

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

פעולת דירוג | פברואר 2010

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

אופק דירוג: שלי	A3	דירוג סדרה
-----------------	----	------------

מידרוג מעניקה דירוג A3 באופק דירוג שלי לאגרות חוב בסך של עד 190 מיליון ש"ח ערך נקוב ששוקלת לגייס מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה"). תמורת גיוס אגרות החוב תשמש את החברה למיחזור חוב פיננסי בשנה הקרובה, בעיקר לתאגיד בנקאי ובחלקו כנגד שחרור חלק מהנכסים המשועבדים כיום לטובת התאגיד הבנקאי. הצבת אופק הדירוג השלישי נובעת בעיקר בשל הנזילות הנמוכה בחברה, הבאה לידי ביטוי בהיעדר יתרות נזילות בהיקף מהותי ובשיעור גבוה של נכסים משועבדים. מפ"ב צפויה להמשיך ולפעול בטווח הזמן הקרוב לשחרור נכסים משועבדים נוספים, בהיקף מהותי, כנגד צמצום נוסף בחוב הבנקאי ובמטרה לשפר את רמת הנזילות. היעדר שיפור משמעותי ברמת הנזילות בטווח הזמן הקרוב עלול להוביל להורדת הדירוג.

הסיכונים העיקריים בפעילות החברה כוללים רמת נזילות נמוכה כאמור לעיל, התבססות על מניות בתי זקוק לנפט בע"מ (בז"ן) כנכס עיקרי לצורך שירות החוב וכן רמת מינוף גבוהה.

הדירוג נתמך באחזקה אסטרטגית בגרעין השליטה בבז"ן שהינה בעלת מיצוב עסקי גבוה ומעמד תחרותי חזק בישראל, הנובע מחשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית של בית הזיקוק הגדול בישראל למשק המקומי בשילוב עם עמדה דומיננטית באספקת דלקים לשוק המקומי. לצד זאת, בז"ן עומדת בפני השקעות גבוהות בתוכנית אסטרטגית רב שנתית, אשר במרכזה הקמת פצחן מימני, שתלווה בגידול מהותי ברמת החוב של בז"ן. תוכנית ההשקעות מיועדת להגדיל את מורכבות הפיצוח של בית הזיקוק ולשפר את מרווח הזיקוק והתזרים התפעולי במידה ניכרת החל משנת 2012. כמו כן, ענפי הזיקוק והפטרוכימיה מאופיינים בסיכון עסקי גבוה יחסית הנובע מהתנודתיות הגבוהה המאפיינת את תזרימי המזומנים. כיום נמצא ענף הזיקוק במהלכו של מחזור שלי, המאופיין בירידות מרווחים. תחזיות התזרים של בז"ן, כפי שפורסמו בהערכת שווי כלכלית שבוצעה לבז"ן ולכרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל") בחודש אוקטובר 2009 על ידי משרד פרופ' יצחק סוארי לצורך עסקת המיזוג, צופות שיפור ניכר ברווח הנקי ובתזרימי המזומנים של בז"ן החל משנת 2012 בעקבות השיפור הצפוי במרווחי הזקוק והפטרוכימיה, הפעלת הפצחן המימני, כניסה של גז טבעי לתפעול מתקני הייצור וסינרגיה הנובעת ממיזוג בז"ן וכאו"ל (אשר תוצאותיה לא נכללו בהערכת השווי). על פי הסכם השליטה המשותפת של מפ"ב והחברה לישראל, שהינן בעלות השליטה בבז"ן, הן יפעלו כך שבז"ן תאמץ ותבצע מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור שלא יפחת מ-75% מהרווח הנקי הראוי והמותר לחלוקה בכפוף להוראות כל דין, ולמגבלות הנוגעות למימון תוכנית ההשקעות בבז"ן.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 9/2/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

הדירוג חל על כל סדרות האג"ח במחזור כמפורט להלן:

סדרה	מס' ני"ע	ע.ג. 12/09	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 9/09 במיליוני ש"ח	שנות פרעון	בטוחות
א'	לא סחיר	100.0	5.2%	מדד	113.5	2009-2015	אין
ב'	7560048	500.0	5.1%	מדד	557.7	2017-2023	ראה (1)
ג'	7560055	200.0	6.7%	שקלי	200.0	2017-2023	ראה (2)
ד	7560089	120.0	8.0%	מדד	123.2	2012-2016	ראה (3)
ה'	7560089	60.0	משתנה ממשל 0817	-	60.0	2012-2015	אין

(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 65,573,770 מניות בז"ן המוחזקות על ידי PCH. (3) לטובת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ד') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 77,142,857 מניות בז"ן המוחזקות על ידי PCH.

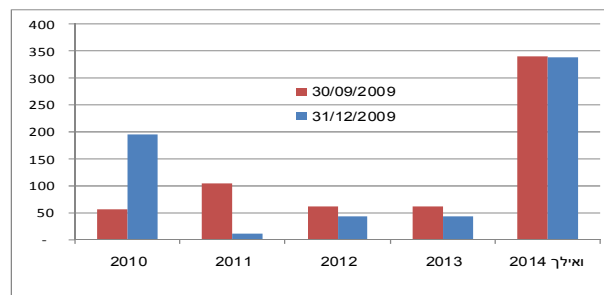
התפתחויות עיקריות¹

השלמת עסקת המיזוג וקבלת היתר שליטה בבז"ן

ביום 30/12/09 הושלמה עסקת המיזוג במסגרתה רכשה בז"ן את כל החזקות מפ"ב בכאוו"ל ובתמורה הקצתה בז"ן למפ"ב 431,610,944 מניות רגילות של בז"ן המהוות לאחר הקצאתם של 17.75% מהון המניות של בז"ן ("מניות ההקצאה"), כך שלאחר ההקצאה מחזיקה מפ"ב בכ-30.72% מהון המניות של בז"ן. בנוסף, נחתמה בין מפ"ב והחברה לישראל תוספת להסכם השליטה המשותפת בבז"ן והתקבלו האישורים הנדרשים לתיקון ההסכם לשליטה משותפת בבז"ן.

