

מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ

מידרוג מורידה את דירוג האג"ח (סדרות א', ב' ו- ג') של מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ ("מפ"ב" או "החברה") מדירוג Aa3 באופק שלילי לדירוג A1 באופק יציב. הורדת הדירוג נובעת מרמת המינוף הנגזרת ממבנה האחזקות הצפוי עם השלמת עסקת כאו"ל-בז"ן. האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מחברת :
סיגל יששכר
ראש צוות בכיר
i.sigal@midroog.co.il

סדרה	הצמדה	ריבית	יתרה ליוני 2008 מיליוני ש"ח	שנות פרעון	דירוג	בטוחות
א'	מדד	4.7%	143.5	2008-2015	A1 / יציב	אין
ב'	מדד	5.1%	528.6	2017-2023	A1 / יציב	ראה (1)
ג'	שקלי	6.7%	200.0	2017-2023	A1 / יציב	ראה (2)

(1) להבטחת זכויותיהם של מחזיקי אג"ח (סדרה ב') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 172,218,770 מניות בז"ן המוחזקות על ידי PCH. שווי השוק של מניות אלו ליום 27.7.2008 הינו כ-446 מיליון ש"ח (2) להבטחת זכויותיהם של מחזיקי אג"ח (סדרה ג') נרשם לטובת הנאמן שעבוד על 65,573,770 מניות בז"ן המוחזקות על ידי PCH. שווי השוק של מניות אלו ליום 27.7.2008 הינו כ-170 מיליון ש"ח.

אנשי קשר :
אביטל בר דיין
סמנכ"ל בכירה,
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

אופק דירוג יציב

הדירוג A1 והצבת האופק היציב נתמכים בגורמים הבאים: אחזקה מהותית בבז"ן, המוערכת על ידי מידרוג כבעלת מיצוב עסקי גבוה מאוד וברמת סיכון אשראי נמוכה, אם כי עלולה להיות מאופיינת בתנודתיות ברווחיות ובתזרים המזומנים. יש לציין כי האחזקה המהותית בבז"ן מותנית בהשלמת עסקת המיזוג, לרבות קבלת היתר שליטה בבז"ן, כמפורט להלן. לעניין זה יש לציין כי ככל שתושלם עסקת המיזוג ויתקבל היתר השליטה, בכוונת בעלי השליטה בבז"ן לפעול כך שבז"ן וחברות הבנות שלה יאמצו מדיניות דיבידנד לחלוקה של לפחות 75% מהרווח השנתי הראוי לחלוקה כדיבידנד לבעלי המניות; תיק אחזקות ריכוזי בעל אחזקה עיקרית אחת (solo asset); האיתנות הפיננסית הולמת את רמת הדירוג, על בסיס תחשיב יחס הכיסוי פרופורמה של מידרוג. הגדלת היקף החוב הכולל של החברה מעבר לחוב הפרופורמה תיבחן בין השאר אל מול ייעוד ההשקעות, גיוון תמהיל התיק ותזרימי המזומנים מההשקעות; שווי סחיר גבוה של תיק האחזקות, גם בהתחשב במגבלת מניות גרעין השליטה; מדיניות המינוף לצורך השקעות חדשות ומדיניות חלוקת דיבידנדים שאפיינו את החברה עד כה; יכולות מוכחות של ההנהלה ובעלי השליטה להשבת תיק האחזקות במהלכים עסקיים ופיננסיים מורכבים.

