



# מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

מעקב | נובמבר 2011

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

אופק דירוג: שליילי	Baa2	דירוג סדרה
--------------------	------	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות א' - ו') שהנפיקה מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") מ-Baa1 ל-Baa2, תוך הותרת אופק הדירוג השליילי.

הורדת הדירוג משקפת את השחיקה בגמישות הפיננסית של החברה, נוכח המגמות השליליות בשוקי ההון בישראל ובעולם, העשויות להקשות על החברה למחזר התחייבויות, וזאת כאשר ברקע רמת הנזילות אינה מספקת לתקופה העולה על שנה. במקביל, רמת המינוף של החברה נותרה גבוהה מאוד ואף עלתה בתקופה האחרונה, על רקע הירידה בשווי השוק של מניית בז"ן. רמת המינוף ורמת הנזילות של החברה, המהוות אינדיקטורים מרכזיים בדירוג חברות מסוגה, הינן נמוכות בהשוואה לחברות ה-peer-group.

הורדת הדירוג המתונה יחסית הינה נוכח זאת שהחברה פועלת במספר דרכים לשיפור הנזילות, אשר עשויות לבוא לידי ביטוי בטווח הזמן הנראה לעין.

רמת הנזילות של החברה לא שופרה והיא נסמכת במידה גבוהה על מיחזור התחייבויות בשוק ההון ובמערכת הבנקאית. יתרת המזומנים של החברה ליום 30.06.2011 הסתכמה בכ-269 מיליון ש"ח, שנבעו בעיקר מגיוס אג"ח במהלך רבעון ראשון 2011 ובחלקה ממימוש כ-3.11% מאחזקתה באבגול, תמורת כ-38 מיליון ש"ח. צרכי שירות החוב (ריבית וקרן) לארבעת הרבעונים הקרובים מסתכמים בכ-175 מיליון ש"ח ובטווח של 6 רבעונים גדלים לכ-380 מיליון ש"ח. יש להדגיש כי מרבית צרכי שירות החוב בתקופה הקרובה הינן הוצאות ריבית, בשונה מפירעון קרן, עובדה המחריפה את מצוקת הנזילות.

לצד זאת נדגיש כי לחברה מרכיב משמעותי של מניות בז"ן ואבגול אשר חופשיות משעבוד, בשווי של כ-500 מיליון ש"ח, לפי מחירי השוק בסמוך למועד דוח זה. בנוסף, לחברה אופציה לרכישת כ-21% ממניות אבגול, בשווי של כ-90 מיליון ש"ח, המסווגת במאזני החברה כנכס פיננסי לזמן ארוך, אך ניתנת למימוש החל מהטווח המיידי.

רמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של האחזקות, עלתה נוכח מגמה של ירידה במחיר מניית בז"ן. על בסיס שווי שוק המניות ל-24 החודשים האחרונים עומד היחס על 94% ועל בסיס מחירי השוק הנוכחיים עומד היחס על 92%.

לחברה תיק אחזקות ריכוזי עם תלות גבוהה באחזקה בבז"ן, המהווה כ-90% משווי האחזקות. הדירוג נתמך באחזקה אסטרטגית בגרעין השליטה בבז"ן, שהינה בעלת מעמד עסקי חזק בישראל. בז"ן מצויה בעיצומה של תוכנית השקעות רב-שנתית, אשר במרכזה הקמת מתקן חדש לייצור דלקים נקיים ("מידן"), הצפוי להסתיים במהלך רבעון שני 2012. השקעות אלו מלוות בגידול מהותי ברמת החוב 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, עם הפעלת המידן. במקביל, החלה בז"ן לייצר באמצעות גז טבעי החל מרבעון שלישי 2011, וזאת לעתים על בסיס שימוש בגז טבעי יקר, המסופק לה מים תטיס בהסכם מסגרת אשר נחתם כגיבוי להסכם עם ספק הגז המצרי. מידרוג רואה בחזרת הגז המצרי במתכונתו הנוכחית, גורם בעל השפעה ניטראלית על בז"ן, עקב אי הוודאות וסיכון ההפרעה הגבוה הכרוך בפעילות הספק המצרי. לבז"ן יכולת מוגבלת לחלק דיבידנדים עד להשלמת פרויקט המידן, וזאת כיוון שהיא נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות מול הבנקים המממנים.

ענפי הזיקוק והפטרוכימיה מאופיינים בתנודתיות רבה של המרווחים ובשילוב רמת המינוף הגבוהה המאפיינת את בז"ן, הדבר גוזר יכולת מוגבלת לחלק דיבידנדים באופן פרמננטי. הנחת העבודה השמרנית של מידרוג הינה כי לא תתבצע חלוקת דיבידנדים מבז"ן לפני שנת 2013.



הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מהאתגרים בתחום הנזילות, בדגש על יכולת מיחזור החוב, לאור החולשה בשוק ההון, הצפויה להימשך בטווח הנראה לעין. בטווח הבינוני-ארוך אנו מצפים כי תקבולי דיבידנד בסכומים מהותיים מבז"ן ישמשו להקטנת החוב הפיננסי.

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

סדרה	מס' ני"ע	ע.ג. 30/06/11	ריבית נקובה	הצמדה	שנות פירעון קרן	בטוחות
א'	לא סחיר	67.0	5.2%	מדד	2009-2015	אין
ב'	7560048	500.0	5.1%	מדד	2017-2023	ראה (1)
ג'	7560055	200.0	6.7%	שקלי	2017-2023	ראה (2)
ד	7560089	120.0	8.0%	מדד	2012-2016	ראה (3)
ה'	7560089	298.0	משתנה ממשל 3.8%+0817	שקלי	2012-2015	אין
ו'	7560097	312.0	משתנה ממשל 5.7% + 0520	שקלי	2014-2018	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.

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

31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	
47	59	269	מזומנים ושווי מזומנים
1,645	2,212	1,827 (*)	שווי שוק של האחזקות ליום המאזן
1,670	1,719	1,945	חוב פיננסי
99%	75%	92%	חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות
923	709	595	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
698 (**)	(181)	(54)	רווח (הפסד) נקי
0	49	0	דיבידנדים שהתקבלו בתקופה מחברות מוחזקות
82	102	61	הוצאות ריבית לתקופה

(\*) שווי שוק אחזקות מעודכן ליום 31 באוקטובר 2011, וכולל שווי פנימי של הזכות לרכישת מניות אבגול, בסך של 91 מיליון ש"ח כפי שהוערכה בספרי החברה ליום 30.6.2011

(\*\*) כולל רווח ממוינטין שלילי בסך של כ- 341 מיליון ש"ח בגין השקעה בחברה כלולה

**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג:**

- שיפור ברמת הנזילות אל מול צורכי שירות החוב
- ירידה ברמת המינוף
- הצגת יכולת קבלת תזרימי מזומנים בסכומים מהותיים ולאורך זמן מהחברות המוחזקות

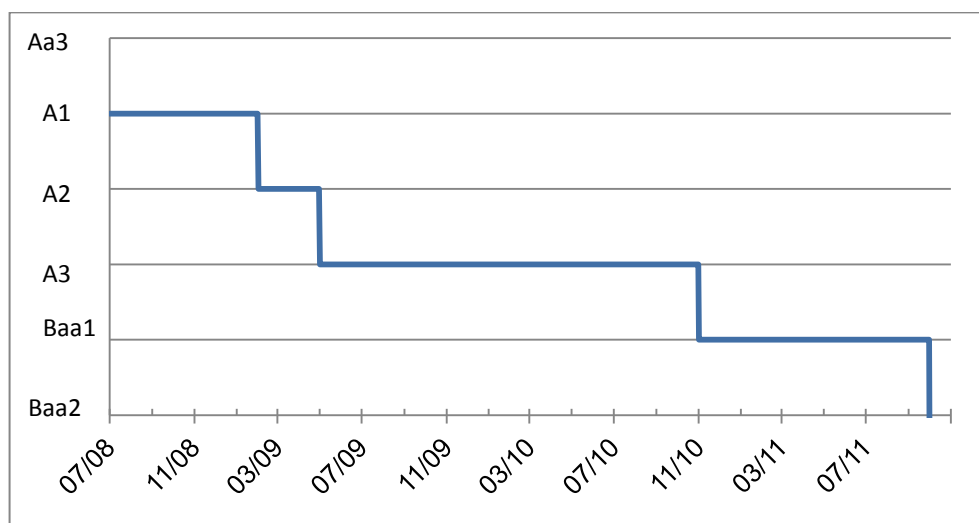
**גורמים העלולים לפגוע בדירוג:**

- אי-שיפור או הרעה נוספת ברמת הנזילות
- פגיעה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקות הליבה, שתתבטא ביחסי כיסוי תזרימיים חלשים לחברה לאורך זמן ואי עמידה בתחזיות קבלת דיבידנדים
- 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 אחזקותיה העיקריות הינן 30.72% מהון המניות של בז"ן (במישרין ובאמצעות חברה בת בבעלות מלאה), ו- 23.74% מהון המניות של אבגול, העוסקת בייצור מוצרי בד לא ארוג לשוק ההייגייני. 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 דיויד פדרמן.

## היסטוריית דירוג (החל מ-1.1.2008)



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 מאוד.	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.



דו"ח מספר: CHP041111000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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](http://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 לסיכוני 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.