן לטובת המממנים וכי קיימים קובננטים ומגבלות על חלוקת דיבידנדים מסמייל. בין השאר, אמפל ערבה גם לחוב הבנקאי בסך 800 מיליון ש"ח (כ- 210 מיליון דולר) שנלקח על ידי סמייל עצמה.

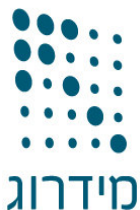
אופק הדירוג

גורמים העשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות
- שיפור בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות

גורמים העשויים להוביל להורדת הדירוג

- אי שיפור רמת הנזילות והגמישות הפיננסית

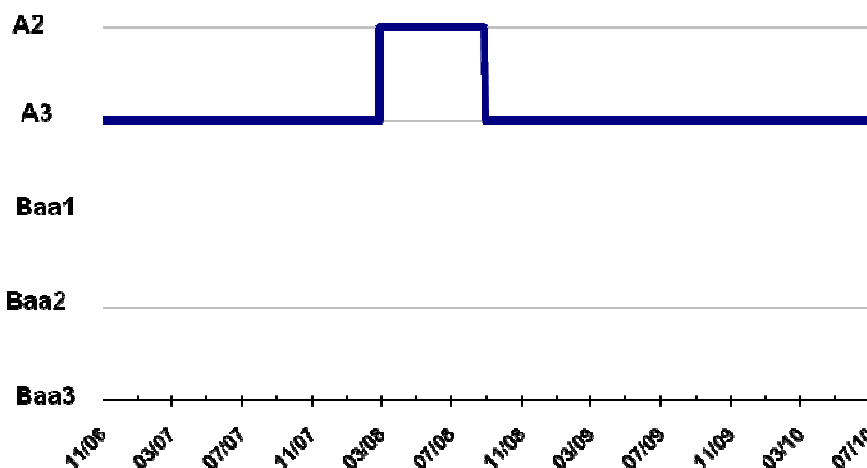


- התפתחויות שיהיה בהן להחליש את הערכתנו לפוטנציאל המקורות התזרימים של החברה מתיק האחזקות
- גידול ברמת הסיכון העסקי של תיק האחזקות

אודות החברה

אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן, היא חברת אחזקות ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב ובבורסת נאסד"ק. אמפל נשלטת ע"י מר יוסי מימן, המחזיק בשרשרת בכ-65% מהון המניות של החברה. יתרת המניות מוחזקת ע"י משקיעים מוסדיים והציבור. לחברה אחזקה עיקרית בחברת East Mediterranean Gas. Co (S.A.E), חברה פרטית הרשומה במצרים, בעלת זיכיון לאספקת גז טבעי בישראל, באמצעות צינור גז ימי מאל עריש לאשקלון, שסילתו הסתיימה בראשית 2008, בעלות כוללת בסך כ-470 מיליון דולר. אמפל מחזיקה בשרשרת בכ-12.5% ממניות EMG, מזה כ-4.3% באמצעות שותפות עם משקיעים מוסדיים שמחזיקים בעצמם בעוד כ-4.3% ממניות EMG. בעלי מניות נוספים של EMG כוללים את קבוצת מרחב (8%) שבשליטת מר יוסי מימן, סם זל ודיוויד פישר (12%) - משקיעים מארה"ב, PTT (25%) - תאגיד אנרגיה הנשלט ע"י ממשלת תאילנד, חוסיין סאלם (28%) - משקיע ממצרים וממשלת מצרים (10%). אמפל מחזיקה גם במלוא הון המניות של גדות מיכליות ומאגרים לחימיקלים בע"מ אשר עוסקת ביבוא כימיקלים נזליים, המשמשים חומרי גלם לתעשייה באמצעות אוניות צובר, רובן חכורות, המשייטות באזורי הים התיכון, אירופה ואמריקה. החל מפברואר 2010 מחזיקה אמפל גם במלוא הון המניות של 12 סמייל טלקום בע"מ העוסקת באספקת שירותי התוכן באינטרנט, שירותי שיחות בינ"ל ואספקת קווי טלפון בישראל. צוות הניהול הבכיר באמפל מכהן בתפקידו מזה שנים רבות ומסתייע מעת לעת באנשי מקצוע וותיקים מקבוצת מרחב, בעלי ניסיון עשיר במגוון תחומי התמחות. מר יוסי מימן מכהן כמנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון.

היסטוריית הדירוג



התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. 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. (Moody's. 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.