

פז חברת נפט בע"מ פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

31 במרץ, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

סיון מסילתי, 972-3-7539735, sivan.mesilati@spglobal.com

איש קשר נוסף:

תמר שטיין, 972-3-7539721, tamar.stein@spglobal.com

תוכן עניינים

3	תמצית
4	תחזית הדירוג: יציבה
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	תרחיש הבסיס
4	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
5	תחזיות תרחיש הבסיס
5	שמירה על יציבות רווחיות מגזרי הזיקוק, התעשיות והקמעונאות והמסחר
5	תיאור החברה
6	הפרופיל העסקי
6	הפרופיל הפיננסי
7	נזילות: הולמת
8	חלויות חוב
8	ניתוח התניות
8	צפי
8	דרישות
8	התאמות לדירוג
9	ניתוח שיקום חוב

פז חברת נפט בע"מ
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

9.....	שיקולים עיקריים
9.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
9.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
10.....	התאמות לדיווח הכספי
12.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
13.....	רשימת דירוגים

פז חברת נפט בע"מ פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

ilAA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> חשיפה לענף הזיקוק המאופיין בתנודתיות גבוהה שאינה בשליטת החברה. חשיפה לסיכון תפעולי בבית זיקוק אשדוד. חשיפה לרגולציה בנושא איכות הסביבה. 	<ul style="list-style-type: none"> מעמד עסקי מוביל בתחומי הפעילות בישראל. אינטגרציה אנכית של חטיבת הזיקוק עם חטיבת הקמעונאות והמסחר. גמישות פיננסית גבוהה. מדיניות פיננסית אחראית.

שנת 2018 הייתה מאתגרת עבור חברות הפועלות בשוק הדלקים בישראל, הן בעקבות ירידה במרווח השיווק והן בשל התנודתיות במחירי הנפט. ב-2018 חלה ירידה של כ-3% ברווח התפעולי של פז, בעיקר בעקבות שחיקת מרווחי הזיקוק אשר השפיעה לרעה על התוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק. גם חטיבת התעשיות הציגה בשנת 2018 ירידה של כ-6% ברווח התפעולי בשל ירידה ברווחיות פזגז כתוצאה מחורף שחון. לעומת זאת, כי על אף הירידה במרווח השיווק, חטיבת המסחר והקמעונאות של החברה הציגה בשנת 2018 תוצאות דומות לאשתקד.

אנו מעריכים כי החברה תשמור על רווחיות מגזרי הפעילות שלה ב-2019. אנו סבורים כי מרווחי הזיקוק ישתפרו במעט (ממוצע שנתי) בהשוואה ל-2018 בשל תחזיותינו למחירי נפט נמוכים יותר (כ-60 דולר לחבית ב-2019 בהשוואה ל-70 דולר לחבית ב-2018) וכי שיעור הניצולת של בית הזיקוק ייותר ברמה דומה ל-2018. כתוצאה מכך, אנו צופים שיפור קל בתוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק ב-2019. להערכתנו, פעילות חטיבת הקמעונאות והמסחר וחטיבת התעשיות יניבו תוצאות תפעוליות דומות ל-2018, בעיקר בשל שמירה על רמת מרווחים דומה לשנת 2018 בחברות התעשייה.

