

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

אנליסט אשראי ראשי:

צבי בוימר, תל אביב 3-753-9700 (972), zvi_boimer@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

יובל טורבטי, תל אביב 3-753-9700 (972), yuval_torbati@standardandpoors.com

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

www.maalot.co.il

תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית דירוג

תיאור פעילות החברה

פרופיל הסיכון העסקי: מעמד עסקי גבוה בתחומי הפעילות בישראל

פרופיל הסיכון הפיננסי: מינוף גבוה ותנודתיות בביצועים התפעוליים

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

מחקר קשור

פז חברת נפט בע"מ

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

דירוג המנפיק	
פז חברת נפט	ilA+/Stable
פז בית זיקוק אשדוד	ilA+/Stable

חוזקות וחולשות

חוזקות:

- מעמד עסקי מוביל בתחומי פעילותה בישראל.
- אינטגרציה אנכית של חטיבת הזיקוק עם חטיבת הקמעונאות והמסחר.
- פריסה ארצית רחבה של תחנות התדלוק במיקומים עדיפים.
- גמישות פיננסית ונגישות גבוהה למממנים.

חולשות:

- רמת מינוף גבוהה שכיום אינה תואמת את הדירוג.
- ענף הדלקים שהנו ענף תחרותי וחשוף ללחצים רגולטורים.
- ענף הזיקוק המאופיין בתנודתיות ובמשתנים אקסוגניים לקבוצה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של פז חברת נפט בע"מ, העוסקת בתחום האנרגיה בישראל, נתמך בעיקר על ידי מעמדה העסקי האיתן בשוק הישראלי בתחומי הפעילות העיקריים שלה והאינטגרציה האנכית עם חברת בת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ (אנו רואים קשר הדוק בין הדירוג ותחזית הדירוג של פז חברת נפט לבין הדירוג ותחזית הדירוג של חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, המוחזקת ב-100% על ידה, לאור חשיבותה בשרשרת הערך של קבוצת פז).

מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהסיכונים האינהרנטיים בתעשיית הזיקוק התנודתית ועתירת ההון, היעדר מדיניות פיננסית פומבית, ומרמת מינוף גבוהה הבאה לידי ביטוי ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של 7.4x בסוף שנת 2011 וזאת, כתוצאה מביצועים פיננסיים חלשים והמשך ההוצאה אל הפועל של תכנית ההשקעות שהחלה ב-2010.

בעוד אנו מעריכים בזירות שהחברה תשכיל להגיע לרמת מינוף שהולמת את הדירוג הנוכחי, דהיינו, יחס חוב ל-EBITDA מתואם של 3.5x-4.0x ו-FFO funds from operations לחוב מתואם של לפחות 20% בשנת 2013 עם סיום תוכנית ההשקעות, ישנם אתגרים

רבים בטווח הבינוני, ובעיקרם: המחסור בגז הטבעי המשמש כמקור אנרגיה זול ומהותי בתהליך הזיקוק, חלות חוב מהותית בשנת 2014 בסך של כ- 2.4 מיליארד ש"ח ורמת תחרותיות גבוהה בשוקי הפעילות העיקריים של החברה.

אנו רואים את התרומה הצפויה מתכנית ההשקעות כשיקול מרכזי בדירוג החברה. התרומה מפרויקטים אלו, אשר להערכתנו עומדים להבשיל עד לסוף הרבעון הראשון של 2013, אמורה להניב תוספת שנתית ל- EBIT של כ- 260 מיליון ש"ח. עם זאת, לנוכח המחסור בגז טבעי, שהחל ברבעון הראשון של 2012 עם ירידה של 70% באספקת הגז מים תטיס, ושצפוי להימשך לתוך שנת 2013, וכן לנוכח דחייה אפשרית בהפעלת הפרויקטים ובשיפוץ בית הזיקוק הנובעים מרצונה של פז לנצל את סביבת המרווחים הנוכחית, ייתכן כי תרומה זו לא תושג במלואה ב- 2013. מנגד, סביבת מרווחי הזיקוק החיובית והעלאת מרווח השיווק מספקות מידה מה של תמיכה לדירוג הנוכחי. להערכתנו, ההשלכות של שתי הגורמים הנ"ל על הביצועים העסקיים בשנת 2013 יתבררו רק לקראת סוף שנת 2012. אנו גם נותנים משקל כבד לגמישות הפיננסית של פז בחלוקת דיבידנד, ומעריכים כי במידת הצורך, החברה תשכיל להגביל את חלוקת הדיבידנד באופן שיתמוך ביחסי כיסוי החוב שאנו רואים כתואמים לדירוג הנוכחי.

