

14 דצמבר, 2011

פז חברת נפט

פז בית זיקוק אשדוד

הורדת הדירוג ל- 'ilA+', בשל המשך חולשה במגזר הזיקוק הפעילות וגידול בהיקף החוב; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי: אלעד זלסקו, לונדון, elad_jelasko@standardandpoors.com
 אנליסט אשראי משני: צבי בוימר, תל-אביב, zvi_boimer@standardandpoors.com

תמצית

- במהלך החודשים האחרונים, מרווחי הזיקוק חזרו לרמות השפל שנרשמו בשנת 2009, במקביל לעליית מחיר הנפט לרמה של \$100-\$110 לחבית. לדעתנו, המרווחים אינם צפויים להתאושש משמעותית בשנת 2012.
- לדעתנו השילוב של תוצאות פיננסיות חלשות בשנת 2011, עליית מחירי הנפט והוצאה אל הפועל של תוכנית השקעות נרחבת, הביאו את היחסים הפיננסיים לרמות שאינן הולמות את הדירוג. יחסים אלו צפויים אומנם להשתפר בשנת 2012, אך עדיין להיות גבוהים ביחס לאלו ההולמים דירוג 'ilAA-'. לדעתנו, התממשות החשש למיתון נוסף באירופה עשוי להחליש את היחסים אף יותר.
- אנו מורידים את הדירוגים של פז חברת נפט בע"מ (פז), הפועלת בתחום זיקוק ושיווק דלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, ל- 'ilA+' מ- 'ilAA-'. באותה העת אנו מוציאים את הדירוגים מ- CreditWatch.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו אודות יכולתה של החברה לצלוח את התקופה הקרובה, גם תחת הנחת מרווחי זיקוק נמוכים, וזאת בהסתמך על קבלת מסגרות אשראי חתומות בהיקפים מהותיים, והצגת יחסי כיסוי חוב ההולמים את הדירוג הנוכחי החל משנת 2013.

פעולת הדירוג

ב-14 דצמבר, 2011 הורידה Standard & Poor's Maalot את הדירוגים של פז חברת נפט בע"מ, הפועלת בתחום הזיקוק ושיווק הדלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, ל- 'ilA+' מ- 'ilAA-', ובאותה העת הוציאה את הדירוגים מ- CreditWatch עם השלכות שליליות, אליו הוכנסו ב-2 לאוגוסט, 2011. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו להמשך חולשה במגזר הזיקוק של פז בשנת 2012, אשר יוביל להמשך הצגת יחסים פיננסיים שאינם תואמים דירוג 'ilAA'. הערכתנו מתחדדת בשל היעדר מרווח ביטחון להרעה אפשרית ביחסים על רקע הסביבה המאקרו כלכלית המתגרת, כאשר לחברה יכולת מוגבלת בהקטנת מצבת החוב בזמן הקצר. אנו עדיין רואים שיפור מהותי ביחסי כיסוי החוב של החברה החל משנת 2013, עם השלמת הפרוייקטים, אך נותנים לכך משקל נמוך מבעבר על רקע האתגרים המצויים לפיתחה של פז ואי קיומה של מדיניות פיננסית פומבית שיתמכו ביחס חוב ל- EBITDA הנמוך מ- 3.5x לאורך זמן. אנו מאמינים כי בעת הנוכחית הפרופיל הפיננסי של חברות אחרות המדרגות על ידינו ב- 'ilAA' חזק יותר מזו של פז.

