



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

מעקב | יוני 2013

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

Credit Review	B1-Caa2	דירוג סדרות
---------------	---------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות א' - ו') שהנפיקה מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") כדלקמן: אגרות חוב סדרה ד' הורדה מ-Ba1 ל-B1 סדרות ב' ו-ג' הורדה מ-Ba1 ל-B3 וסדרות א', ה' ו-ו' הורדה מ-Ba1 ל-Caa2. במקביל מכניסה מידרוג את הדירוג לבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות. הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה, כמפורט להלן:

דירוג	בטוחות	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.2013, באלפי ש"ח	ההצמדה תנאי	ריבית שנחית (נקובה %)	מועד הנפקה מקורית	מספר נייר ערך	סדרות אג"ח
Caa2	אין	2013-2015	60,402	מדד	5.7%	8/2005	לא סחיר 7560014	א'
B3	ראה (1)	2017-2023	593,453	מדד	5.1%	12/2006	7560048	ב'
B3	ראה (2)	2017-2023	235,087	שקלי	6.7%	12/2006	7560055	ג'
B1	ראה (3)	2013-2016	109,112	מדד	8.0%	06/2009	7560071	ד'
Caa2	אין	2013-2015	176,290	משתנה	ממשל 3.8%+0817	08/2009	7560089	ה'
Caa2	אין	2014-2018	312,096	משתנה	ממשל 0520 5.7% +	07/2010	7560097	ו'

(1) להבטחת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ב') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 172,218,770 מניות בז"ן, המוחזקות על ידי PCH – חברה בת בבעלות מלאה (2) להבטחת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ג') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 85,625,918 מניות בז"ן, המוחזקות בחלקן על ידי PCH ובחלקן על ידי החברה. (3) לטובת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ד') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 64,221,429 מניות בז"ן, המוחזקות על ידי PCH.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג משקפת את מצב הנזילות החלש של מפ"ב ואת הערכתנו לעלייה בהסתברות לכשל פירעון. להערכת מידרוג, קיים חשש לאי עמידת החברה בהתחייבויותיה במהלך שנת 2014 נוכח אי ודאות של המקורות לשירות החוב, היקפם ועיתויים, ובעיקר עם עלייה בעומס הפירעונות החל במחצית השנייה של שנת 2014. הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה ומוגבלת בעיקרה נוכח התלות במניית בז"ן ובתוצאותיה.

רמת המינוף של החברה, המתבטאת ביחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של אחזקותיה, הורעה במהלך התקופה האחרונה, נוכח ירידה חדה בשווי מניית בז"ן והינה גבוהה מאוד, הן על בסיס שווי השוק הממוצע 3 חודשים אחרונים (כ-120%) והן על בסיס שווי שוק ממוצע 24 חודשים אחרונים (114%). יחס המינוף על בסיס שווי הספרים של האחזקה בבז"ן עומד על כ-90%. המינוף הגבוה מעיב על גמישותה הפיננסית של החברה. לחברה כ-104 מיליון מניות בז"ן חופשיות משעבוד, ששוויין הנסחר נשחק בשנה האחרונה והוא מסתכם בכ-170 מיליון ₪ נכון למועד דוח זה.

מפ"ב הציגה קיטון ניכר בהון העצמי נוכח הפסדים מצטברים של בז"ן, בעיקר בשנת 2012, עקב מרווחי זיקוק נמוכים, מרווחי פטרוכימיה בשפל ומחסור בגז טבעי. לאור כל אלו, מפ"ב קיבלה אישורים מתאגיד בנקאי בדבר מתן ויתורים בנוגע לאמות מידה פיננסיות מסוימות עד וכולל הדוחות הכספיים ליום 30.06.2013. להערכתנו, קיים סיכון עתידי בהפרת התניות מול תאגיד בנקאי לאור עמידה במרווח לא מספק מול חלק מההתניות.



להערכת מידרוג, החברה ניצבת בפתחם של אתגרים מימוניים משמעותיים לצורך כיסוי השימושים הנדרשים לה החל במחצית השנייה של שנת 2014, לרבות תלות גבוהה במחיר מניית בז"ן וכן מהלכים של מימון מחדש.