תרחיש S&P תפעולי בסיסי

פז הציגה ביצועים תפעוליים חלשים במהלך שנת 2011 בעיקר כתוצאה משחיקה ברווחיות חטיבת הזיקוק שנבעה משפל במרווחי הזיקוק. לנוכח המחסור בגז הטבעי במהלך הרבעון הראשון של 2012, חטיבת הזיקוק הציגה רווח תפעולי מתואם של 5 מיליון ש"ח, שיפור לעומת ההפסד התפעולי הכבד ברבעון האחרון של 2011, אך עדיין חלש מאוד יחסית לרבעון המקביל וביחס לציפיות שלנו. במהלך הרבעונים הבאים אנו מעריכים שחטיבת הזיקוק תציג תוצאות טובות יותר מהרבעון הראשון, וזאת על בסיס הערכותינו לסביבת מרווחים תומכת וכן לגידול בכמות הגז המסופקת בעקבות השלמת פיתוח מאגר נועה צפון. עם זאת, להערכתנו, כל עוד המחסור בגז הטבעי יימשך, חטיבת הזיקוק תמשיך להציג תוצאות חלשות על אף סביבת המרווחים הנוכחית, ואלו יבואו לידי ביטוי ברווח תפעולי שלהערכתנו, לא יעלה על 80 מיליון ש"ח בשנת 2012. חטיבת הקמעונאות והסחר הציגה ביצועים יציבים יחסית ב- 2011 וכן ברבעון הראשון של 2012, על אף הורדת מרווח השיווק, וזאת כתוצאה מצעדי הנגד שבהם נקטה החברה (בין היתר ביטול הנחות, קיצור ימי אשראי, התייעלות תפעולית) וכן לאור גודלה ומעמדה התחרותי. להערכתנו, החטיבה צפויה להציג תוצאות דומות במהלך שנת 2012 ללא גידול מהותי בתיק תחנות התדלוק, תוך שמירה על נתח השוק שלה (25% לערך מתוך סך תחנות התדלוק בישראל).

במסגרת תרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כיום כי פז תציג EBITDA (מותאם) של כ- 1 מיליארד ש"ח בשנת 2012 לעומת כ- 1.3 מיליארד ש"ח בתחזית הקודמת שלנו מדצמבר 2011. הערכה זו לוקחת בחשבון את ההשפעה השלילית של המחסור בגז הטבעי מחד וסביבת מרווחי הזיקוק התומכת מאידך. אנו מעריכים כי פז תרשום EBITDA מתואם של כ- 1.6 מיליארד ש"ח בשנת 2013, לאחר הפעלה מלאה של הפרויקטים הנמצאים כיום בבניה (תוספת שנתית ל- EBIT של כ- 260 מיליון ש"ח עם תלות נמוכה במרווחי הזיקוק תחת ההנחה שהפרויקטים פועלים כל השנה). אנו מניחים כי מרווח ה- Ural Med, המשמש כמדד ייחוס לפעילות הזיקוק של פז יהיה באזור ה- \$3 לחבית וכן שאספקת גז סדירה מתמר תחל במחצית השנייה של 2013. כמו כן, אנו מעריכים כי מגזר התעשיות והשירותים ומגזר הקמעונאות והסחר יציגו תוצאות דומות לאלו שנרשמו בשנת 2011 כאשר מלוא ההשפעה החיובית של העלאת מרווח השיווק (מיוני 2012) שתבוא לידי ביטוי בשנת 2013, מוערכת על ידינו ב- 25 עד 30 מיליון ש"ח בשנה. תרחיש הבסיס שלנו אינו מניח דחייה בהפעלתם של הפרויקטים השונים (למעט דחייה בהפעלתה של תחנת הכוח מבוססת הגז הטבעי). לדחייה בהפעלת הפרויקטים מעבר לרבעון הראשון של שנת 2013, עלולה להיות השפעה שלילית על תוצאות חטיבת הזיקוק ולגרום לפעולת דירוג שלילית.

