

פז חברת נפט בע"מ
("החברה")

לכבוד
הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ
www.tase.co.il

לכבוד
הרשות לניירות ערך
www.isa.gov.il

דוח מיידי על אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים

תקנה 36 (א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל – 1970

מהות האירוע: העלאת דירוג מעלות לאג"ח פז מדירוג (AA-/Stable) לדירוג (AA/Stable)

החברה מודיעה כי חברת מעלות - החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ, הודיעה ביום 20 לדצמבר 2007 על העלאת הדירוג שניתן לסדרות אגרות חוב א' ו-ב' שהונפקו ע"י החברה מדירוג (AA-/Stable) לדירוג (AA/Stable).

נימוקי העלאת הדירוג מפורטים בדו"ח מעלות המצורף להודעה זו.

הודעה לציבור על דירוג

פז חברת נפט בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על העלאת הדירוג שניתן לסדרות איגרות חוב א' ו-ב', שהונפקו על ידי פז חברת נפט בע"מ (להלן: "החברה"), מדירוג (AA-/Stable) לדירוג (AA/Stable).

הגורמים העיקריים שהובילו להעלאת הדירוג הם: שיפור משמעותי בפרמטרים הפיננסיים של החברה; הערכת מעלות כי החברה תשמור על יחס חוב פיננסי בניכוי ההון החוזר¹ ל-CAP² בניכוי הון חוזר שלא יעלה מהותית על 55% (לעומת 65% במועד הדירוג הקודם); התמקדות החברה בתחומי הליבה ובעיקר בהעמקת הידע המקצועי בתחום זיקוק הנפט; רכישת הבעלות המלאה בחברת פז-גז; מכירת פעילויות שאינן בליבת העסקים ובעיקר מכירת חברת הנדל"ן סהר פיתוח והשקעות בע"מ, מכירת מסופי פי גלילות ומכירה עתידית של האחזקה בחברת שב"ח (כמתחייב מתנאי המיזוג של החברה עם בז"א).

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"

רישום למועדון המנויים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

¹ חוב פיננסי בניכוי תיק נזיל, מלאי, הלוואה למינהל הדלק, פיקדונות לבזן, ולקוחות ובתוספת ספקים לפי המאזן המאוחד של החברה.

² חוב פיננסי בניכוי ההון החוזר ובתוספת הון עצמי הכולל זכויות מיעוט.

תמצית שיקולים עיקריים

פז חברת נפט בע"מ

דירוג

דירוג	סדרה
AA/Stable	סדרה א'
AA/Stable	סדרה ב'

האנליסט לחברה

שחר רג'ואן, אנליסט בכיר

דצמבר 2007

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר למעלות יש יסוד להניח שהם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או את שלמותו. מובהר בזאת כי דירוג מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי-נכונות או אי-דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכים הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דו"ח מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או בהונאה או בכל פעולה אחרת בניגוד לדין. הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קנייה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בדו"ח זה ללא הסכמת מעלות, למעט מתן העתק מן הדו"ח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באיגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת איגרת החוב האמורה.

אג"ח במחזור

להלן איגרות החוב שבמחזור (במיליוני שקלים):

מועד פירעון יתרת הקרן	שיעור הריבית הנקובה	בסיס הצמדה	יתרה מאזנית ל-30/9/07	תאריך הנפקה	שם הסדרה	דירוג הסדרה
2009-2014	5.0%	מדד	2,241	10/2006	סדרה א'	AA/Stable
2014	4.7%	מדד	1,816	11/2006 2/2007	סדרה ב'	AA/Stable

סך האג"ח במחזור מסתכם לכ-4 מיליארד שקל.

שיקולים עיקריים לדירוג

תמצית

פז חברת נפט בע"מ (להלן "פז" או "החברה") היא חברת שיווק הדלקים הגדולה והוותיקה בישראל. בספטמבר '06 השלימה החברה את עסקת רכישת חברת פז זיקוק אשדוד בע"מ³ (להלן: "בז"א") כך שכיום פז היא חברת הדלקים האינטגרטיבית היחידה בישראל שפועלת הן בתחום זיקוק הנפט והן בתחום שיווק הדלקים בתחנות התדלוק. הגורמים העיקריים שהובילו להעלאת דירוג איגרות החוב שבמחזור הם: שיפור משמעותי בפרמטרים הפיננסיים של החברה; התמקדות החברה בתחומי הליבה שבאה לידי ביטוי בהעמקת ושיפור הידע המקצועי בתחום זיקוק הנפט; רכישת הבעלות המלאה בחברת פז-גז; מכירת פעילויות שאינן בליבת העסקים ובעיקר מכירת חברת הנדל"ן סהר פיתוח פיתוח והשקעות בע"מ, מכירת מסופי פי גלילות ומכירה עתידית של האחזקה בחברת שב"ח (כמתחייב מתנאי המיזוג של החברה עם בז"א).