בשל הפירעון המלא הצפוי של אג"ח ה' (כ-560 מיליון ₪) בשנת 2022 ושל אג"ח ד' (כ-1.6 מיליארד ₪) בשנת 2024, אנו סבורים כי החברה תיערך מראש ותגייס חוב בשנים הקרובות. בהתאם לכך, תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי ב-2019-2020 תציג פז יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-2.7x-3.7x ויחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם של 20%-30%.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שב-12-18 החודשים הקרובים תשמור פז חברת נפט בע"מ ("פז") על פרופיל עסקי יציב המשקף מעמד מוביל בשוק האנרגיה בישראל. כמו כן, התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך לייצר תזרימי מזומנים פנויים יציבים ולא תבצע השקעות ממונפות. בנוסף, אנו מעריכים כי החברה תשמור על פרופיל פיננסי התואם את הדירוג הנוכחי ותציג יחסי כיסוי התואמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו יחס חוב מתואם ל-EBITDA של 3.0x ל-4.0x.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם התחזיות המעודכנות שלנו יצביעו על כך שהחברה אינה צפויה לעמוד ביחס הכיסוי שהוגדר כתואם את הדירוג הנוכחי לאורך זמן. לדעתנו, תרחיש זה עשוי להתממש אם תחול ירידה משמעותית במרווחי הזיקוק, אשר תוביל לפגיעה משמעותית בתוצאות התפעוליות ולהתדרדרות ביחסים הפיננסיים. גם הנפקות חוב מהותיות או חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מהמצופה עלולות להוביל לאי עמידה ביחס התואם את הדירוג הנוכחי.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחס החוב המתואם ל-EBITDA של פז ירד לרמה של 2.0x-2.5x לאורך זמן והחברה תשמור על רמת נזילות "הולמת" לפחות ועל רווחיות תפעולית ברמה הנוכחית לפחות. תרחיש זה עשוי להתממש אם רמת החוב תרד ונעריך כי התנודתיות האופיינית לחלק מענפי הפעילות של החברה לא תפריע לחברה לשמור על רמות מינוף נמוכות לאורך זמן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- יציבות ברווחיות החברה בכל מגזרי פעילותה בשנת 2019.
- יציבות בתיק תחנות התדלוק.
- השקעות הוניות בהיקף של כ-400 מיליון ₪ בשנת 2019.
- פירעון חוב בהיקף של כ-3 מיליארד ₪ (אג"ח ג') בשנת 2019. נציין כי לצורך חישוב היחס חוב ל-EBITDA מתואם בשנת 2019 ניכינו מסך החוב של פז פיקדונות ז"א בבנקים אשר מיועדים לתשלום החוב.
- חלוקת דיבידנדים של כ-70% מרווחי שנת 2018, בהתאם למדיניות החברה.
- איננו מביאים בחשבון את כוונת החברה להשתתף במכרז להקמת תחנת כח באלון תבור מפאת חוסר הוודאות באשר לתוצאות המכרז ותנאיו.

יחסים עיקריים			
2020E	2019E	2018A	יחס פיננסי
30%-20%	30%-20%	28.6%	חוב/FFO
3.7x-2.7X	3.7x-2.7X	2.7x	חוב/EBITDA

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

שמירה על יציבות רווחיות מגזרי הזיקוק, התעשיות והקמעונאות והמסחר

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי שיעור הניצולת של בית הזיקוק ב-2019 ייוותר ברמה דומה יחסית ל-2018 וכי מרווחי הזיקוק ישתפרו במעט (ממוצע שנתי). כתוצאה מכך, אנו צופים שיפור קל בתוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק של פז ב-2019. להערכתנו, פעילות חטיבות הקמעונאות והמסחר והתעשיות יניבו תוצאות תפעוליות דומות ל-2018, בעיקר בשל שמירה על רמת מרווחים דומה לשנת 2018 בחברות התעשייה. מגזרים אלו תורמים בארבע השנים האחרונות בממוצע כ-70% מהרווח התפעולי של הקבוצה. אנו מניחים כי החברה תיערך מראש לפירעון אג"ח ה' ב-2022 ואג"ח ד' ב-2024 ותגייס חוב בשנים הקרובות. בהתאם לכך, תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי בשנים 2019-2020 תציג פז יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-3.7x-2.7x ויחס FFO לחוב מתואם של 30%-20%.

תיאור החברה

פז היא חברה ציבורית הפועלת בתחום האנרגיה באמצעות שלוש חטיבות עיקריות: חטיבת הקמעונאות והמסחר, העוסקת בהפעלה של רשת תחנות תדלוק, מתחמים קמעונאיים, רשת חנויות נוחות תחת המותג Yellow ושיווק ישיר של מוצרי נפט ללקוחות מסחריים, תעשייתיים ומוסדיים; חטיבת הזיקוק המפעילה את אחד משני בתי הזיקוק היחידים בישראל, בית זיקוק אשדוד, ועוסקת גם במכירה של חשמל ובהפעלה של מתקן לאחסון וניפוק דלקים; וחטיבת התעשיות והשירותים הכוללת, בין היתר, את החברות פזגז, פז שמנים וכימיקלים, פזקר, פז נכסי תעופה ופז שרותי תעופה, ועוסקת בייצור ושיווק מוצרים בתחומי האנרגיה והתשתיות.

אנו רואים קשר הדוק מאוד בין הדירוג של פז לבין הדירוג של חברת הבת בבעלות מלאה פז בית זיקוק אשדוד, וזאת, בין היתר, לאור חשיבותה של האחרונה בשרשרת הערך של קבוצת פז. בהתאם לכך, הדירוג של פז בית הזיקוק אשדוד זהה לדירוגה של קבוצת פז כולה.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של החברה נתמכת בעיקר במעמד תחרותי גבוה המושפע לחיוב מהאינטגרציה האנכית ומהסינרגיה בין מגזרי פעילותה לאורך שרשרת הערך.