תרחיש S&P בסיסי - תזרימי מזומנים ומבנה הון

אנו מצפים ליחסים פיננסיים חלשים יחסית גם בשנה הקרובה. במסגרת תרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים חוב מתואם ל- EBITDA של כ- 6.3x בשנת 2012 ו- 3.8x בשנת 2013 וכן אנו מצפים שיחס ה- FFO לחוב מתואם יעמוד על כ- 10% בשנת 2012 ו- 19% בשנת 2013. אנו מבססים את הערכתנו בעיקר על התייצבות במרווחי הזיקוק ושיפור בביצועים של חטיבת הזיקוק בשנת 2013. תרחיש הבסיס מניח כי לפז קיימת גמישות בחלוקת רווחיה כאשר רמת הדיבידנדים שיחולקו בשנת 2012 צפויה להיות נמוכה מזו של שנת 2011. כמו כן, אנו מעריכים שעם סיום תכנית ההשקעות הנוכחית, רמת ההשקעות ההונית של החברה במהלך שנת 2013 תהיה נמוכה יותר ותגיע לגובה הפחת השנתי. לפיכך, אנו צופים שהחברה תייצר תזרימי מזומנים חופשיים (FOCF) חיוביים אך נמוכים בשנים 2012-2013.

למרות שאנו מעריכים כי יחסי הכיסוי של החברה צפויים להגיע ל- 3.8x בשנת 2013 ולמרות שלהערכתנו הביצועים התפעוליים ישתפרו בשנת 2012 ו- 2013 בהשוואה לשנת 2011, העדר מדיניות פיננסית פומבית שתומכת ביחסי הכיסוי ורמות המינוף שהגדרנו כמתאימות לדירוג הנוכחי ממשיך להאפיל על הדרוג.

נזילות

רמת הנזילות של פז הנה "מספקת", על פי הקריטריונים שלנו. אנו מעריכים שהיחס בין המקורות אשר יעמדו לרשות פז לבין הצרכים שלה ב- 24 החודשים הקרובים יעלה על 1.2x. הערכה זו משקפת את יתרת המזומנים, מבנה החוב ותזרים מפעילות שוטפת שיכול לתמוך בצרכי ההשקעות והדיבידנד של החברה בשנתיים הקרובות. .

תחת ההנחות בבסיס הדירוג למרווחי הזיקוק לשנים 2012-2013 ולצרכי ההון החוזר (מחיר חבית נפט \$110), אנו מניחים כי המקורות שעומדים לרשות החברה נכון ל- 31 בדצמבר, 2011 הם:

- יתרת מזומן בסך כ- 0.9 מיליארד \$, כאשר כ- 0.3 מיליארד \$ מתוכם נדרשים, להערכתנו, לתפעול שוטף;
- תזרים מפעילות שוטפת בסך של 2 מיליארד \$ עד לסוף שנת 2013 ;
- ומסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקפים מהותיים.

מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל- 31 לדצמבר, 2011 כוללים:

- יתרת השקעות בסך כ- 1 מיליארד \$ עד לסוף שנת 2012 (סיום הפרויקטים) והשקעות בגובה הפחת החל משנת 2013. בהינתן השלבים בהם נמצאים הפרויקטים ורמת התשואה, אנו מניחים גמישות תפעולית ונכונות נמוכה לדחייתם לשנת 2013;
- פירעון אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 0.7 מיליארד \$;
- חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של 0.8 מיליארד \$ עד סוף שנת 2013;
- ודיבידנד בהיקף של כמה מאות מיליוני \$ בשנים 2012 ו- 2013, בהתבסס על חלוקת דיבידנד ורכישות עצמיות בשנים קודמות (כ- 1.4 מיליארד \$ בין השנים 2007-2011).