בשל השינויים בתנאי השוק והערכתנו לאפשרות כניסת הגוש האירופאי למיתון חוזר (סבירות של 40%) שינינו את תסריט הבסיס שלנו, ואנו מניחים כיום כי פז תציג EBITDA (מותאם) של כ- 1.3 מיליארד ש"ח בשנת 2012, לעומת כ- 1.4 מיליארד ש"ח בתחזית הקודמת שלנו ממאי 2011, ולעומת EBITDA של כ- 1.0 מיליארד בשנת 2011. אנו מעריכים כי פז תרשום EBITDA של כ- 1.8 מיליארד ש"ח בשנת 2013, לאחר הפעלה מלאה של הפרוייקטים הנמצאים כיום בבניה (תוספת ל- EBIT של כ- 260 מיליון ש"ח עם תלות נמוכה במרווחי הזיקוק). ההנחות בבסיס הדירוג הינן כי מרווחי הזיקוק צפויים להיות נמוכים מאוד (מרווח ה- Ural Med), המשמש כבנצ'מארק לפז יהיה בטווח של \$2.0-\$2.5 לחבית) והערכה כי מגזר שיווק הדלקים יציג תוצאות דומות לאלו שנרשמו בשנת 2010. תסריט הבסיס שלנו נמוך מתחזית החברה המניחה התאוששות מהותית במרווחי הזיקוק החל משנת 2013, אך אלו כמובן אקסוגניים לחברה.

אנו מניחים כי החלטת הממשלה להקטין את מרווח השיווק על הבנזין מייצג פגיעה, טרם יישום פעולות-נגד, הנמוכה מ- 10% מהיקף ה- EBITDA של פז. לדעתנו, מעמדה התחרותי של פז והפגיעה המצומצמת יחסית, מציבה את פז בעמדה נוחה יחסית ליהנות מתמורות אפשריות במשק הדלק. אנו מאמינים כי היקף הפגיעה בחברות האחרות יהיה חד יותר, וזה יביא לצמצום בהנחות ודמי השכירות מתוך מטרה להשיב את הרווחים האבודים. אנו מאמינים כי הרגולציה בענף שיווק הדלקים טרם התייצבה, והחלטות נוספות ע"י הממשלה כגון החזרת הפיקוח על מחירי הסולר, עידוד שחקנים קטנים במכרזים עתידיים ועוד, עשויים להמשיך להשפיע על פז.

במסגרת המעקבים הקודמים שלנו נתנו משקל רב למדיניות הפיננסית של החברה, קרי שימוש בתזרים הפנוי לביצוע השקעות וחלוקת דיבידנד, תוך שמירה על היקף החוב הקיים, וכתוצאה מכך יכולתה של פז להציג יחסי כיסוי ההולמים את הדירוג -- חוב ל- EBITDA (מותאם) בטווח של 4.0x-4.5x בשנים 2011-2012 ויחס הנמוך מ- 3.5x החל משנת 2013, עם סיום הפרוייקטים. בפועל צפויה להציג פז תזרים מזומנים שלילי לאחר השקעות בשנים 2011 ו- 2012, שיתורגם לעלייה בהיקף החוב. במסגרת תסריט הבסיס שלנו, אנו מניחים חוב ל- EBITDA של כ- 6.1x בשנת 2011 וכ- 4.7x בשנת 2012. נציין כי למרות העובדה כי יחסי הכיסוי של החברה צפויים להגיע ל- 3.2x בשנת 2013 עפ"י תסריט הבסיס שלנו, אנו רואים את הסביבה המתאגרת בה פועלת פז עד לסוף שנת 2013 ובאי קיומה של מדיניות פיננסית המגובה בביצועים קודמים התומכים ביחסי כיסוי נמוכים לאורך זמן, כאלמנטים מהותיים המשפיעים על הדירוג. אנו מאמינים כי אלמנטים אלו תומכים בהורדת הדירוג במועד זה, לרמה המאפשרת קיומו של מרווח ביטחון מספק לחריגות אפשריות בביצועים מול תרחיש הבסיס.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של פז כ- 'מספקת', עפ"י המתודולוגיה 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 החל משנת 2013.