להלן ההתפתחויות המהותיות בשנת 2007:

1. **שינויים ניהוליים** – מר מודי בן ש"ך סיים את כהונתו כמנכ"ל החברה בספטמבר '07. באוקטובר '07 מונה מר יונה פוגל לתפקיד מנכ"ל החברה. מר יונה פוגל שימש לפני הצטרפותו לפז כסמנכ"ל בכיר וראש החטיבה הבנקאית בבנק לאומי⁴.
2. **הפרטת פי גלילות** – בחודש יולי '07 הושלמה עסקת מכירת מסופי פי גלילות (מוחזקת על ידי החברה בשיעור של 21.5%) לחברה שבבעלות דלק חברת הדלק הישראלית⁵ (להלן: "דלק ישראל") בתמורה ל-806 מיליון שקל.

³ איגרות חוב שהנפיקה חברת בז"א מדורגות בדירוג AA-/Stable על ידי מעלות.

⁴ איגרות חוב שהנפיק בנק לאומי מדורגות בדירוג AAA/Stable על ידי מעלות.

⁵ איגרות חוב שהנפיקה חברת דלק מדורגות בדירוג A+/Stable על ידי מעלות.

- להערכת החברה, ברבעון הרביעי של 2007 היא צפויה לרשום רווח של כ-80-70 מיליון שקל בגין חלקה של החברה ברווחי פי גלילות.
3. **רכישת 50% נוספים ממניות פז גז** – בספטמבר '07 השלימה החברה רכישת 50% נוספים מחברת פז גז בתמורה לכ-109 מיליון שקל. מסכום זה הופחת דיבידנד בסך של 32.5 שחולק על ידי פז גז לפני ביצוע העברת המניות. לאחר הרכישה מחזיקה החברה את פז גז בבעלות מלאה.
4. **שיפוץ בבז"א** – בתאריך 14.10.2007 חדלה בז"א מפעילות ייצור והחלה את השיפוץ המתוכנן במתקניה. השיפוץ נמשך 56 ימים והסתיים בתאריך 9.12.07 עלות השיפוץ נאמדת בכ-30 מיליון דולר ותופחת על פני 4 שנים. להפסקת פעילות הזיקוק במהלך השיפוץ השפעה לרעה על תוצאות החברה במגזר הזיקוק ברבעון האחרון של שנת 2007. במהלך הפעלתו מחדש של בית הזיקוק אירעה תקלה בפצחן הקטליטי, כך שעד לסוף חודש דצמבר בית הזיקוק יפעל במתכונת מלאה אולם ללא פעילות הפצחן הקטליטי. כתוצאה מכך, תמהיל תוצרי הזיקוק של בית הזיקוק ישתנה ויכלול תוצרים נחותים יותר מכפי שהיה בית הזיקוק מייצר בתנאים רגילים. תקלה זו מגבירה את ההשפעה לרעה שהייתה צפויה מהשיפוץ המתוכנן. להערכת החברה, בז"א יחזור לפעילות מלאה בתחילת שנת 2008 ולפיכך השפעות אלה הינן חד פעמיות לרבעון הרביעי של שנת 2007 בלבד.
5. ביולי '07 השלימה החברה את עסקת מכירת אחזקותיה בסהר פיתוח והשקעות בע"מ לחברת דלק נדל"ן⁶ בתמורה לכ-252 מיליון שקל. ערב המכירה הכריזה סהר על חלוקת דיבידנד בסך של 167 מיליון שקל אשר יועבר לחברה עד לסוף שנת 2007. ההון העצמי של החברה לא הושפע באופן מהותי כתוצאה מעסקה זאת.

הסיכון הענפי

הסיכון הענפי של החברה מורכב מתמהיל הסיכון של ענף שיווק הדלקים ושל ענף זיקוק הנפט. מעלות מעריכה כי פעילות החברה בשני השלבים השונים של שרשרת הערך מפחיתה את סך הסיכון הענפי המצטבר. טרם פיצול והפרטת בתי זיקוק לנפט⁷ (להלן: "בזן"), ענף זיקוק הנפט וענף שיווק הדלקים היו מופרדים זה מזה, בעוד שבמרב השווקים המערביים חברות המזקקות נפט עוסקות גם בשיווק. כיום, פז היא החברה היחידה במשק הישראלי שעוסקת באופן מלא בזיקוק ובשיווק דלקים. יצוין, כי בזן החלה לאחרונה להיכנס לתחום שיווק הדלקים מחוץ לתחנה אך עדין אין בבעלות בזן תחנות תדלוק.