נציין כי בסוף שנת 2014 תצטרך החברה להתמודד עם חלות חוב בסך כ- 2.4 מיליארד \$. במידה והחברה לא תגבש תוכנית פעולה מהימנה במהלך שנת 2012 להתמודדות עם הפירעון, התפתחות זו תשפיע לשלילה על פרופיל הנזילות של החברה ותביא לפעולת דירוג שלילית.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו, שאף על פי שהמחסור בגז הטבעי צפוי להרע את התוצאות התפעוליות בשנת 2012, סביבת מרווחי הזיקוק יחד עם העלאת מרווח השיווק יאפשרו לפז לעמוד ביחסי כיסוי חוב מתואם ל- EBITDA של כ- 3.5x-4.0x ויחס FFO לחוב מתואם של כ- 20% לפחות, החל משנת 2013 עם סיום תוכנית ההשקעות. התחזית היציבה גם מניחה שפז תמשיך להציג נזילות "מספקת" הנתמכת במסגרות אשראי חתומות וכן את הערכתנו שלפז קיימת גמישות פיננסית בחלוקת דיבידנדים שתאפשר לה לעמוד ביחסים הנ"ל.

אם נעריך בתחילת 2013 כי פז לא תוכל לעמוד ביחסי הכיסוי הנ"ל, בין אם כתוצאה מהמחסור בגז הטבעי ובין אם כתוצאה מעיכובים בהפעלתם של הפרויקטים השונים, נפעל לפעולת דירוג שלילית. העדר תוכנית סדורה להתמודדות עם פירעון אגרות החוב בסוף שנת 2014 גם תוביל לפעולת דירוג שלילית. כמו כן, לחץ נוסף על הדירוג יכול להיווצר במידה והחברה תוסיף רבדים נוספים לתוכנית ההשקעות או תגדיל משמעותית את מצבת החוב הנוכחית. פעולות כאמור יובילו ככל הנראה לתזרים מזומנים שלילי לאחר השקעות וליחסים פיננסיים הנמוכים מהיחסים שקבענו כתואמים את הדירוג הנוכחי. פעולת דירוג חיובית אינה ריאליסטית בטווח הקרוב, לדעתנו, לנוכח המחסור בגז הטבעי ולנוכח העובדה שאיננו צופים שהחברה תציג יחסי כיסוי התואמים רמת דרוג גבוהה יותר במהלך אופק תחזית הדרוג.

תיאור פעילות החברה

פז הנה חברה ציבורית הפועלת באמצעות מספר חברות מוחזקות בענף האנרגיה בישראל. החברה מפעילה רשת תחנות תדלוק, רשת חנויות נוחות תחת המותג yellow, מתחמי תדלוק ומתחמים קמעונאיים, עוסקת בשיווק ישיר של מוצרי נפט לתעשייה ולצריכה פרטית ובבעלותה אחד משני בתי הזיקוק בישראל. כמו כן, החברה פועלת דרך חטיבת התעשיות והשירותים הכוללת, בין היתר, את החברות: פזגז, פז שמנים וכימיקלים, פזקר ופז שירותי תעופה, ועוסקת בייצור ובשיווק מוצרים בתחומי האנרגיה והתשתיות.

גרעין השליטה בחברה כולל את בינו אחזקות בע"מ המחזיקה כ- 45% ממניות החברה ואת חברות דולפין אנרגיות בע"מ ואינסטנז הולדינגס בע"מ המחזיקות ביחד ב- 13% ממניות החברה, כאשר הציבור ומשקיעים מוסדיים מחזיקים ביתרה.

להלן התפלגות תרומת ה- EBITDA (על בסיס הרווח התפעולי המתואם) בשנת 2011 לפי מגזרי פעילות עיקריים: חטיבת הקמעונות והסחר (535 מיליון ₪); חטיבת התעשיות (211 מיליון ₪); וחטיבת הזיקוק (110 מיליון ₪).

