



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2010

1

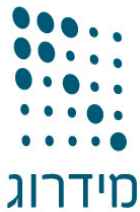
מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח אנליסטית בכירה
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

אופק דירוג: שלי	Baa1	דירוג סדרה
-----------------	------	------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו') שהנפיקה מפעלים פטרוכימיים ישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") מ-A3 ל-Baa1 תוך הותרת אופק הדירוג השלילי. הורדת הדירוג הינה בהמשך לכוונת החברה לגייס באמצעות הנפקת אג"ח סך של עד 180 מיליון ש"ח ערך נקוב בסדרות קיימות ו/או חדשות. מתוך תמורת ההנפקה, עד סך של כ-100 מיליון ש"ח, ישמש את החברה לשירות החוב (קרן וריבית), ומזה כ-30 מיליון ש"ח לפירעון קרן אג"ח והלוואות. היתרה תשמש לפעילות השוטפת. במידה והגיוס יבוצע בדרך של הרחבת סדרה ו', הקרן תיפרע בחמישה תשלומים שווים החל משנת 2014. הגיוס יכול שיבוצע בדרך של הנפקת סדרה חדשה של אגרות חוב, בתנאים שטרם נקבעו. בנוסף, ניתן הדירוג להנפקת אגרות חוב בסך של עד 180 מיליון ש"ח ערך נקוב, שיונפקו ע"י החברה במסגרת הצעת רכש חליפין לאחת מסדרות האג"ח הקיימות שאינן מובטחות בשעבוד למול סדרה ו' או למול הנפקת סדרה חדשה, ביחס המרה שלא יעלה על 1.1.

הורדת הדירוג נובעת מהגידול בחוב הכרוך בגיוס המתוכנן ו/או בהחלפת החוב, וזאת על רקע רמת מינוף גבוהה בחברה עוד ערב הגיוס.

הורדת הדירוג נובעת גם מרמת הנזילות הנמוכה בחברה, הנסמכת במידה גבוהה על יכולת החברה למחזר התחייבויות. צרכי שירות החוב של החברה (ריבית וקרן) בשנים 2011 ו-2012 נאמדים בכ-135 מיליון ש"ח ובכ-280 מיליון ש"ח, בהתאמה, בהתחשב בתוספת החוב ועפ"י לוח הסילוקין הקיים. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך להתמודד עם רמת נזילות נמוכה. לצד זאת נדגיש כי החברה עמדה בתוכנית המימון ושיפרה במידה ניכרת את רמת הגמישות הפיננסית על רקע החלפת הלוואות בנקאיות באג"ח ושחרור שעבדים של מניות נסחרות בהיקף ניכר. שווי הנכסים החופשיים משעבוד נכון למועד דוח זה (לפי מחיר השוק) הינו כ-510 מיליון ש"ח. בתוך כך נכללים כ-6% ממניות בז"ן בשווי של כ-320 מיליון ש"ח המהווים חלק מגרעין השליטה בבז"ן וכ-27% ממניות אבגול בשווי של כ-190 מיליון ש"ח.

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מכך שהחברה מאופיינת בהיעדר מקורות תזרימים שוטפים מספקים ובטווח הזמן הקצר נדרשת לגייס מקורות חיצוניים לצורך שירות החוב לרבות ריבית.

הדירוג נתמך באחזקה אסטרטגית בגרעין השליטה בבז"ן שהינה בעלת מיצוב עסקי גבוה ומעמד חזק בישראל. בז"ן מצויה בעיצומה של תוכנית השקעות רב שנתית, אשר במרכזה הקמת מתקן חדש לייצור דלקים נקיים ("המתקן החדש") הצפוי להסתיים במהלך רבעון שני 2012. השקעות אלו ילוו 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 החל מרבעון שני לשנת 2012. בנוסף, בז"ן מתכוונת להנות מירידה בעלויות הזיקוק כבר בשנת 2011 עם התחברות המתקנים לצנרת הגז טבעי. ענפי הזיקוק והפטרוכימיה מאופיינים בסיכון עסקי גבוה יחסית הנובע ממחזוריות במרווחי הזיקוק והפטרוכימיה. תחזיות התזרים של בז"ן, כפי שפורסמו בהערכת שווי כלכלית שבוצעה לבז"ן ולכרמל אוליפנים בע"מ בחודש אוקטובר 2009 על ידי משרד פרופ' סוארי, צופות שיפור ניכר ברווח הנקי ובתזרימי המזומנים של בז"ן החל משנת 2011 בעקבות שיפור במרווחי הזיקוק והפטרוכימיה, כניסת הגז הטבעי וסינרגיה הנובעת ממיזוג בז"ן וכרמל אוליפנים (אשר תוצאותיה לא נכללו בהערכת השווי) והחל ממחצית שנת 2012 בעקבות הפעלת המתקן החדש. 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. יש לציין כי, במהלך השנים 2010-2012, תקופת הקמת המתקן החדש, בז"ן רשאית לחלק דיבידנדים בסכום שלא יעלה על 50% מהרווח הנקי בכפוף לעמידה