ענף שיווק הדלקים

ענף שיווק הדלקים מתחלק לשני סגמנטים עיקריים- שיווק ישיר מחוץ לתחנה ושיווק בתחנות התדלוק. מגזר השיווק הישיר מחוץ לתחנה כולל את שיווק המזוט (משמש בעיקר לייצור חשמל, זיקוק נפט ודלק לאוניות), הדס"ל (דלק סילוני לכלי טייס), הביטומן (משמש בעיקר לסלילת כבישים וזיפות), סולר הסקה (המשמש לייצור חשמל וכחומר בעירה), סולר תחבורה (המשמש לרכב כבד/מסחרי ולמשאיות) הגפ"מ (גז בישול) ועוד. מגזר זה כולל בתוכו כ-70% מסך תצרוכת מוצרי הנפט בישראל. השיווק נעשה ברובו על ידי חברות שיווק הדלק שרוכשות את התזקימים מבתי

⁶ איגרות חוב שהנפיקה חברת דלק נדל"ן מדורגות בדירוג A+/Stable על ידי מעלות.

⁷ איגרות חוב שהנפיקה חברת בזן מדורגות בדירוג AA/Stable על ידי מעלות.

הזיקוק ומכרות אותם ללקוחות באמצעות סוכנים ומפיצים. הרפורמה במשק הדלק אפשרה לבתי הזיקוק לפעול בתחום שיווק הדלקים. בתחום השיווק הישיר, עושה בזן צעדים ראשונים בצורה איטית ומדודה ובשנים הקרובות נראה גדול סולידי בפעילות זו. בז"א נהנית מסינרגיה עם ניהול האשראי האיכותי של פז ולכן ההתקדמות שלה בתחום זה מהירה יותר. חסמי הכניסה לתחום זה הינם נמוכים מאוד שכן מגבלות הרישוי להירשם כחברת דלק אינן מהותיות וכפועל יוצא ישנן חברות רבות הפועלות בתחום ועוד עשרות רבות של מפיצים וסוכנים. הרווחיות במגזר זה נמוכה, בין היתר בשל שיעור גבוה יחסית של חובות בעייתיים. מעלות מעריכה כי בשנים הקרובות מירב הפעילות במגזר זה תתבצע על ידי בתי הזיקוק בחיפה ובאשדוד.

מגזר השיווק בתחנות התדלוק מהווה רק כ-30% מסך מכירות תזקיית הנפט בישראל אך הוא ליבת העסקים של חברות שיווק הדלקים בארץ ומאפיין במבנה ריכוזי הכולל ארבע חברות מרכזיות שמחזיקות ב-89% מתחנות התדלוק. בנוסף, קיימות עוד מספר חברות פרטיות קטנות המחזיקות ביתר התחנות. להערכת מעלות, רמת הסיכון של מגזר שיווק הדלקים בתחנות התדלוק נמוכה מהממוצע. הגורמים שפועלים להקטנת רמת הסיכון בענף הינם: חסמי כניסה גבוהים מאוד הנובעים מתהליכי רישוי מורכבים וממושכים להקמת תחנות תדלוק נוספות, מן ההיצע המוגבל של מקרקעין המתאים לתחנות תדלוק, מהשקעה הונית גבוהה ומצרכי תחזוקה גבוהים; רמת ביקושים יציבה במונחי כמויות; פוטנציאל הצמיחה הגבוה של תחום חנויות הנוחות. גורמים חיוביים אלו מקוזזים במידה מסוימת על ידי הגורמים הבאים: חדירה אפשרית של בזן לתחום שיווק הדלק בתחנות עשויה להגביר את רמת התחרות; לאחר הפרטת בזן, הוסר הפיקוח על מרבית תזקיית הנפט בשער בזן בעוד שבתחנות התדלוק מחירי הבנזין תחת פיקוח; עליית מחירי הנפט והדלקים בעולם גורמת להגדלת צרכי האשראי של החברות הפועלות בענף וחושפת אותם למינוף פיננסי גבוה ולהגדלת החשיפה לירידת שווי מלאים ולאשראי גבוה של לקוחות; הקמתן של תחנות תדלוק זעירות במרכזי הערים שעשויות להוביל להגברת התחרות; חשיפה ענפית לתביעות ייצוגיות וצורך בהשקעות על מנת לשמור על תקנות איכות הסביבה. יצוין, כי חברת פז חשופה בנושא איכות סביבה בעיקר בתחנות הותיקות שהוקמו לפני 1997. פז נערכה לכך במסגרת הסכם עם המשרד לאיכות הסביבה לפיו הטיפול המתמשך בתחנות אלה יתפרס לאורך שנים כאשר ההשקעה של פז בשיקום התחנות תהיה בשיעור של עד כ-12 מליון שקל בשנה (לפי 1 אג' לליטר בגין כל ליטר בבנזין או סולר שימכרו בתחנות ציבוריות הנושאות סמלי פז).

