



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

מעקב | אוקטובר 2012

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

אופק דירוג: שלילי	Ba1	דירוג סדרות
-------------------	-----	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות א' - ו') שהנפיקה מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") מ-Baa2 ל-Ba1, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה, כמפורט להלן:

בטוחות	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2012, באלפי ש"ח	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה המקורית	מספר נייר ערך	סדרות אג"ח
אין	2012-2015	79,379	מדד	5.7%	8/2005	לא סחיר	א'
ראה (1)	2017-2023	592,241	מדד	5.1%	12/2006	7560048	ב'
ראה (2)	2017-2023	261,153	שקלי	6.7%	12/2006	7560055	ג'
ראה (3)	2013-2016	108,889	מדד	8.0%	06/2009	7560089	ד'
אין	2012-2015	235,053	שקלי	משתנה ממשל 3.8%+0817	08/2009	7560089	ה'
אין	2014-2018	312,096	שקלי	משתנה ממשל 5.7% + 0520	07/2010	7560097	ו'

(1) להבטחת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ב') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 172,218,770 מניות בז", 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", 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", המוחזקות על ידי PCH.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו לאי שיפור מספק בגמישות הפיננסית של החברה ובנראות המקורות ארוכי הטווח לשירות החוב. אנו מעריכים את נזילות החברה ואת נגישות החברה למקורות מימון כנמוכה, בין השאר על רקע רמת מינוף גבוהה מאוד נוכח חולשה מתמשכת במניית בז". החברה נערכה בחודשים החולפים לשיפור הנזילות וגייסה הלוואה מקרן בראשית בהיקף של כ-120 מיליון ש"ח בשיעור ריבית שנתית של 7.25% בתוספת הצמדה למדד. המשך המגמות השליליות בשוקי ההון ואי שיפור משמעותי בתשואות האג"ח של החברה עלולים להקשות על החברה לגייס חוב לצורך מיחזור התחייבויותיה.

ביום 2.10.2012 דווחה החברה על חתימת הסכם למכירת אחזקותיה באבגול לקרן השקעות זרה. העסקה כוללת מכירת 137 מיליון מניות אבגול (מכך כ-65.5 מיליון מניות המוחזקות על ידי החברה והיתר נובעות מימוש אופציה ומרכישה מצדדים שלישיים) תמורת 0.78 דולר למניה ובתמורה נטו בסך כ-274 מיליון ש"ח (לפני השפעת מס). בנוסף תהא החברה זכאית לתשלום נוסף המותנה ב-EBITDA של אבגול בשנת 2013, אשר עשוי להגיע לסך של כ-70 מיליון ש"ח לפני השפעת המס. תמורת המימוש תוביל לשיפור בנזילות ולהקטנת החוב הפיננסי נטו, אך נוכח החולשה במניית בז"ן כאמור יחס המינוף יוותר גבוה גם לאחר המימוש. להערכת מידרוג, הצורך של החברה במימוש נכסים לצורך שירות החוב משקף מאפיינים ספקולטיביים באיכות האשראי של החברה.

עם מימוש אחזקתה של החברה באבגול, צפויה החברה להיוותר עם בז"ן כאחזקתה היחידה. להערכתנו, סיכון האשראי של בז"ן הנו בינוני; מחד, בז"ן הנה בעלת מעמד עסקי חזק בישראל ומאידך, פעילותה מתאפיינת בתנודתיות גבוהה בתוצאות הכספיות וביכולת נמוכה לחזות את התוצאות גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. בז"ן הציגה בשנה האחרונה שחיקה מתמשכת בביצועים התפעוליים נוכח מרווחי זיקוק נמוכים, מרווחי פטרוכימיה בשפל ומחסור בגז טבעי. במהלך



החציון הראשון לשנת 2012, רשמה מפ"ב הפסד בגין חלקה בבז"ן המסתכם לסך של כ- 133 מיליון ש"ח ובגין ארבעת הרבעונים האחרונים רשמה מפ"ב הפסד בגין חלקה בבז"ן בסך של כ- 233 מיליון ש"ח. יצוין כי במהלך רבעון שני 2012, בעקבות עסקה למכירת מלאי ושינוי בתנאי אשראי ספקים, הציגה בז"ן גידול משמעותי ביתרות הנזילות.

במהלך רבעון שני 2012, הפנו רואי החשבון של בז"ן את תשומת הלב בפסקת חוות הדעת לאי עמידתה של כאו"ל (חברה בת בבעלות מלאה של בז"ן) באמות מידה פיננסיות. במהלך שנת 2012, מיצובה העסקי והפיננסי של כאו"ל נשחק ובמידה ולא ישתפר עשויה בז"ן לתמוך בכאו"ל. לאור האתגרים בפניהם ניצבת בז"ן ושינוי באמות המידה הפיננסיות מול הבנקים המממנים של בז"ן, עדכנה מפ"ב את מועד קבלת הדיבידנד מבז"ן משנת 2013 לשנת 2014.