באמות מידה פיננסיות ובכל מקרה לא יחולק דיבידנד בגין שנת 2011 ואילך אלא לאחר קבלת אישור בדבר סיום הקמת המתקן החדש.

ד"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18/11/2010. 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. 10/10	ריבית נקובה	הצמדה	שנות פירעון קרן	בטוחות
א'	לא סחיר	83.5	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	משתנה ממשל 3.8%+0817	-	2012-2015	אין
ו'	7560097	132.0	משתנה ממשל + 0520 5.7%	-	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.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג:

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

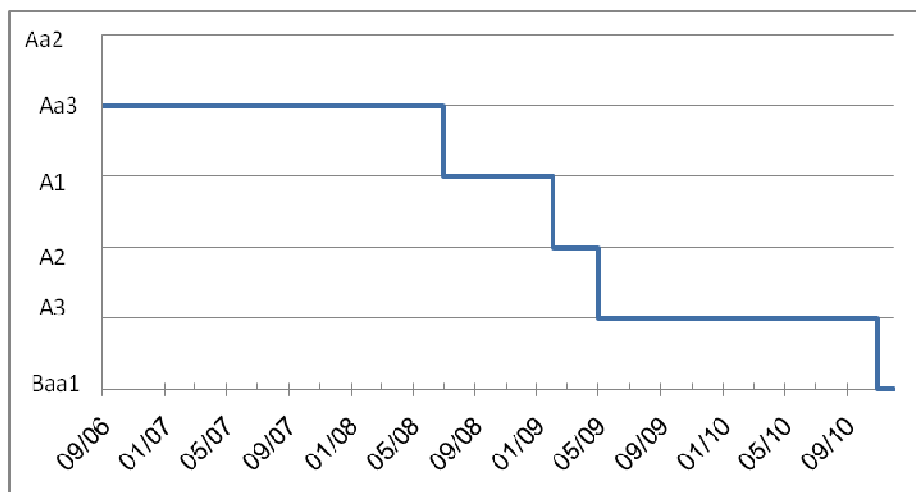
גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- הידרדרות ברמת הנזילות
- פגיעה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקות הליבה שתתבטא ביחסי כיסוי תזרימיים חלשים לחברה לאורך זמן ואי עמידה בתחזיות לרבות ביכולת לייצר דיבידנדים
- מגבלות על חלוקת דיבידנד מבז"ן מעבר לקיים כיום
- חלוקת דיבידנד לבעלי המניות אשר אינה כנגד דיבידנד מבז"ן/או כנגד תזרים לחברה סולו ממימוש

אודות החברה

מפ"ב הינה חברת אחזקות אשר אחזקותיה העיקריות כוללות 30.72% מהון המניות של בז"ן (במישרין ובאמצעות חברה בת בבעלות מלאה). כמו כן מחזיקה החברה 26.85% מהון המניות של אבגול העוסקת בייצור מוצרי בד לא ארוג לשוק ההיינדי. מפ"ב הינה חברה ציבורית אשר מנייתה 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%). בעלת השליטה במודגל תעשיות בע"מ הינה מודגל בע"מ (50.14%) הנשלטת על ידי גימא השקעות בע"מ (קבוצה בבעלות יעקב גוטנשטיין - 37.5%, אלכס פסל - 37.5%, מיכה לזר - 12.5% ואריה זילברברג - 12.5%) ועל ידי אי די. פדרמן החזקות בע"מ - חברה בבעלות בני משפחת דייד פדרמן.

היסטוריית דירוג



סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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 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 ביעוץ 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.