ענף זיקוק הנפט

להערכת מעלות, רמת הסיכון בענף זיקוק הנפט בישראל קטנה בעקבות מהלך הפיצול וההפרטה של בזן. עננת חוסר הוודאות שאפיינה את הענף לאורך שנים בעקבות הצפייה לרפורמה התפוגגה. הנחת העבודה של מעלות, לפיה לא צפויה רמת תחרות אגרסיבית בענף, נותרה בעינה. יש לציין כי כוחה של בזן מול חברות שיווק הדלקים גדל ביחס לעבר שכן בז"א מוכר כ-82% מתפוקתו לפז ולרשות הפלסטינאית. הרווחיות של בזן על חשבון חברות שיווק הדלקים אמורה לגדול. יחד עם זאת, קיימת תלות הדדית בין בזן לבין חברות שיווק הדלקים שמחזיקות בצינור השיווק ועל כן סביר להניח שלא נראה עליות מחירים אגרסיביות מדי מצד בזן, אשר יעלו את כדאיות אלטרנטיבת הייבוא.

הגורמים שהשפיעו לחיוב על דירוג הענף הם: הערכת מעלות כי חרף הירידה במרווח הזיקוק הוא צפוי להישאר ברמה גבוהה מהממוצע ההיסטורי; חסמי כניסה גבוהים מאוד לענף בשל הצורך בהשקעה ראשונית גבוהה וקבלת אישורים

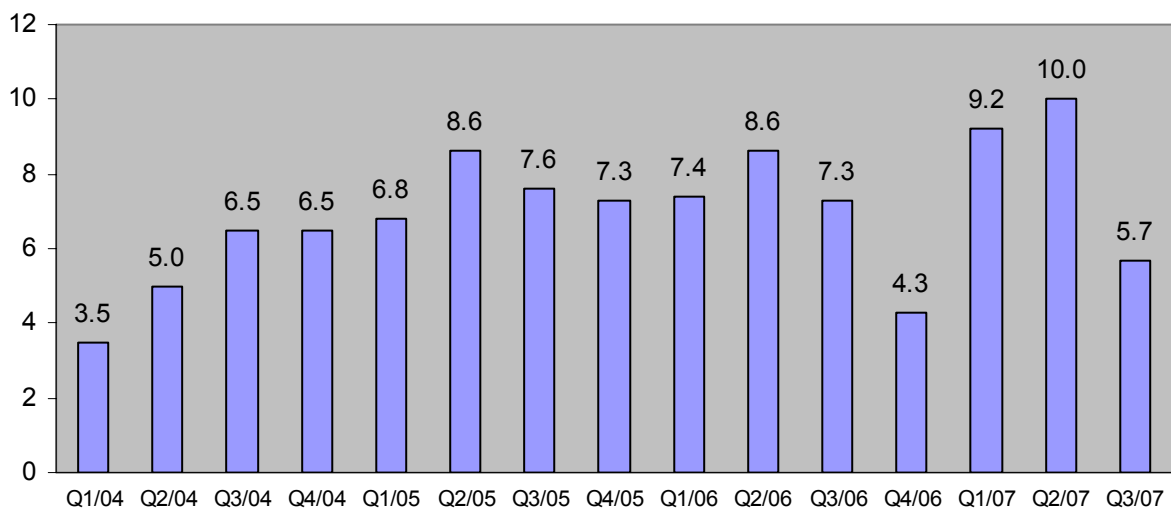
תואמים; נחיצותם הגבוהה של תזקיקי הנפט; מספר מועט של שחקנים בענף; בידוד גיאוגרפי מבתי זיקוק זרים מקשה עליהם להתחרות בבתי הזיקוק המקומיים בשל עלויות ההובלה; ירידת ברמת ההתערבות הרגולטורית בענף לאחר הפרטת בזן כפי שבאה לידי ביטוי בהפסקת הפיקוח על מחירי מרבית תזקיקי הנפט בשער בזן ובכך שבתי הזיקוק יכולים כיום לעסוק בתחומים נוספים כגון שיווק דלקים וייצור חשמל.