בז"ן מצויה בסיומה של תוכנית השקעות רב-שנתית, אשר במרכז הקמת מתקן חדש לייצור דלקים נקיים ("מידן"), אשר צפוי להתחיל ולפעול באופן מלא בדצמבר 2012. תוכנית ההשקעות לוותה בנידול מהותי בהיקף החוב הפיננסי של בז"ן בשנות ההקמה. לצד זאת, תוכנית ההשקעות מיועדת להגדיל את מורכבות הפיצוח של בית הזיקוק ולשפר את מרווח הזיקוק והתזרים התפעולי במידה ניכרת. להערכת מידרוג, עם הפעלת המידן והגדלת ניצולת הגז הטבעי עתידה בז"ן להציג שיפור בתוצאותיה. עם זאת, בז"ן פועלת בענף מחזורי ותנודתי, ויכולתה להציג לאורך זמן שיפור בתוצאותיה תלויה במידה ברבה בגורמים אשר שליטתה בהם מוגבלת, כדוגמת זמינות הגז הטבעי. להערכת מידרוג, היקף הדיבידנדים מבז"ן הנו מוגבל בטווח הנראה לעין, לאור צרכי שירות חוב גבוהים בבז"ן ואמות מידה פיננסיות מגבילות מצד הבנקים המממנים.

לאחר השלמת העסקה למכירת האחזקה באבגול יסתכמו היתרות הנזילות של מפ"ב פרופורמה בכ- 415 מיליון ש"ח. לעומת זאת, צרכי שירות החוב של החברה בחציון השני לשנת 2012 ובשנת 2013 כולה, מסתכמים בכ- 150 מיליון ש"ח ובכ- 240 מיליון ש"ח, בהתאמה. מימוש האחזקה באבגול מותיר בידי מפ"ב מקורות נזילים לשירות החוב עד לתום רבעון ראשון 2014, כאשר שירות החוב החל מרבעון שני 2014, מתבסס על פי התחזיות האחרונות של החברה, בין השאר על קבלת דיבידנד מבז"ן.

רמת המינוף של החברה, המתבטאת ביחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של אחזקותיה, הנה גבוהה מאוד, הן על בסיס שווי השוק בסמוך למועד דוח זה (כ-120%) והן על בסיס שווי שוק ממוצע 24 חודשים אחרונים (97%). המינוף הגבוה מעיב על גמישותה הפיננסית של החברה. לחברה כ-113 מיליון מניות בז"ן חופשיות משעבוד¹ (כ-5% מההון המונפק של בז"ן) ששוויין נשחק בשנה האחרונה והוא מסתכם נכון למועד דו"ח זה בכ- 190 מיליון ש"ח.

תחזית הדירוג השלילית משקפת את אתגרי הנזילות העומדים בפני החברה בטווח הזמן הבינוני ואת האי וודאות לגבי יכולת קבלת דיבידנדים מבז"ן בטווח הזמן הבינוני.

¹ כולל 10 מיליון מניות שצפויות להשתחרר משעבוד עם השלמת עסקת אבגול.

מפעלים פטרוכימיים (סולו מורחב) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/06/2012	
2,524	2,353	2,450	2,325	שווי אחזקות בספרים
1,598	2,171	1,683	1,600	שווי שוק של האחזקות ליום המאזן
1,670	1,719	1,930	1,988	חוב פיננסי
47	59	186	163	מזומנים ושווי מזומנים
102%	76%	105%	113%	חוב פיננסי נטו / שווי שוק אחזקות
923	709	686	521	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1.81	2.42	2.81	3.82	חוב פיננסי/הון עצמי
698	(186)	(76)	(176)	רווח (הפסד) נקי
8	94	10	11	דיבידנדים שהתקבלו בתקופה מחברות מוחזקות
82	97	106	61	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

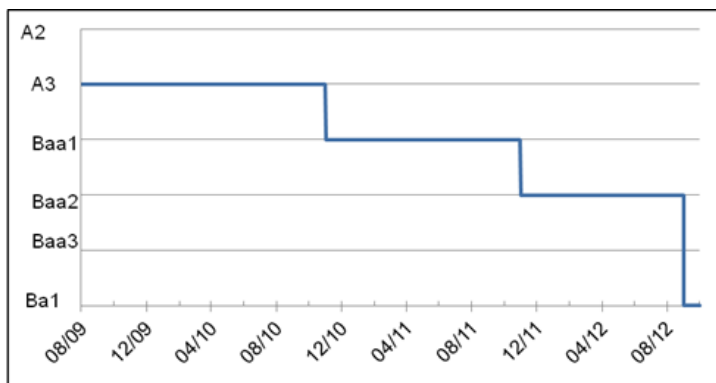
גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי-שיפור או הרעה נוספת ברמת הנזילות
- פגיעה במיצוב העסקי והפיננסי של בז"ן
- חלוקת דיבידנד לבעלי המניות אשר אינה כנגד דיבידנד מבז"ן ו/או כנגד תזרים לחברה סולו ממימוש

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). ביום 02/01/2012 דווח החברה על מימוש 23.99% מהון המניות של אבגול, העוסקת בייצור מוצרי בד לא ארוג לשוק ההיגיני. מפ"ב הינה חברה ציבורית אשר מנייתה רשומה 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 דיוד פדרמן.

היסטוריית דירוג (החל מ-1.1.2008)



דוחות קשורים

- מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, דוח מעקב, נובמבר 2011

המסמכים מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדו"ח: 04/10/2012

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: CHP041012000M

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") 2012.

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.