ליום 31.03.2013 לחברה יתרות מזומנים ושווי מזומנים בסך של כ- 235 מיליון ₪, שנבעו ממכירת האחזקה באבגול במהלך שנת 2012. סך נוסף של כ-43 מיליון ₪ התקבל בתחילת חודש מאי 2013 כתוצאה ממכירת החזקות החברה בשותפות אטמבה. סכום השימושים הצפויים, החל מתום רבעון ראשון 2013 ועד סוף 2014, נאמד בכ-630 מיליון ₪ (הכוללים תשלום קרן חוב, ריבית, תשלומי מס בגין מכירת אבגול והוצאות הנהלה וכלליות). כיסוי השימושים האמורים, מעבר ליתרת המזומנים כאמור לעיל, מותנה בהבשלת מהלכים, כולם או חלקם, הכוללים קבלת הלוואות כנגד שעבוד מניות בז"ן החופשיות, מימון מחדש של הלוואה מתאגיד בנקאי כנגד מניות בז"ן וקבלת דיבידנד מבז"ן.

בדוחותיה הכספיים ליום 31.03.2013, פרסמה החברה דו"ח תזרים מזומנים חזוי. על פיו, החברה צפויה לסיים את שנת 2014 בעודף מקורות על שימושים של כ-100 מיליון ₪¹ וזאת בהינתן קבלת מימון בהיקף של כ-360 מיליון ₪. מידרוג ביצעה מספר תרחישי רגישויות. מידרוג מניחה תרחיש נמוך יותר לגבי מחיר מניית בז"ן, שיעור מימון בגין מניית בז"ן ודיבידנד מבז"ן. בתרחישים אלו החברה עלולה להגיע בסוף שנת 2014 לגירעון בסך של 130-30 מיליון ₪.

הדירוג הנוכחי משקף את העלייה בהסתברות לכשל פירעון להערכתנו ואת תוחלת ההפסד הצפויה לכל אחת מהסדרות בהתחשב בטוחות הקיימות לכל סדרה וביתר נכסי החברה.

בתוך כך יש לציין כי נראות ועיתוי הדיבידנד מבז"ן, אשר מהווה מקור מהותי בתחזית המקו"ש של מפ"ב, חלשה. נכון למועד דוח זה, עדכנה בז"ן פעם נוספת כלפי מטה את תחזית הדיבידנד אשר היא צפויה לחלק בשנת 2014, כאשר חלקה של מפ"ב בו הינו כ-58 מיליון ₪. להערכת מידרוג, בז"ן עומדת בפני שנת מפנה ברווחיותה בעקבות תחילת הפעלת המידן (ינואר 2013) ואספקה מלאה של גז טבעי (אפריל 2013) אשר צפויות להשפיע לחיוב ובמידה משמעותית על רווחיה. לצד זאת, בז"ן פועלת בענף מחזורי ותנודתי מאוד, ורווחיותה תלויה במידה רבה בגורמים אשר שליטתה בהם מוגבלת, ובראשם - מרווח הזיקוק הבסיסי. בנוסף, לבז"ן נטל חוב גבוה יחסית והיא כפופה לשורה של אמות מידה פיננסיות המגבילות את יכולתה לחלק דיבידנד.

ביום 12 במאי 2013, פרסמה בז"ן מתווה של העמדת ערבות לטובת כאו"ל בסך של 135 מיליון דולר בתוקף עד ליום 01.04.2015. נכון למועד דו"ח זה, בז"ן וכאו"ל נמצאות במשא ומתן מתקדם מול המממנים השונים של החברות לצורך קבלת הסכמתם למהלך וגיבוש סט אחיד של אמות מידה פיננסיות שיימדדו על פי נתוני בז"ן במאוחד. אסיפות מחזיקי האג"ח התכנסו ביום 10.06.2013.

מידרוג תוסיף לבחון את הדירוג בטווח הקצר לצורך מעקב אחרי נזילות החברה.

¹ תחזית מקורות ושימושים של החברה מיום 31.03.2013 לוקחת בחשבון דיבידנד מבז"ן בהיקף של כ-85 מיליון ₪ ואינה מעודכנת בדיבידנד אשר פרסמה בז"ן במסגרת מקו"ש אשר פורסם בדוח מיידי יום 06.06.2013 אשר חלקה של מפ"ב בו הנו כ-58 מיליון ₪.