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- 30 לספטמבר 2011:

- יתרת מזומן בסך כ- 0.9 מיליארד ש"ח, כאשר כ- 0.3 מיליארד ש"ח מתוכם נדרשים להערכתנו, לתפעול שוטף;
- תזרים מפעילות שוטפת בסך כ- 0.9 מיליארד ש"ח עד לסוף שנת 2012 וכ- 1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2013;
- מסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקפים מהותיים, הנמצאות בשלבי סגירה אחרונים;

מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל- 30 לספטמבר 2011 כוללים:

- יתרת השקעות בסך כ- 1.4 מיליארד ש"ח עד לסוף שנת 2012 (סיום הפרוייקטים) והשקעות בגובה הפחת החל משנת 2013. בהינתן השלבים בהם נמצאים הפרוייקטים ורמת התשואה, אנו מניחים גמישות תפעולית ונכונות נמוכים לדחייתם לשנת 2013;
- פירעון אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 0.5 מיליארד ש"ח, אשר אינו מעוגן במסגרות אשראי חתומות (לחברה מסגרות אשראי לא חתומות בסך כ- 4.4 מיליארד ש"ח נכון ל- 30/09/2011).
- חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של כ- 0.4 מיליארד ש"ח ברבעון האחרון לשנת 2011 וכ- 0.4 מיליארד ש"ח לשנה בשנתיים הקרובות;
- דיבידנד בהיקף של כמה מאות מיליוני ש"ח בשנים 2012 ו- 2013, בהתבסס על חלוקת דיבידנד ורכישות עצמיות בשנים קודמות (כ- 1.4 מיליארד ש"ח בין השנים 2007-11).

נציין כי בסוף שנת 2014 תצטרך החברה להתמודד עם חלות חוב בסך כ- 2.2 מיליארד ש"ח. נציין כי במידה והחברה לא תגבש תוכנית פעולה מהימנה במהלך שנת 2012 להתמודדות עם הפירעון, חלות זו עשויה להשפיע לשלילה על פרופיל הנזילות של החברה ולהביא ללחץ על הדירוג.

תחזית

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו אודות יכולתה של החברה לצלוח את התקופה הקרובה, גם תחת הנחת מרווחי זיקוק נמוכים, וזאת בהסתמך על קבלת מסגרות אשראי חתומות בהיקפים מהותיים בתקופה הקרובה, תוך עמידה ביחסי כיסוי חוב ל- EBITDA של כ- 3.5x-4.0x ויחס FFO לחוב של כ- 20% לפחות, החל משנת 2013 עם סיום תוכנית ההשקעות.

לחץ שלילי על הדירוג יכול להתפתח במידה והחברה תוסיף רבדים נוספים לתוכנית ההשקעות (ובכלל זה החלטה על הקמת מתקן התפלה) או תזנח את מדיניותה הפיננסית תוך הגדלה משמעותית של מצבת החוב הנוכחית – שיובילו ליחסים נמוכים מהיחסים הנ"ל, ותזרים מזומנים שלילי לאחר השקעות החל משנת 2013.

אנו נשקול להעלות את הדירוג, במידה ונראה התאוששות בתחום מרווחי הזיקוק בשנת 2012, אשר יתמכו ביכולת החברה להציג יחס חוב ל- EBITDA הנמוך מ- 3.5x החל משנת 2013, במקביל לאימוץ מדיניות פיננסית אשר תתמוך בדירוג גבוה יותר ובהצגת תוכנית סדורה להתמודדות עם פירעון אגרות החוב בסוף שנת 2014, בסך כ- 2.2 מיליארד ש"ח.

רשימת דירוגים

דירוג נוכחי	דירוג קודם	
ilA+/Stable	ilAA-/Watch Negative	פז חברת נפט
ilA+	ilAA-/Watch Negative	סדרה א'
ilA+	ilAA-/Watch Negative	סדרה ב'
ilA+	ilAA-/Watch Negative	סדרה ג'
ilA+/Stable	ilAA-/Watch Negative	פז בית זיקוק אשדוד
ilA+	ilAA-/Watch Negative	סדרות לא סחירות (2003-4)

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot 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 במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל 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 קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.