גורמים חיוביים אלו מתקזזים באופן חלקי עם הגורמים הבאים: התנדוטיות והמחזוריות בענף; החשיפה לשינויים במרווח הזיקוק; חשיפה לתביעות בגין פגיעה באיכות הסביבה (נושא מהותי הכרוך גם בהשקעות הוניות בשנים הקרובות); תלות גבוהה בחברות התשתית קצא"א (קו צינור אילת אשקלון) ותש"ן (החברה הממשלתית לתשתיות נפט ואנרגיה) המחזיקות בשלושת נמלי הנפט בישראל ובתשתיות הולכת הנפט הגולמי אל בתי הזיקוק; חדירת הגז הטבעי שצפוי להמשיך ולהחליף חלק משימושי המזוט והסולר להסקה, כתוצאה מכך בתי הזיקוק יאלצו לבצע השקעות מהותיות לשיפור יכולת הזיקוק ו/או להגדיל את הייצוא של התזקיקים הפחות איכותיים ו/או להשתמש בנפט גולמי קל ויקר יותר ששיעור הדלקים הכבדים המופקים ממנו, דוגמת מזוט, נמוך יותר; חשש להגברת התחרות במידה ודלק ישראל תשתמש בפי גלילות כמנוף להגדלת יבוא הדלקים.

מרווח הזיקוק

מרווח הזיקוק הינו תנודתי ביותר ומהווה את הפרמטר המרכזי לקביעת רמת הרווחיות ותזרימי המזומנים של החברות בענף. להערכת מעלות, שמתבססת על הערכת S&P, בטווח הקצר-בינוני מרווחי הזיקוק לא צפויים להישאר ברמות השיא הנוכחיות, אלא להתייצב סביב ממוצע חמש השנים האחרונות. לאחר השלמת הקמת בתי זיקוק נוספים באזורינו ב-2012 צפויים מרווחי הזיקוק לרדת, אולם עדיין להישאר מעל הממוצע ההיסטורי ארוך הטווח שלהם.

להלן מרווח הזיקוק של בזן ברבעונים האחרונים (בדולר לחבית):



ממוצע מרווח הזיקוק בשלושת הרבעונים הראשונים של 2007 עמד על 8.4 דולר לחבית. מעלות מעריכה כי מרווחי הזיקוק באגן הים התיכון הגיעו לשיאם בשנת 2007 וצפויים לרדת בטווח הקרוב.

יש לציין כי, נכון להיום, פז איננה מפרסמת את מרווח הזיקוק של בז"א. החברה מסרה כי בדעתה לפרסם נתונים אלו לאחר השגת צבר נתונים נאות וגיבוש מתודולוגיה מתאימה.