מפעלים פטרוכימיים נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/03/12	31/03/13	
2,524	2,353	2,450	1,875	2,250	1,829	שווי אחזקות בספרים
1,598	2,171	1,683	1,496	1,606	1,434	שווי שוק של האחזקות ליום המאזן
1,670	1,719	1,930	1,909	1,923	1,911	חוב פיננסי
47	59	186	245	165	236	מזומנים ושווי מזומנים
102%	76%	105%	111%	109%	117%	חוב פיננסי נטו / שווי שוק אחזקות
923	709	686	255	552	169	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1.81	2.42	2.81	7.49	3.48	11.31	חוב פיננסי/הון עצמי
698	(195)	(75)	(402)	(83)	(92)	רווח (הפסד) נקי
8	93	9	11	-	-	דיבידנדים שהתקבלו בתקופה מחברות מוחזקות
82	97	106	128	12	11	תשלומי ריבית נטו לתקופה

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג:

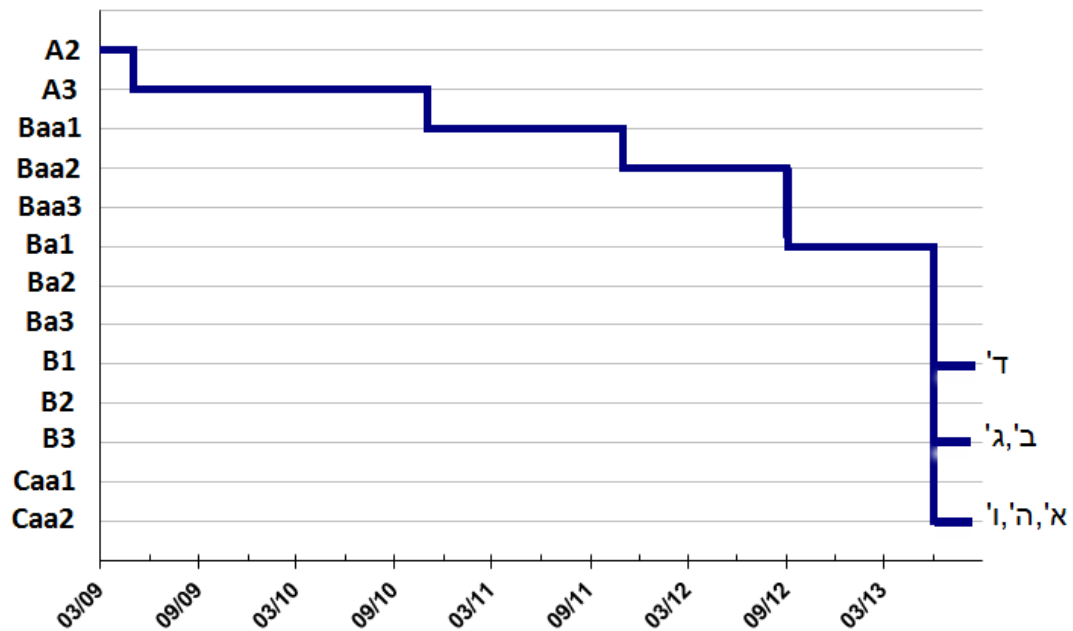
- ירידה משמעותית לאורך זמן ברמת המינוף
- הצגת יכולת קבלת תזרימי מזומנים בסכומים מהותיים מבז"ן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי-שיפור או הרעה נוספת ברמת הנזילות
- שיעור הפסד גבוה יותר מהנחות מידרוג בדירוג הנוכחי

אודות החברה

מפ"ב הינה חברת אחזקות אשר אחזקתה העיקרית הינה אחזקה ב 30.72% מהון המניות של בז"ן (במישרין ובאמצעות חברה בת בבעלות מלאה). מפ"ב הינה חברה ציבורית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לני"ע בת"א. בעלי השליטה בחברה הינם מודגל תעשיות (99) בע"מ (60.91% בהון המניות ובזכויות ההצבעה). בעלי עניין נוספים בחברה הינם בז"ן (12.29%) וכתר פלסטיק (6.67%). בעלי השליטה במודגל תעשיות (99) בע"מ הינם, בחלקים שווים, וגימא השקעות בע"מ (קבוצה בבעלות יעקב גוטנשטיין - 37.5%, אלכס פסל - 37.5%, מיכה לזר - 12.5% ואריה זילברברג - 12.5%, ואי די. פדרמן החזקות בע"מ - חברה בבעלות בני משפחת דייד פדרמן.



דוחות קשורים

- [מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, דוח מעקב, אוקטובר 2012](#)
- [הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידים - דוח מיוחד, פברואר 2009](#)
- [דירוג חוב בהינתן כשל פירעון - דוח מיוחד, נובמבר 2009](#)

המסמכים מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדו"ח: 11/06/13

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 שאלה 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: CHP040613000M

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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 במישורין 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 צריכה 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 שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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.