



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2010

מחברת:

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

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

מידרוג מעניקה דירוג A3 באופק דירוג שלילי לאגרות חוב בסך של עד 180 מיליון ש"ח ערך נקוב ששוקלת לגייס מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") באמצעות סדרה חדשה של אגרות חוב. תנאי אגרות החוב טרם נקבעו. מח"מ הסדרה צפוי לעמוד על כ- 5 שנים. סך של כ- 130 מיליון ש"ח מתמורת גיוס אגרות החוב תשמש את החברה בזמן הקרוב לפירעון מוקדם וולנטרי של חלק מהלוואה בנקאית בתמורה לשחרור משעבוד של כ-140 מיליון מניות בז"ן וכ-38 מיליון מניות אבגול המשועבדות כיום לטובת הבנק (וששווי השוק הנוכחי שלהן הינו כ-312 מיליון ש"ח וכ-88 מיליון ש"ח, בהתאמה). יתרת תמורת הגיוס תשמש את החברה למימון השוטף.

הותרת אופק הדירוג השלילי הינה בשל רמת הנזילות הנמוכה בחברה, הבאה לידי ביטוי בהיעדר יתרות נזילות בהיקף מהותי, היעדר מקורות תזרימיים שוטפים וצורך בגיוס מקורות חיצוניים על מנת לשרת צורכי מימון שוטפים ופירעון חוב. לצד זאת נציין כי השימוש המתוכנן בתמורת הגיוס לצורך פירעון לבנק בתמורה לשחרור משעבוד בהיקף ניכר, כאמור לעיל יביא לשיפור בנזילות ובגמישות הפיננסית. בהתייחס למניות בז"ן שתשחרר החברה משעבוד לאחר הפירעון המוקדם כאמור לעיל, יש לקחת בחשבון כי קיימות מגבלות על מימוש מניות אלו כל עוד הן נמנות על מניות גרעין השליטה בבז"ן. כמו כן יש לציין כי על פי תנאי אישור רשות המסים, במסגרתו ניתן פטור ממס בגין רווח הוון מעסקת מיזוג כאו"ל ובז"ן, הותנה הפטור האמור ממס בחובת המשכיות האחזקה בהן עד ליום 31.12.2011.

הסיכונים העיקריים בפעילות החברה כוללים רמת נזילות נמוכה כאמור לעיל, התבססות על מניות בז"ן כנכס עיקרי לצורך שירות החוב ורמת מינוף גבוהה.

הדירוג נתמך באחזקה אסטרטגית בגרעין השליטה בבז"ן שהינה בעלת מיצוב עסקי גבוה ומעמד 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 גדולות במסגרת תוכנית השקעות אסטרטגית רב שנתית, אשר במרכז הקמת פצחן מימי, 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. ענפי הזיקוק והפטרוכימיה מאופיינים בסיכון עסקי גבוה יחסית הנובע ממחזוריות במרווחי הזיקוק והפטרוכימיה ובתזרימי המזומנים. כיום נמצאים ענפי הזיקוק והפטרוכימיה במהלכו של מחזור שלילי, המאופיין במרווחים נמוכים יחסית. 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 שיפור במרווחי הזיקוק והפטרוכימיה עקב כניסת ענפים אלה למחזור חיובי, תחילת הפעלת הפצחן המימני וכניסה של גז טבעי לתפעול מתקני הייצור וסינרגיה הנובעת ממיזוג בז"ן וכאול"ל (אשר תוצאותיה לא נכללו בהערכת השווי). על פי הסכם השליטה המשותפת בבז"ן, מפ"ב והחברה לישראל, שהינן בעלות השליטה בבז"ן, יפעלו לכך 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 25/4/2010. 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 סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה כמפורט להלן:

סדרה	מס' ני"ע	ע.ג. 03/10	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 3/10 במיליוני ש"ח	שנות פרעון קרן	בטוחות
א'	לא סחיר	100.0	5.2%	מדד	112.4	2009-2015	אין
ב'	7560048	500.0	5.1%	מדד	552.4	2017-2023	ראה (1)
ג'	7560055	200.0	6.7%	שקלי	200.0	2017-2023	ראה (2)
ד'	7560089	120.0	8.0%	מדד	122.0	2012-2016	ראה (3)
ה'	7560089	250.0	משתנה ממשל 0817	-	250.0	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.

אופק הדירוג

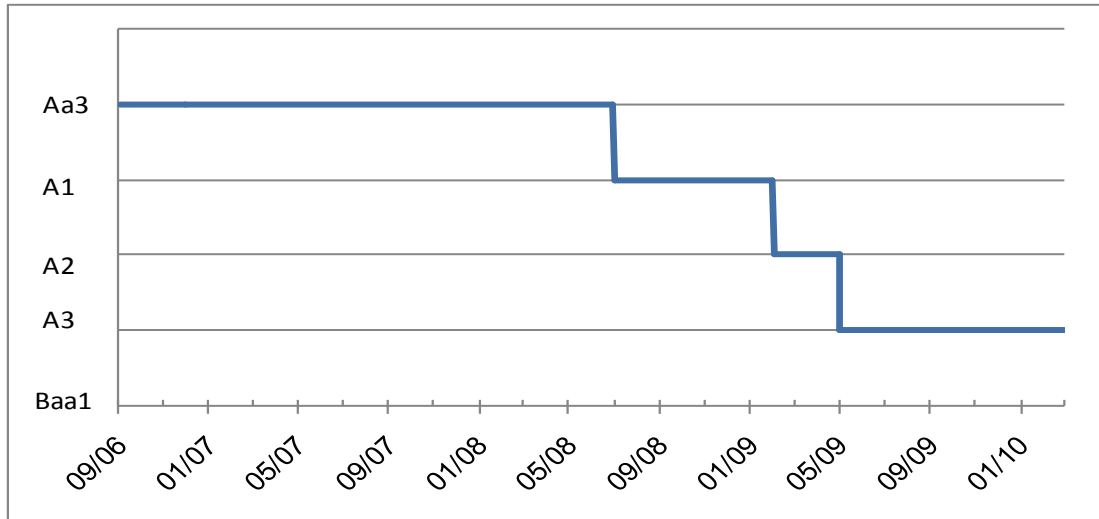
גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית
- ירידה ברמת המינוף

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור משמעותי ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- היעדר ירידה ברמת המינוף כפי שהיא נמדדת ביחס החוב לשווי השוק של מניות בז"ן
- פגיעה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקות הליבה שתבטא ביחסי כיסוי תזרימיים חלשים לחברה לאורך זמן
- מגבלות על חלוקת דיבידנד מבז"ן

היסטוריית דירוג



סולם דירוג התחייבויות

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

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 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 כשישור 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 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.