השבתת תיק האחזקות תוך גידול חד בחוב

בחודש מאי 2006 רכשה מפ"ב 49.4% ממניות סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס"), במהלך שעיקרו רכישת שליטה בקופת מזומנים של כ-285 מיליון דולר תמורת כ-165 מיליון דולר. הרכישה מומנה בהלוואת גישור מבנק. רכישת השליטה בסקיילקס שימשה בסיס לרכישת מניות בז"ן באמצעות חברה בת בבעלות מלאה של סקיילקס ("PCH"), Petroleum Capital Holdings Inc. בחודש דצמבר 2006 גייסה מפ"ב אג"ח (סדרה ב' וסדרה ג') בסך של כ-700 מיליון ש"ח לצורך החלפת המימון הבנקאי לרכישת סקיילקס. האג"ח דורג על ידי מידרוג Aa3 תוך הצבת אופק שלילי, לאור ההסתברות כי עסקאות עתידיות, ובראשן רכישת בז"ן, יובילו להגדלת רמת המינוף. בחודשים פברואר- נובמבר 2007 רכשה סקיילקס כ-15.76% מהון המניות של בז"ן, באמצעות PCH. רכישת מניות בז"ן מומנה ביתרות המזומן שבקופת סקיילקס. במקביל הוגדל החוב לבנקים לצורך השקעות נוספות, לרבות באבגול ובנכסי נדל"ן. בנוסף, באוגוסט 2007 חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-187 מיליון ש"ח.

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2008 הודיעה מפ"ב על שתי עסקאות כדלקמן :

1) ביום 30.6.2008 השלימה מפ"ב עסקה במסגרתה מכרה את כל אחזקותיה בסקיילקס תמורת סך של כ-735 מיליון ש"ח ובמקביל רכשה מסקיילקס את מלוא אחזקותיה ב-PCH תמורת סך של כ-1,145 מיליון ש"ח ("עסקת PCH-סקיילקס"). הפער בין תמורת מכירת מניות סקיילקס לבין רכישת מלוא האחזקות ב-PCH מומן ברובו בחוב בנקאי.

2) ביום 24.6.2008 חתמה מפ"ב על הסכם עם בז"ן לפיו החברה תמכור לבז"ן את כל מניות כאו"ל שבבעלותה, המהוות 50% מהונה המונפק של כאו"ל, ובתמורה תקצה בז"ן לחברה מניות רגילות של בז"ן אשר יהוו, מייד לאחר הקצאתן, 20.53% מהונה המונפק של בז"ן. במקביל, תמכור בז"ן לחברה את מניות החברה שבבעלותה, המהוות 12.29% מההון המונפק של מפ"ב בתמורה לסך של 40 מיליון דולר. כתנאי מוקדם לעסקה, תחלק בז"ן דיבידנד בסך של 60 מיליון דולר. בנוסף, במועד השלמת העסקה יחליט דירקטוריון בז"ן על חלוקת דיבידנד נוסף בסך של 100 מיליון דולר אשר מניות ההקצאה תשתתפנה בחלוקתו. יחס ההמרה בעסקה, בהתחשב גם בחלוקת הדיבידנדים, משקף לבז"ן הממוזגת (כולל אחזקה מלאה בכאו"ל) שווי מניות של כ-2.2 מיליארד דולר, והוא מבוסס על הערכת שווי חיצונית שנערכה לצורך העסקה (להלן - "עסקת המיזוג").

עם השלמת עסקת המיזוג, הצפויה בחודשים הקרובים, תחזיק מפ"ב כ-33% מהון המניות המונפק של בז"ן (ישירות ובאמצעות PCH). בעלי המניות הנוספים בבז"ן הם החברה לישראל (כ-36% לאחר המיזוג) והציבור (כ-31%).

יודגש כי השלמת עסקת המיזוג כפופה לשורה של אישורים ותנאים מוקדמים, לרבות קבלת היתר שליטה למפ"ב בבז"ן, על פי צו החברות הממשלתיות (הכרזה על אינטרסים חיוניים למדינה בחברת בתי זיקוק לנפט בע"מ), התשס"ז – 2007. אין כל וודאות כי היתר השליטה יתקבל. יש לציין כי החברה פועלת לקבלת היתר שליטה בבז"ן עוד מאז שרכשה את מניות בז"ן באמצעות PCH, ועד כה לא התקבל. במידה ויתקבל היתר השליטה ותושלם עסקת המיזוג, תחזיק החברה בגרעין השליטה בבז"ן, לצד החברה לישראל, באמצעות החזקה של כ-22.6% מהון המניות של בז"ן המהווה כ-45% מגרעין השליטה (55% ממניות גרעין השליטה יוחזקו על ידי החברה לישראל). להערכת מידרוג, המהלך שביצעה החברה בשנתיים האחרונות, אשר התבהר לאחרונה עם פרסום מתווה העסקאות לעיל, צפוי לחזק את תיק האחזקות של החברה, אם כי הוא מלווה בהגדלה משמעותית של רמת המינוף.