החברה פועלת בענף הדלקים המאופיין בביקוש קשיח יחסית בישראל ובחסמי כניסה גבוהים בשל הצורך ברמת השקעות גבוהה, איתור מיקומים אטרקטיביים לתחנות התדלוק והעמדת מקורות אשראי בהיקפים גדולים. "פז" הוא מותג מוביל בתחום שיווק הדלק, הנתמך בפריסה רחבה ושירותים נלווים בתחנות התדלוק. בנוסף, החברה מחזיקה בנכסים באיכות גבוהה בזכות מיקומים מובילים של תחנות התדלוק שלה.

מאידך, פרופיל הסיכון העסקי של החברה מוגבל, להערכתנו, בשל חשיפה לתחום הזיקוק המאופיין בתנודתיות גבוהה. לתנודתיות מרווחי הזיקוק, שנובעת בחלקה מגורמים חיצוניים לחברה, השפעה גדולה על תוצאותיה התפעוליות של החברה, והיא קשה לחיזוי. יחד עם זאת, נציין כי בית הזיקוק של החברה מוטה בנזין שהוא מוצר המתאפיין בצמיחה בביקוש. בנוסף, כמחצית ממכירות בית הזיקוק מיועדות לתחנות הדלק של פז ומדובר בשוק סגור יחסית שכן לייבוא כדאיות כלכלית מוגבלת. עוד נציין כי לחטיבת הזיקוק מקורות הכנסה נוספים הכוללים מכירת חשמל ומתקני ניפוק דלקים.

החברה חשופה לשינויים רגולטורים בנושא איכות הסביבה ולשינויים בגורמי תחרות נוספים. אנו מעריכים שהרגולטורים יפעילו לחץ על החברה להמשיך ולבצע השקעות, בעיקר בתחום הזיקוק, במקביל להחמרה בחקיקה הרלוונטית לתחום.

בנוסף, החברה חשופה לסיכונים תפעוליים בבית הזיקוק באשדוד כדוגמת הדליקה שפרצה במתקן הדחת הסולר באוגוסט 2017. אנו מעריכים כי במקרה של השבתת בית הזיקוק כתוצאה מהתממשות סיכון תפעולי תופחת התפוקה ותמהיל הגלמים ישונה, דבר העלול להשפיע לרעה על הביצועים התפעוליים של חטיבת הזיקוק.

הפרופיל הפיננסי

ב-2018 חלה ירידה של כ-3% ברווח התפעולי של פז, לכ-657 מיליון ₪ ב-2018 למכ-679 מיליון ₪ ב-2017. זאת בעיקר עקב השחיקה במרווחי הזיקוק בשנה החולפת. הרווח התפעולי המתואם של חטיבת הזיקוק הסתכם ב-2018 בכ-130 מיליון ₪ לעומת 157 מיליון ₪ ב-2017 (7.5 דולר בממוצע לחבית ב-2018 לעומת 8.9 דולר בממוצע לחבית ב-2017). כמו כן, חטיבת התעשיות הציגה קיטון של כ-6.2% ברווח התפעולי, בעיקר בעקבות ירידה ברווחיות פזגז אשר נבעה מקיטון בכמויות המכירה בשל חורף שחון אשתקד.

מנגד, הרווח התפעולי של חטיבת הקמעונאות והמסחר נותר דומה לאשתקד והסתכם בכ-412 מיליון ₪ לעומת כ-415 מיליון ₪ ב-2017. הגידול בהוצאות השיווק והמכירה התקזז מול גידול בכמויות המכירה של דלקים ועלייה ברווחיות חנויות המותג Yellow. יחס החוב ל-EBITDA המתואם של הקבוצה כולה עמד ב-2018 על כ-

פז חברת נפט בע"מ
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

2.7x יחס ה-FFO לחוב מתואם עמד על כ-28.6%. נציין כי החל מ-2017 החברה מיישמת מדיניות דיבידנד לפיה תחלק 70% מהרווחים החזויים שלה מידי שנה. בשנת 2017 חילקה החברה דיבידנד של כ-300 מיליון ₪ ובשנת 2018 חילקה החברה דיבידנד של כ-400 מיליון ₪. אנו מעריכים כי החברה תמשיך לייצר תזרימי מזומנים חופשיים חיוביים גם לאחר חלוקת דיבידנד בסכום דומה בטווח הבינוני.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי בשנת 2019 ישתפרו מעט מרווחי הזיקוק ושיעור הניצולת של בית הזיקוק לא ישתנה. כתוצאה מכך, אנו צופים שיפור בתוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק ב-2019. להערכתנו, חטיבות הקמעונאות והמסחר והתעשיות יניבו תוצאות תפעוליות דומות ל-2018.