שינוי בפריסת המימון הבנקאי

בד בבד עם השלמת עסקת המיזוג נחתם בין החברה לבין תאגיד בנקאי הסכם מימון חדש, במסגרתו הוגדר מבנה אשראי בנקאי בסכום כולל של כ-608 מיליון ש"ח לצד המשך הלוואה קיימת בסך של כ-24 מיליון ש"ח. במסגרת זו שעבדה החברה בשעבוד קבוע לטובת הבנק את מניות ההקצאה, את כל מניות אבגול וכן התחייבה החברה שלא ליצור שעבוד שוטף כללי על נכסיה. בנוסף, התחייבה החברה לעמידה באמות מידה פיננסיות חדשות, לרבות בנגוע לחלוקת דיבידנדים. הסכם מימון העמים על החברה פירעונית גבוהים בשנת 2010, בין השאר כנגד שחרור בטוחות על ידי התאגיד הבנקאי, לצד הקלה בפירעונית בשנים 2011-2010. להלן תרשים לוח הסילוקין (קרן בלבד) של התחייבויות החברה ליום 31/12/09 בהשוואה ללוח הסילוקין ליום 30/9/09 ערב הסכם המימון (במיליוני ש"ח):



רמת מינוף גבוהה

היחס בין החוב הפיננסי ליום 31/12/2009 בסך של כ-1,686 מיליון ש"ח (מכך כ-632 מיליון ש"ח לבנקים וכ-1,054 מיליון ש"ח למחזיקי אגרות חוב) לבין סך שווי הנכסים לפי שווי שוק נוכחי מוערך בכ-98%. לפי הערכת שווי כלכלית שבוצעה לבז"ן ולכאוו"ל באוקטובר 2009 לצורך עסקת המיזוג, ועל פיה נקבע יחס החלפת המניות, נאמד יחס החוב הפיננסי לשווי הנכסים בכ-55%.

¹ מאז דוח פעולת הדירוג האחרון בחודש מאי 2009 - ראה גם באתר מידרוג www.midrog.co.il

רמת נזילות נמוכה

צרכי שירות החוב של החברה (ריבית וקרן) בשנים 2010 ו-2011 נאמדים בכ-290 מיליון ש"ח ובכ-160 מיליון ש"ח, בהתאמה. המקורות העיקריים לשירות החוב בשנים אלו צפויים לנבוע מההליכים למחזור חוב בשוק ההון כנגד פרעון התחייבויות לתאגיד בנקאי ושחרור חלק מהנכסים המשועבדים. השלמת מהלכים אלו צפויה להגדיל במידה משמעותית את יתרות המזומנים בחברה ו/או את הנכסים הלא משועבדים, מבלי להגדיל את החוב הפיננסי נטו. גיוס האג"ח ששוקלת החברה כיום הינו שלב ראשון של מהלכים אלו. כאמור, החברה מעריכה כי בטווח הזמן הקרוב תפעל להגדלה משמעותית של רמת הנזילות והגמישות הפיננסית בדרך של גיוס מקורות נוספים לצורך פרעון חלקי נוסף לתאגיד הבנקאי, כנגד שחרור בטחונות נוספים בהיקף מהותי. מקור מהותי נוסף בשנת 2010 הינו דיבידנד מבז"ן שהחברה צופה לקבל.

אופק הדירוג

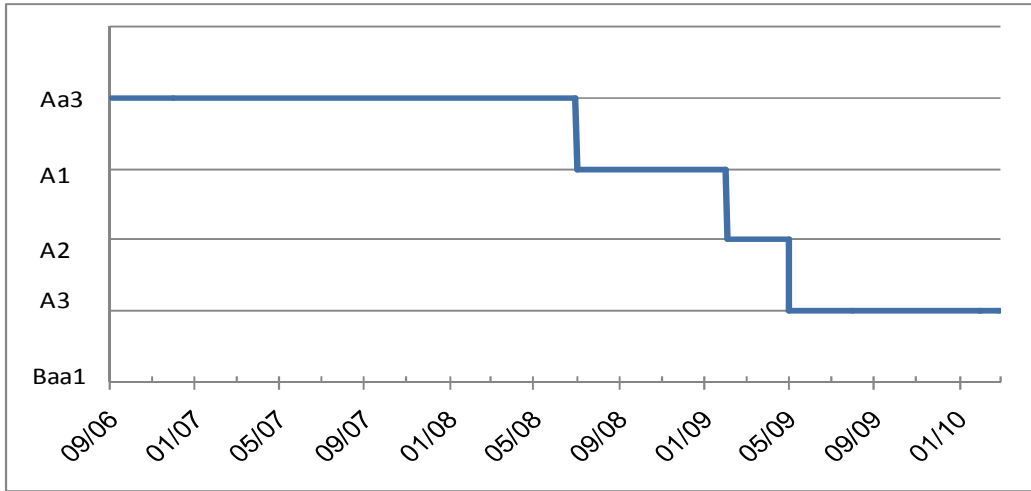
גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- ירידה ברמת המינוף

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור משמעותי ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- פגיעה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקות הליבה שתבטא ביחסי כיסוי תזרימיים חלשים לחברה לאורך זמן
- מגבלות על חלוקת דיבידנד מבז"ן

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.	

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 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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHP010210190M

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") 2010.

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 שבכוונתו 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 מודיס (Moody's להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.