



# מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

מעקב | אוקטובר 2013

**מחברת:**

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

**אנשי קשר:**

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

## מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

Ca-C	דירוג סדרות
------	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינה (Credit Review) של דירוג אגרות החוב (סדרות א' - ו') שהנפיקה מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") תוך הורדת הדירוג כדלקמן: סדרה ד' הורדה מ-B1 ל-Ca סדרות ב' ו-ג' הורדה מ-B3 ל-Ca וסדרות א', ה' ו-ו' הורדה מ-Caa2 ל-C.

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

דירוג	בטוחות	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2013, באלפי ש"ח	ההצמדה תנאי	ריבית שנחית (נקובה %)	מועד הנפקה מקורית	מספר נייר ערך	סדרות האג"ח
C	אין	2013-2015	60,402	מדד	5.7%	8/2005	לא סחיר 7560014	א'
Ca	ראה (1)	2017-2023	597,596	מדד	5.1%	12/2006	7560048	ב'
Ca	ראה (2)	2017-2023	235,094	שקלי	6.7%	12/2006	7560055	ג'
Ca	ראה (3)	2013-2016	109,875 (*)	מדד	8.0%	06/2009	7560071	ד'
C	אין	2013-2015	176,290	משתנה	ממשל 3.8%+0817	08/2009	7560089	ה'
C	אין	2014-2018	312,096	משתנה	ממשל 0520 5.7% +	07/2010	7560097	ו'

(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 85,625,918 מניות בז"ן, המוחזקות בחלקן על ידי PCH ובחלקן על ידי החברה. (3) לטובת זכויות מחזיקי האג"ח (סדרה ד') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 53,772,264 מניות בז"ן, המוחזקות על ידי PCH. (\*) ביולי 2013 פרעה החברה כ-20 מיליון ש"ח. ע.ג.סדרה ד'.

### שיקולים עיקריים לדירוג

מאז חודש יוני 2013 דירוג החברה משקף כשל פירעון עפ"י הגדרתנו נוכח מתווה להסדר חוב ואי תשלום קרן אגרות חוב סדרות א' ו-ה' במועדה. ביוני 2013, הודיעה החברה כי היא מגבשת הצעה למתווה להסדר חוב למחזיקי האג"ח ולמלווים נוספים של החברה. מתווה הסדר החוב שנדון עד כה מצוי כיום בשלבי בחינה מחדש נוכח ההתפתחויות האחרונות במצבה של בז"ן, שהובילו את החברה בשיתוף הבנק המלווה העיקרי שלה ונציגות מחזיקי אגרות החוב לשקול השתתפות בהנפקת זכויות, מהלך שידרוש תכנון מחדש של המקורות והשימושים במסגרת ההסדר. נכון למועד דו"ח זה, קיימת אי ודאות לגבי מבנה המתווה שיוחלט.

מאז דו"ח המעקב הקודם חלה הרעה באיכות האשראי של בז"ן, הנכס העיקרי של מפ"ב, המחזיקה כ-30.72% ממניות בבז"ן, לרבות שותפות בגרעין השליטה עם החברה לישראל. בז"ן צפויה להציג חולשה בתוצאות התפעוליות, ולהערכתנו צפויה לחרוג בצורה משמעותית מהתחזיות לשנים 2013-2014. חריגה זו מטילה בספק את עמידתה באמות מידה פיננסיות מול הגורמים המממנים, ובז"ן קיבלה כתבי ויתור מהבנקים. פרופיל הנזילות של בז"ן נחלש אף הוא. ביום 19 באוקטובר 2013, דיווחה בז"ן על תוכנית התייעלות אשר היא צופה כי תוביל לחסכון משמעותי בהוצאות במהלך שנת 2014 וכן על הנפקת זכויות במחצית השנייה של חודש דצמבר 2013, בסך של כ-150 מיליון דולר.



יחס המינוף של מפ"ב הורע בצורה משמעותית בחודש האחרון וניצב על מעל ל-200% (ע"ב מחיר מניה ספוט) וכ-125% (ע"ב מחיר מניה ל-24 החודשים האחרונים) זאת - נוכח ירידה חדה של כ-20% במניית בז"ן במהלך השבועות האחרונים (כ-30% בשלושת החודשים האחרונים) על רקע ירידה חדה במרווחי הזיקוק אשר נמצאים כיום בשפל היסטורי.

בהמשך לירידה החדה בשווי נכס הבסיס, מידרוג ערכה מספר ניתוחי רגישות ועדכנה את גובה ההפסד הצפוי (EL) בכל אחת מסדרות האג"ח המדורגות.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי חלה עלייה בהפסד הצפוי בהשוואה להערכתנו הקודמת והוא עלול להגיע לטווח של 50%-30% מערך הפארי בסדרות ב', ג' ו-ד', (כאשר סדרות ב' ו-ג' מצויות בטווח העליון של ההפסד הצפוי, סביב 50%, ואלו סדרה ד' בטווח התחתון של ההפסד הצפוי, סביב 30%) ובסדרות א', ה' ו-ו' ההפסד הצפוי מוערך בטווח של 50%-100%.