מעמד עסקי

מעלות מעריכה כי מיצובה העסקי של החברה גבוה בהרבה מהמוצע. הגורמים שמשפיעים לחיוב הם: היותה של פז חברת הדלק האינטגרטיבית היחידה בישראל, החברה מחזיקה בבעלות מלאה את אחד משני בתי הזיקוק היחידים בישראל ואת רשת שיווק הדלקים הטובה והגדולה במשק; הסרת הפיקוח על מחירי הגפ"מ עשויה לשפר את רווחיות החברה זאת מאחר ובז"א הינה יצרנית גפ"מ; שמירה על נתח השוק הגדול ביותר בענף מבחינת מספר התחנות- לפז 260 תחנות תדלוק המהוות כ-26% מסך תחנות התדלוק בישראל; מיקום תחנות פז ב-Prime locations כפי שבא לידי ביטוי בנתח שוק כמותי של כ-30% מכלל מכירות מוצרי הדלק בתחנות התדלוק; מספר תחנות התדלוק שבבעלותה של פז עומד על 87 או כ-34% מכלל תחנות התדלוק שפז מפעילה, לעומת ממוצע של כ-17% בענף. שיעורי הבעלות הגבוהים ואחזקת השליטה בתחנות מאפשרים לפז גמישות רבה בבחירת הדרך האופטימאלית לניהול כל תחנה ולמקסום התועלת ממנה; כניסה מוצלחת לתחום חנויות הנוחות בתחנות התדלוק תחת המותג Yellow- כיום ישנן 175 חנויות Yellow בתחנות התדלוק של פז, חנויות אלו תורמות רבות לרווחיות של פז, בין היתר משום שעלויות התקורה שלהן נמוכות מאוד עבור פז; לפז כ-170 אלף כלי רכב (יותר מכל חברה אחרת) קשורים ישירות לפז בשל התקן "פזומט" מה שמגדיל את תנועת הלקוחות בחנויות הנוחות; גם בתחום שיווק הדלקים לגופים מוסדיים, פז היא המובילה בענף. גורמים חיוביים אלו מקוזזים במידה חלקית עם הגורמים הבאים: ניסיון מועט יחסית בתחום זיקוק נפט – עד תחילת 2007 המשיכה בזן לנהל את בז"א והחל מינואר 2007 ועד לספטמבר 2007 היה לבז"א חוזה התקשרות מול חברת גלנקור. לפי הסכם זה רכשה החברה מגלנקור את הנפט הגולמי וחומרי זינה הדרושים לפעילותה. גלנקור התחייבה כי תמכור את המוצרים במחירים מיטיבים אותם תצליח להשיג בעסקאות שוטפות בשוק הנפט. בנוסף, נתנה גלנקור לבז"א שירותי מכירה של עודפי תזקיני נפט המיוצרים ע"י בז"א ואשר לא נמכרו בשוק הישראלי; מספר תביעות משפטיות המונחות בפתחה של החברה; ענף זיקוק הנפט הינו תנודתי מאוד ומושפע ממגוון משתנים מאקרו כלכליים שברובם אינם תלויים במשק המקומי או בחברה.

ניהול ואסטרטגיה

להערכת מעלות, הנהלת החברה הינה מקצועית מאוד וותיקה. מהלכיה האסטרטגיים של ההנהלה, דוגמת רכישת בז"א; הקמת מנגנון ניהול תחנה מתוחכם; המעבר מסיטונאות לקמעונאות דלקים החל מאמצע שנות התשעים- מעבר שמשמעותו החזרת השליטה בתחנות התדלוק לפז; פיתוח רשת Yellow והפיכתה לרשת חנויות הנוחות המובילה בישראל למרות שלא היתה רשת הנוחות הראשונה בשוק, תרמו לכך שפז מציגה ביצועים טובים יותר מהענף. להערכת מעלות, מעורבותו הגבוהה של בעל השליטה בפז, מר בינו צדיק, בניהול החברה מגבירה את היציבות הניהולית. לדברי הנהלת החברה, אין בכוונתה להגדיל באופן מהותי את כושר הזיקוק בבז"א או להיכנס לתחומי פעילות חדשים אם כי תיתכן הרחבה של הפעילות לשווקים אחרים מחוץ לישראל, היה ותימצא הזדמנות עסקית שתימצא מתאימה.

הסיכון הפיננסי

הכנסות ורווחיות (מבוסס על דוחות פרופורמה מאוחדים לעניין רכישת בז"א⁸):

להערכת מעלות, ביחס לשנים קודמות מציגה החברה שיפור משמעותי ברווחיות שלה. השיפור הושג, בין היתר, משיפור בתוצאות של רשת Yellow אשר הציגה בתשעת החודשים הראשונים של 2007 שיעור גידול בהכנסות של 43% ושיעור גידול במכירות חנויות זהות של כ-24%. גורם נוסף לשיפור ברווחיות הינו ניצול הסינרגטיות שבין פעילות בז"א לתחומי הפעילות המסורתיים של פז. סך הרווח התפעולי של החברה הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2007 בכ-743 מיליון שקל לעומת כ-684 מיליון שקל בתרחיש הפרופורמה.

בתחום הזיקוק מציגה החברה ירידה ברווח התפעולי מכ-484 מיליון שקל בתשעת החודשים הראשונים של 2006 לכ-427 מיליון שקל בתשעת החודשים הראשונים של 2007. יש לציין כי על פי פרסומי בזן, באותה התקופה הציגה בזן עלייה ברווח התפעולי של מגזר הזיקוק מכ-668 מיליון שקל בתשעת החודשים הראשונים של 2006 לכ-751 מיליון שקל בתשעת החודשים הראשונים של 2007. הגידול ברווחי בזן מוסבר בחלקו על ידי עליה של 98 מיליון שקל ברווח הגולמי בשל גידול בהיקף הזיקוק, בעוד שבבז"א, היקף הזיקוק נותר יציב.