החברה נהנית מיחסים טובים עם הבנקים ועם שוק ההון המקומי, והנפיקה חוב בשנים האחרונות בריביות נוחות יחסית. זאת במטרה להיערך לתשלום אג"ח ג' בחודש מאי השנה, בהיקף של כ-3 מיליארד ₪, דבר המשקף יישום מדיניות פיננסית אחראית.

Table 1.

Paz Oil Company Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Oil Refining & Marketing

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenues	14,107.0	11,285.0	10,885.0	12,860.0	18,513.0
EBITDA	1,260.5	1,175.5	1,267.5	1,538.5	1,189.0
FFO	957.7	967.6	991.0	1,271.3	823.9
Net income from continuing operations	401.0	572.0	545.0	716.0	172.0
Cash flow from operations	1,121.7	1,378.6	1,033.0	747.3	170.9
Capital expenditures	364.0	597.0	293.0	216.0	221.0
Free operating cash flow	757.7	781.6	740.0	531.3	(50.1)
Debt	3,352.4	3,567.0	4,019.0	4,601.5	4,803.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	8.9	10.4	11.6	12.0	6.4
Debt/EBITDA (x)	2.7	3.0	3.2	3.0	4.0
FFO/debt (%)	28.6	27.1	24.7	27.6	17.2

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את רמת הנזילות של החברה כהולמת. אנו צופים כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים. הערכה זו מתבססת על היקף יתרת המזומנים, על תזרים שוטף גבוה מפעילות, על השקעות הוניות, על פירעון חוב ועל חלוקת דיבידנד.

נכון למועד הדוח, ברשות החברה פיקדונות לזמן ארוך בבנקים בהיקף של 2.9 מיליארד ₪ שמיועדים לתשלום החוב (פירעון אג"ח ג') בהיקף של כ-3 מיליארד ₪ שיחול במאי 2019. אי לכך, הערכת נזילות החברה לשנת 2019 כוללת הן את הפיקדונות בבנקים (מקור עיקרי) והן את התשלום האחרון של אג"ח ג' (שימוש עיקרי).

פז חברת נפט בע"מ
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

נציין כי בשנים האחרונות, החברה נערכה לתשלום החוב שיחול במאי השנה על ידי מספר גיוסים בריביות נוחות. זאת לאור יחסיה הטובים וארוכי השנים עם המערכת הבנקאית ושוק ההון המקומי.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה לתקופה של 12 חודשים החל מה-1 בינואר, 2019:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> • תשלום חלויות חוב של כ-3 מיליארד ₪. • השקעות הוניות בהיקף של כ-400 מיליון ₪ בשנת 2019. • חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-250-300 מיליון ₪ בשנת 2019 (70% מהרווח הנקי לשנת 2018, לפי מדיניות חלוקת דיבידנדים של החברה). 	<ul style="list-style-type: none"> • מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-4.3 מיליארד ₪. • תזרים מפעילות שוטפת של בהיקף של כ-800-820 מיליון ₪.

חלויות חוב					
שנה	2019	2020	2021	2022	2023 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	3,037	157	157	566	2,591

ניתוח התניות

צפי

נכון ל-31 בדצמבר, 2018, לחברה מרווח הולם אל מול ההתניות הפיננסיות שלה, ואנו מעריכים כי היא תשמור על מרווח זה בטווח הבינוני.