רמת מינוף תיק האחזקות הולמת את הדירוג החדש, בהתחשב גם במכלול המאפיינים של תיק האחזקות

היקף החוב הפיננסי סולו של מפ"ב ערב שתי העסקאות שתוארו לעיל הסתכם בכ-1,181 מיליון ש"ח. להערכת מידרוג, בהתבסס על מתווה העסקאות (לרבות הדיבידנדים מבז"ן כמתואר) ועל התזרים התפעולי נטו הצפוי לחברה בשנת 2008 כולה (דמי ניהול ודיבידנדים מתיק האחזקות בניכוי מימון והוצאות הנהלה), היקף החוב הפיננסי פרופורמה צפוי לעמוד על כ-1,462 מיליון ש"ח. היחס הצפוי בין שווי הנכסים לאחר השלמת העסקאות לעיל לבין החוב הפיננסי פרופורמה הינו כ-1.9, כמפורט :

האחזקה	שיעור אחזקה	שווי אחזקה במיליוני ש"ח	מקור הערכת שווי
בז"ן	33.06%	2,487	שווי נגזר מיחס החלפת המניות עפ"י הערכת סוארי לשווי בז"ן הממוזגת. תורגם לש"ח לפי שע"ח במועד העסקה – 3.373 ש"ח לדולר
אבגול	26.01%	128	שווי המניות בבורסה לסוף יולי 2008
מניות באוצר	12.29%	135	שווי עסקה
מקרקעין בפולין	35.00%	47	שווי השקעה בספרים
מזומנים ושווי מזומנים		19	יתרה סולו 31.12.07
סך שווי נכסים		2,816	
חוב פיננסי פרופורמה		1,462	
יחס שווי נכסים / חוב פיננסי - פרופורמה		1.93	

אופק הדירוג

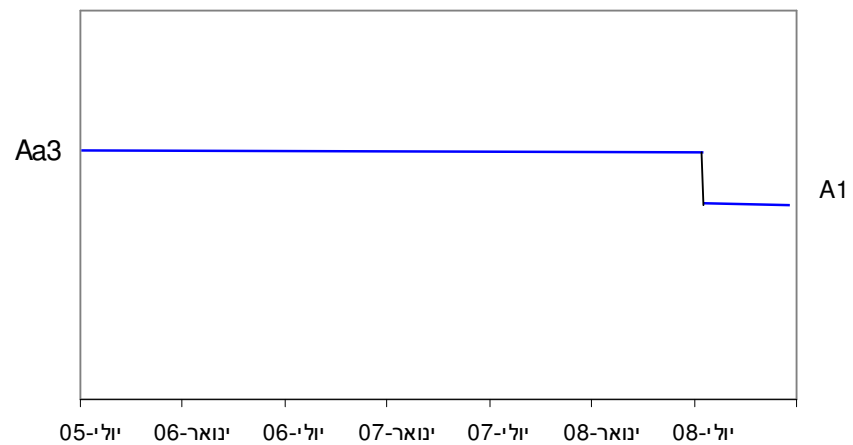
גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

- גיוון תיק ההשקעות באופן שיתרום לצמצום התלות בבז"ן תוך ניצול הידע והניסיון של החברה
- ירידה מהותית ברמת המינוף הפיננסי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי השלמת עסקת המיזוג, בין השאר בשל אי קבלת היתר שליטה למפ"ב בבז"ן
- פגיעה מהותית במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקת הליבה – בז"ן, ובפרט שחיקה חדה ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של בז"ן שיש בה לפגוע ביכולת העלאת המזומנים לחברה
- השקעות חדשות שיש בהן לפגוע במיצוב הסיכון העסקי והפיננסי של החברה

מפ"ב: היסטוריית דירוג



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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

דוח מספר : CHM010708000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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 בעינינו 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 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 החלטות 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו זממן 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.