תרחיש הבסיס לדירוג מתבסס על הקצאת נכסי החברה לפי מבנה השעבודים הקיים וחלוקה פארי פאסו של עודף הנכסים שאינם משועבדים בין הנושים לפי חלקם היחסי בחוב הנוטר. בתוך כך, מידרוג לא מניחה חלוקת דיבידנד מבז"ן בטווח הנראה לעין. יש לציין כי מחיר המניה הנו המשתנה העיקרי המשפיע על תרחיש הבסיס, והוא משתנה אקראי. תרחיש הבסיס של מידרוג הניח מחיר מניית בז"ן בטווח של 90-130 אגורות.

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

31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/06/13	
2,524	2,353	2,450	1,875	1,738	שווי אחזקות בספרים
1,598	2,171	1,683	1,496	812	שווי שוק של האחזקות ליום המאזן
1,670	1,719	1,930	1,909	1,915	חוב פיננסי
47	59	186	245	225(*)	מזומנים ופיקדונות מוגבלים בשימוש
102%	76%	105%	111%	205%	חוב פיננסי נטו / שווי שוק אחזקות
923	709	686	255	34	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1.81	2.42	2.81	7.49	56.31	חוב פיננסי/הון עצמי
698	(195)	(75)	(402)	(201)	רווח (הפסד) נקי
82	97	106	128	58	תשלומי ריבית נטו לתקופה

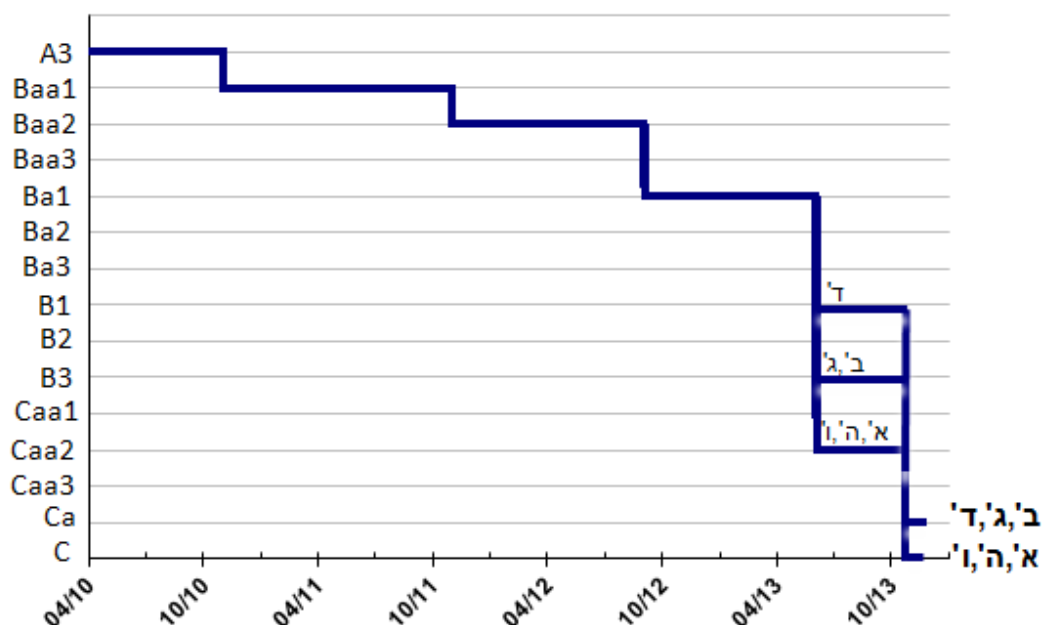
(\*) כולל פיקדונות בסך של כ-117 מיליון ₪ אשר על פי כללים חשבונאיים סווגו כפיקדונות מוגבלים בשימוש בתאגידים בנקאיים, אשר לתאגידים הבנקאיים עלולה לקום טענה לזכות עיכובן וקיזוז על כספים אלו עד לסילוק מלוא התחייבויותיה של החברה כלפיהם.

**אודות החברה**



מפ"ב הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקתה העיקרית הינה אחזקה ב 30.72% מהון המניות של בז"ן (במישרין ובאמצעות חברה בת בבעלות מלאה). 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 דיוויד פדרמן.

### היסטוריית דירוג (החל מ 2009)



### דוחות קשורים

- מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, דו"ח מעקב, יוני 2013
- הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידים - דוח מיוחד, פברואר 2009
- דירוג חוב בהיתן כשל פירעון - דוח מיוחד, נובמבר 2009

המסמכים מפורסמים באתר מידרוג [www.midrog.co.il](http://www.midrog.co.il)

סולם דירוג בהינתן כשל פירעון

ההפסד הצפוי עומד על כ- 0%	<i>B1</i> <i>ומעלה</i>
ההפסד הצפוי יכול להגיע לטווח של 0%-5%	<i>B2</i>
ההפסד הצפוי יכול להגיע לטווח של 0%-10%	<i>B3</i>
בהסתברות גבוהה ההפסד יגיע לטווח של 0%-5%	<i>Caa1</i>
בהסתברות גבוהה ההפסד יגיע לטווח של 10%-15%	<i>Caa2</i>
בהסתברות גבוהה ההפסד יגיע לטווח של 15%-30%	<i>Caa3</i>
בהסתברות גבוהה ההפסד יגיע לטווח של 30%-50%	<i>Ca</i>
בהסתברות גבוהה ההפסד יגיע לטווח של 50%-100%	<i>C</i>

תאריך הדו"ח: 29/10/13

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHP041013000M

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") 2013.

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](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 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.