דרישות

התניות הפיננסיות של החברה כוללות בין היתר דרישת הון עצמי שלא יפחת מ-1.9 מיליארד ₪ ויחס חוב ל-cap שלא יעלה על 75%.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של פז חברת נפט בע"מ שאינן מובטחות (סדרות ג', ד', ה', ו', ז') ולסדרות האג"ח של פז בית זיקוק אשדוד בע"מ שאינן מובטחות (סדרות 43, 43 ב'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בחלק הגבוה של הטווח של 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 50%-70% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר במסלול ההתדרדרות, וכן משום שבדירוג 'ilAA' ההסתברות לאירוע כשל הפירעון היא במועד מאוחר יחסית ולכן תחזיות מפל התשלומים פחות ודאיות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל, יחד עם ירידה ניכרת במרווחי הזיקוק והתממשות סיכון תפעולי בבית הזיקוק באשדוד אשר ישבית את פעילותו לתקופה ממושכת, יובילו לפגיעה משמעותית בביצועים התפעוליים של החברה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת בחטיבת הזיקוק המפעילה את אחד משני בתי הזיקוק היחידים בישראל, ובחוזים חתומים ארוכי טווח עם לקוחות החברה (מוסדיים וכד') למכירה, הפצה ואספקה של דלקים. בנוסף, לקרקעות של מתחמי פז ערך כלכלי עם פוטנציאל מימוש בעת תרחיש כשל פירעון היפותטי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA במועד חדלות הפירעון: 410 מיליון ₪
 - מכפיל EBITDA ענפי: 6.0x
 - שווי כעסק חי (ברוטו) לפי מכפיל EBITDA: כ-2,460 מיליון ₪
 - עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 5%
 - סך חוב לא מובטח: 3,204 מיליון ₪
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות ג', ד', ה', ו', ז'): 50%-70% (מוגבלת כפי שצוין לעיל).
 - דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (סדרות ג', ד', ה', ו', ז') (1 עד 6): 3
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות 43, 43 ב'): 50%-70% (מוגבלת כפי שצוין לעיל).
 - דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (סדרות 43, 43 ב') (1 עד 6): 3
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של פז חברת נפט בע"מ לשנת 2018:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח (כולל פיקדונות בנקים סגורים עד לחודש מאי 2019 אשר מיועדים לתשלום חלויות אג"ח ב-2019).
- היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לסך החוב המדווח.

פז חברת נפט בע"מ
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

Table 2.

Reconciliation Of Paz Oil Company Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2018

Paz Oil Company Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	6,479.0	4,124.0	1,106.0	734.0	159.0	1,106.0	1,148.0
S&P Global Ratings adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(159.0)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	46.0	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(128.0)	--
Operating leases	787.6	--	158.5	55.8	55.8	102.7	102.7
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	48.5	--	3.0	3.0	6.0	(3.0)	--
Surplus cash	(3,962.7)	--	--	--	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	46.0	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(129.0)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	13.0	--	--	--	--	--
EBITDA - Derivatives	--	--	(7.0)	(7.0)	--	(7.0)	--
Total adjustments	(3,126.6)	13.0	154.5	97.8	61.8	(148.3)	(26.3)
S&P Global Ratings adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	3,352.4	4,137.0	1,260.5	831.8	220.8	957.7	1,121.7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הקמעונאות וההסעדה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הכימיקלים](#), 31 בדצמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות העוסקות בתחום זיקוק ושיווק דלקים](#), 27 במרץ, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידיים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-31 במרץ, 2019)

	פז חברת נפט בעמ
	דירוג(י) המנפיק
ilAA-\Stable	טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilAA-	סדרה ג,ד,ה,ו,ז
	היסטוריית דירוג המנפיק
	טווח ארוך
ilAA-\Stable	מרץ 30, 2015
ilA+\Stable	אפריל 11, 2014
ilA+\Negative	יולי 26, 2013
ilA+\Stable	דצמבר 14, 2011
ilAA-\Watch Neg	אוגוסט 02, 2011
ilAA-\Stable	מרץ 28, 2010
ilAA\Watch Neg	נובמבר 29, 2009
ilAA\Stable	דצמבר 20, 2007
ilAA-\Stable	נובמבר 28, 2006
ilAA-	אוקטובר 26, 2006
	פז בית זיקוק אשדוד בעמ
	דירוג(י) המנפיק
ilAA-\Stable	טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilAA-	סדרה 43,43
	היסטוריית דירוג המנפיק
	טווח ארוך
ilAA-\Stable	מרץ 30, 2015
ilA+\Stable	אפריל 11, 2014
ilA+\Negative	יולי 26, 2013
ilA+\Stable	דצמבר 27, 2011
ilAA-\Watch Neg	אוגוסט 02, 2011
ilAA-\Stable	מרץ 28, 2010
ilAA-\Watch Neg	פברואר 21, 2010
ilAA-\Stable	מרץ 07, 2007
	פרטים נוספים
13:40 31/03/2019	זמן בו התרחש האירוע
13:40 31/03/2019	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.