פרופיל הסיכון העסקי: מעמד עסקי גבוה בתחומי הפעילות העיקריים בישראל

הפרופיל הסיכון העסקי של פז מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- ענף ייצור תזקיני הנפט ושיווק הדלקים בישראל המאופיין בביקוש קשיח, ורמת תחרות מוגבלת מיבוא תזקינים לישראל הנובעת מעלויות ההובלה והמיכול, אשר יוצרות יתרון ליצרן הממוקם בקרבה גיאוגרפית לקהל היעד. בנוסף, הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים הנובעים מרמת השקעות גבוהה, איתור מיקומים והעמדת מקורות אשראי בהיקפים גדולים.
- שיעורי רווחיות יחסית גבוהים בהשוואה לחברות מקומיות מדורגות בענף. האינטגרציה האנכית עם בז"א מגדילה את הסינרגיה בין מגזרי הפעילות לאורך שרשרת הערך.
- איכות נכסיה גבוהה הבאה לידי ביטוי במיקומים מובילים, יחס הבעלות ותפעול מסך התיק ומקומו של מותג חזק. מדובר על 275 תחנות דלק ו- 237 חנויות נוחות תחת המיתוג yellow. עם זאת, נתח השוק הנוכחי הגבוה של פז מותיר מרווח נמוך מאד לצמיחה.

גורמי התמיכה אלו מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי האילוצים כלהלן:

- התמקדות פעילותה בשוק המקומי בלבד וכן חלקו המשמעותי של בית הזיקוק באשדוד מסך רווחיות. אלו מהווים סיכון מסוים אשר מודגש לנוכח היותו של בית הזיקוק כמתקן ייחודי והכללתו בטווח הרקטות המשוגרות מרצועת עזה.
- התערבות רגולטורית בענף, בעיקר בתחום שיווק הדלקים, המכוונת להמרצת התחרות בשווקים ולהורדת המחירים. אנו מצפים כי החלטות נוספות של הרגולטור, כגון החזרת הפיקוח על מחירי הסולר, עידוד שחקנים קטנים במכרזים עתידיים, עשויות להמשיך להשפיע על פז.
- גמישות תפעולית נמוכה עקב הוצאות קבועות גבוהות וחשיפה לתנודות במחירי התשומות שהעיקריות בהן הן נפט גולמי וגז טבעי.

פרופיל הסיכון הפיננסי: מינוף גבוה ותנודתיות בביצועים התפעוליים

פרופיל הסיכון הפיננסי של פז מבוסס, לדעתנו, על החולשות הבאות:

- מינוף גבוה כפי שמתבטא בצפי שלנו ליחס חוב מתואם ל- EBITDA גבוה מ- 6.0x ויחס FFO לחוב מתואם של כ- 10% בשנת 2012. בהינתן הערכתנו הנוכחית לסיכון העסקי של החברה, המינוף של פז גבוה יותר מהמינוף של חברות מדורגות דומות באירופה, וזאת לאורך זמן, לרבות במחזורי שוק חיוביים בתעשיית הזיקוק.
- אי קיומה של מדיניות פיננסית פומבית שתתמוך ביחס חוב ל- EBITDA הנמוך מ- 4.0x לאורך זמן.

החולשות אלו, לדעתנו, מתקזזות חלקית על ידי:

- נגישות גבוהה למממנים, העדר התניות פיננסיות והעדר שעבודים קבועים על נכסי החברה. לחברה יחסים טובים, לאורך זמן רב, עם המערכת הבנקאית בישראל, והיא מגייסת בריביות יחסית נוחות בשוק ההון המקומי.
- גמישות פיננסית, להערכתנו, בחלוקת דיבידנד וכן, גמישות בניהול ההון החוזר המשקפת את היתרון לגודל של פז ובאה לידי ביטוי בתהליך הורדת אשראי הלקוחות בהיקף של עד מיליארד ₪ להערכת החברה עד לסוף שנת 2012.