בתחום מתחמי התדלוק מציגה החברה עלייה חדה ברווח התפעולי שהסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2007 בכ-245 מיליון שקל לעומת כ-171 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. הסיבות לעלייה ברווחי מגזר זה הן: עליה בכמויות שנמכרו בתחנות לעומת התקופה המקבילה אשתקד והמשך מגמת השיפור בתוצאות חנויות Yellow אשר מחזור המכירות שלהן בתשעת החודשים הראשונים של 2007 הסתכם בכ-270 מיליון שקל לעומת כ-189 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד.

בתחום השיוק הישיר חל שיפור משמעותי בתוצאות. הרווח התפעולי בתשעת החודשים הראשונים של 2007 הסתכם בכ-165 מיליון שקל לעומת 109 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. הסיבות המרכזיות לעלייה ברווחי מגזר זה הן: ניצול הסינרגיה עם תחום הזיקוק; חתימת חוזה מול הרשות הפלסטינאית לגבי האספקות לגדה וכך שחברת דור אלון המספקת את מוצרי הנפט לרצועת עזה רוכשת מוצרים אלו מבית הזיקוק באשדוד. מעלות מעריכה כי רווחי מגזר זה ימשיכו לעלות כתוצאה מהסינרגיה עם תחום הזיקוק.

⁸ נתוני הפרופורמה מוצגים בהנחה שמועד השלמת עסקת רכישת בז"א חל ביום ה-1.1.2003.

להלן פירוט נתוני הרווח והפסד באלפי שקלים (על פי הפרופורמה לעניין רכישת בז"א):

2004	2005	2006	1-9/06	1-9/07	סעיף
8,530,556	12,604,888	13,230,274	10,328,987	10,199,014	הכנסות
NA	47.8%	5.0%	NA	-1.3%	שינוי בהכנסות
1,442,852	1,631,696	1,646,709	1,318,756	1,417,593	רווח גולמי
16.9%	12.9%	12.4%	12.8%	13.9%	שיעור רווח גולמי
647,782	799,972	795,703	683,870	743,238	רווח תפעולי
7.6%	6.3%	6.0%	6.6%	7.3%	שיעור רווח תפעולי
286,404	311,729	363,346	278,193	146,969	הוצאות מימון נטו
19,568	88,178	8,506	5,228	38,522	הכנסות אחרות
380,946	576,421	440,863	410,905	634,791	רווח לפני מס
86,278	164,354	132,097	130,202	177,531	מיסים על ההכנסה
290,706	398,093	311,868	284,899	448,256	רווח נקי
3.4%	3.2%	2.4%	2.8%	4.4%	שיעור רווח נקי

בדוחות הפרופורמה סך ההכנסות והרווחיות של החברה הינם יותר תנודתיים ביחס לנתונים הכספיים שאינם כוללים את פעילות בז"א. יחד עם זאת, סך הרווח הנקי בפרופורמה (גם לאחר הגדלה תיאורטית של עלויות המימון) גבוה יותר מהרווח הנקי ללא פעילות בז"א.

איתנות פיננסית

רמת המינוף של החברה ירדה בצורה משמעותית לעומת זו שהיתה במועד הדירוג הקודם. יחס החוב הפיננסי⁹ ללא ניכוי ההון החוזר ל-CAP של החברה עומד על כ-67% לעומת כ-73% בסוף 2006. מעלות מצפה כי יחס זה ימשיך להיות טוב יותר מזה של קבוצת השוואה. מעלות מצפה כי החברה תשמור על יחס חוב פיננסי בניכוי ההון החוזר¹⁰ ל-CAP בניכוי הון חוזר¹¹ שלא יעלה מהותית על 55%. בתום הרבעון השלישי של 2007 עומד יחס זה על 45.2%. יודגש כי מעלות תמשיך ותבחן גם את המנוף הפיננסי הכולל בו פועלת החברה והשפעתו על יציבותה הפיננסית הכוללת של החברה.

מדיניות הדיבידנד של החברה הינה חלוקת דיבידנד שנתי בשיעור שלא יפחת מ-70% מהרווח הנקי.

⁹ חוב למערכת הבנקאית בתוספת חוב למחזיקי איגרות החוב.

¹⁰ חוב פיננסי בניכוי תיק נזיל, מלאי, הלוואה למנהל הדלק, פקדונות לבזן, ולקוחות ובתוספת ספקים לפי המאזן המאוחד של החברה.

¹¹ חוב פיננסי בניכוי ההון החוזר ובתוספת הון עצמי הכולל זכויות מיעוט.