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים של פז חברת נפט. ההתאמות הנ"ל באות לידי ביטוי הן ברמת החוב הפיננסי והן במדידת תזרים המזומנים.

להלן ההתאמות העיקריות שביצענו לנתוני 2011:

- התאמות לרווח התפעולי על מנת להציגו ללא השפעות חריגות (הגנות מלאי, הוצאות מימון בגין מלאי וכיו"ב).
- קיזוז עודפי מזומנים (מזומנים שאינם מיועדים להשקעות ברכוש קבוע או בהון חוזר) מהחוב הפיננסי המדווח.
- התאמה לחוב המדווח בגין עסקת ה-'החלף' על האג"ח צמוד המדד.
- היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ולהון העצמי.

Table 1

Reconciliation Of Paz Oil Co. Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2011--

Paz Oil Co. Ltd. reported amounts										
	Debt	Shareholders' equity	Revenues	EBITDA	Operating income	Interest expense	Cash flow from operations	Cash flow from operations	Dividends paid	Capital expenditures
Reported	6,436.0	3,118.0	18,657.0	932.0	593.0	408.0	645.0	645.0	458.0	672.0
Standard & Poor's adjustments										
Operating leases	881.1	--	--	93.1	93.1	93.1	89.4	89.4	--	--
Postretirement benefit obligations	36.0	(3.0)	--	(6.0)	(6.0)	3.0	(4.6)	(4.6)	--	--
Surplus cash and near cash investments	(595.0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	--	11.0	(11.0)	(11.0)	--	(11.0)
Non-operating income (expense)	--	--	--	--	45.0	--	--	--	--	--
Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows	--	--	--	--	--	--	(208.0)	(208.0)	--	--
Reverse changes in working-capital	--	--	--	--	--	--	--	150.0	--	--
Minority interests	--	10.0	--	--	--	--	--	--	--	--
Debt - Other	(533.0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Derivatives	--	--	--	(174.0)	(174.0)	--	--	--	--	--
Working capital - Other	--	--	--	--	--	--	1.0	--	--	--
FFO - Other	--	--	--	--	--	--	(1.0)	(1.0)	--	--
Total adjustments	(210.9)	7.0	0.0	(86.9)	(41.9)	107.1	(134.1)	14.9	0.0	(11.0)
Standard & Poor's adjusted amounts										
	Debt	Equity	Revenues	EBITDA	EBIT	Interest expense	Cash flow from operations	Funds from operations	Dividends paid	Capital expenditures
Adjusted	6,225.1	3,125.0	18,657.0	845.1	551.1	515.1	510.9	659.9	458.0	661.0

Table 2**Paz Oil Co. Ltd. -- Peer Comparison (Mil. \$)****Industry Sector: Oil Refining & Marketing**

	Paz Oil Co. Ltd.	Oil Refineries Ltd.	The Delek-Israel Fuel Corp. Ltd.	MOL Hungarian Oil and Gas PLC	Caltex Australia Ltd.
Rating as of Aug. 15, 2012	ilA+/Stable	ilBBB+/Stable	ilBBB/Negative	BB+/Stable/--	BBB+/Watch Neg/A-2
--Fiscal year ended Dec. 31, 2011--					
Revenues	4,879.5	2,500.7	1,637.1	22,117.8	22,665.2
EBITDA	222.0	29.3	78.7	2,334.4	626.9
Operating income	133.4	(6.2)	55.5	895.1	402.0
Net income from continuing operations	13.9	(22.8)	4.5	633.9	(731.6)
Funds from operations (FFO)	173.6	24.3	49.8	2,044.5	663.8
Cash flow from operations	134.7	165.6	8.4	1,409.3	534.4
Capital expenditures	172.9	91.3	44.0	927.1	502.2
Free operating cash flow	(38.2)	74.4	(35.6)	482.2	32.2
Discretionary cash flow	(158.0)	74.4	(38.6)	441.0	(97.9)
Debt	1,628.1	694.2	961.3	5,727.0	1,155.9
Equity	817.3	277.7	289.0	8,749.2	2,274.3
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	4.5	1.0	4.8	10.6	2.8
EBITDA interest coverage (x)	1.6	0.8	1.2	11.5	6.0
EBIT interest coverage (x)	1.1	(0.5)	1.2	5.1	3.9
Return on capital (%)	5.7	(1.6)	5.9	7.2	10.6
FFO/debt (%)	10.6	1.4	5.1	35.7	57.4
Cash flow from operations/debt (%)	8.2	2.3	0.8	24.6	46.2
Free operating cash flow/debt (%)	(2.4)	(13.3)	(5.5)	8.3	2.8
Debt/EBITDA (x)	7.4	26.7	12.3	2.5	1.8
Total debt/debt plus equity (%)	66.6	71.4	76.9	39.6	33.7

Table 3

Paz Oil Co. Ltd. -- Financial Summary				
Industry Sector: Oil Refining & Marketing				
	--Fiscal year ended Dec. 31--			
	2011	2010	2009	2008
Rating history	iIA+/Stable	iIAA-/Stable	iIAA/Watch Neg	iIAA/Stable
(Mil. NIS)				
Revenues	18,657.0	15,049.0	12,690.0	17,910.0
EBITDA	845.1	1,176.9	1,179.2	1,405.9
Operating income	506.1	834.9	832.2	1,118.9
Net income from continuing operations	53.0	460.0	575.0	602.0
Funds from operations (FFO)	659.9	838.8	956.1	1,014.0
Cash flow from operations	510.9	929.8	1,468.1	1,993.0
Capital expenditures	661.0	575.3	478.4	921.2
Free operating cash flow	(150.1)	354.4	989.6	1,071.8
Discretionary cash flow	(608.1)	99.4	987.6	556.8
Cash and short-term investments	300.0	550.0	300.0	300.0
Debt	6,225.1	5,967.1	5,569.8	6,506.2
Equity	3,125.0	3,224.3	3,296.8	2,679.1
Adjusted ratios				
EBITDA margin (%)	4.5	7.8	9.3	7.8
EBITDA interest coverage (x)	1.6	3.0	2.7	2.8
EBIT interest coverage (x)	1.1	2.2	2.0	2.3
Return on capital (%)	5.7	9.4	9.5	12.2
FFO/debt (%)	10.6	14.1	17.2	15.6
Cash flow from operations/debt (%)	8.2	15.6	26.4	30.6
Free operating cash flow/debt (%)	(2.4)	5.9	17.8	16.5
Debt/EBITDA (x)	7.4	5.1	4.7	4.6
Debt/debt and equity (%)	66.6	64.9	62.8	70.8

- *Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers*, September 28, 2011
- *Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded*, May 27, 2009

את המאמרים המתודולוגיים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's בכתובת <http://www.standardandpoors.com>

פרטים כלליים (נכון ל- 16 לאוגוסט, 2012)	
ilA+/Stable	פז חברת נפט בע"מ
ilA+/Stable	פז בית זיקוק אשדוד בע"מ
ilA+	סדרה א
ilA+	סדרה ב
ilA+	סדרה ג
ilA+	*סדרות לא סחירות (2003-4)
**היסטוריית דירוג המנפיק	
ilA+/ Stable	14-דצמבר-2011
ilAA-/Watch Negative	2-אוגוסט-2011
ilAA-/Stable	30-מאי-2011
ilAA-/Stable	28-מרץ-2010
חליות חוב ז"א (מיליוני ₪)	
נכון ל- 31 דצמבר, 2011:	
423	:2012
426	:2013
2,479	:2014
1	:2015
2,213	:2016 ואילך

*מונפקות ע"י פז בית זיקוק אשדוד בע"מ
 **בתקופות המצוינות, דירוגי פז חברת נפט בע"מ ופז בית זיקוק אשדוד בע"מ זהים.

אנליסט אשראי ראשי:

צבי בוימר, תל אביב 3-753-9700 (972), zvi_boimer@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

יובל טורבטי, תל אביב 3-753-9700 (972), yuval_torbati@standardandpoors.com

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. 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 יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.