להלן טבלת השוואת החוב הפיננסי המהוון ויחסי המינוף של החברות בענף נכון לסוף הרבעון השלישי של 2007:

סעיף	פז	דלק	דור אלון	טן
חוב פיננסי לא מתואם	5,905	2,140	1,570	147
חוב פיננסי לא מתואם ל-CAP לא מתואם	66.8%	70.5%	82.7%	77.4%
חוב פיננסי מתואם	7,805	3,440	2,140	311
חוב פיננסי מתואם ל-CAP מתואם	72.6%	79.4%	86.7%	87.9%

- החוב הפיננסי הלא מתואם הינו סך ההתחייבויות לבנקים ולמחזיקי איגרות החוב.
- בהתאם למתודולוגיית S&P ומעלות, החוב הפיננסי המתואם כולל את החוב הפיננסי של החברה בתוספת היוון התשלומים בגין חוזי החכירה של החברות כפי שהם מפורסמים בדוחות הכספיים.
- יחסי המינוף של פז טובים מאלו של חברות שיווק הדלקים, אולם גבוהים מאלו של בזן. יחס החוב הלא מתואם ל-CAP הלא מתואם של בזן עומד על 58% נכון לסוף הרבעון השלישי של 2007. בעקבות ההשקעות הצפויות בבזן, יחס זה צפוי לגדול לכ-65% ואחר כך לרדת לרמות הנוכחיות.
- מעלות מעריכה כי בהתחשב בתמהיל הפעילות של פז, הכולל מרכיב מהותי של שיווק דלקים (יחסי המינוף של חברות שיווק דלקים הינם גבוהים ביחס ליחסי המינוף של חברות זיקוק הנפט), יחסי המינוף של פז הינם טובים בהרבה מהמוצע.

נזילות ונגישות למקורות מימון

להערכת מעלות, הנזילות והנגישות של החברה למקורות מימון גבוהה מאוד, בין היתר בשל הנזילות הגבוהה של המלאי שמסתכם בכ-2 מיליארד שקל נכון לסוף הרבעון השלישי של 2007. לחברה מסגרות אשראי מבנקים בסך כולל של כ-4.75 מיליארד שקל, מתוכן כמיליארד מנוצלים בפועל. עם זאת, נכסי החברה השוטפים, לא כולל רכוש קבוע ומניות של חברות בנות, משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

מעלות מעריכה כי יכולת כיסוי החוב של החברה על ידי תזרימי המזומנים שהיא תייצר טובים מהמוצע בענף. בשל השיפוץ במתקני בז"א יחסי הכיסוי ברבעון הרביעי של 2007 יורעו. להערכת מעלות, רבעון זה אינו מייצג את יחסי הכיסוי הצפויים שכן השיפוץ נעשה אחת לארבע שנים.

ה-FFO¹² של החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2007 עמד על כ-843 מיליון שקל. אולם הגידול בהון החוזר בבז"א הובילו לתזרים שוטף של כ-106 מיליון שקל בלבד. הגידול בהון החוזר של בז"א נובע מכך שעד ה-31.12.06 (היום האחרון בו ניהלה בזן את בז"א), יתרת הספקים והלקוחות של בז"א היתה נמוכה יחסית ולא מייצגת.

¹² רווח נקי בתוספת הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים.

להלן טבלת השוואת החוב הפיננסי ויחסי כסויו החוב של החברות בענף לסוף הרבעון השלישי של 2007:

סעיף	פז	דלק	דור אלון	טן
חוב לא מתואם ל-EBITDA	4.6	7.6	5.3	3.3
חוב לא מתואם ל-FFO לא מתואם	5.3	13.6	8.7	5.3
חוב מתואם ל-EBITDAR	5.4	8.4	6.1	5.0
חוב מתואם ל-FFO מתואם	6.0	12.3	9.2	7.2

- יחס ה-EBITDAR כולל את ה-EBITDA בתוספת התשלומים בגין חוזי החכירה של החברות כפי שהם מפורסמים בדוחות הכספיים.

תחזית דירוג: יציב (Outlook: Stable)

תחזית הדירוג היציבה ניתנה לחברה על בסיס פעילותה האינטגרטיבית וכן בהתבסס על הערכת מעלות כי החברה תמשיך לשמור על מעמדה העסקי המוביל בתחומי פעילותה. כמו כן, מעלות מעריכה שהחברה תשמור על מיצובה הפיננסי ותעמוד ביעדים הפיננסיים שהונחו בבסיס הדירוג.