

30 מאי, 2011

פז חברת נפט

פז בית זיקוק אשדוד

אשרור דירוג 'IAA' לאור המדיניות הפיננסית המאזנת את החולשה במגזרי הפעילות; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי: אלעד זלסקו, לונדון, elad_jelasko@standardandpoors.com
אנליסט אשראי משני: Per Karlsson, שטוקהולם, per_karlsson@standardandpoors.com

תמצית

- הימצאות תעשיית הזיקוק בחלקו התחתון של מחזור העסקים והתאוששות איטית מהמצופה בתחום שיווק הדלקים בישראל, השתקפו בתוצאותיה הכספיות של החברה ברבעונים האחרונים.
- שליטה בהתחלת תוכנית ההשקעות, חלוקת דיבינד סבירה וניהול מושכל של ההון החוזר, נותנים ביטוי לגמישות הפיננסית של פז להתמודד עם החולשה הקיימת במגזרי הפעילות שלה.
- אנו מאשררים את הדירוגים של פז חברת נפט בע"מ (פז), הפועלת בתחום זיקוק ושיווק דלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, ברמה 'IAA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הסבירות הנמוכה יחסית, לדעתנו, להידרדרות נוספת של תעשיית הזיקוק או לגידול משמעותי ברמת הסיכונים בתחום שיווק הדלקים בישראל במהלך השנה הקרובה.

פעולת הדירוג

ב-30 למאי, 2011 אישררה 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, ברמה של 'IAA'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של פז משקף את מעמדה המוביל של החברה בתחום שיווק הדלקים בישראל; רווחיות גבוהה; קיומה של אינטגרציה אנכית עם בית הזיקוק וגמישות פיננסית להתמודד עם תנאי שוק משתנים. מנגד, הדירוג מוגבל בפרופיל פיננסי חלש יחסית בהשוואה לחברות אינטגרליות דומות באירופה על רקע מרווחי הזיקוק הנמוכים; אי קיום פיזור גיאוגרפי; הוצאה לפועל של השקעות משמעותיות בשנתיים הקרובות; והקשחה אפשרית בסביבה הרגולטורית.

אנו מאמינים כי תעשיית הזיקוק באירופה עודנה מתמודדת עם בעיות מבניות ובראשן, עודף זיקוק כאשר ברקע בתי זיקוק מפסידים ממשיכים לפעול. לדעתנו, הבעיות המבניות צפויות להמשיך ולתמוך במרווחי זיקוק נמוכים ב-18 החודשים הקרובים. בנוסף, אי הוודאות באשר לכלכלה האירופאית תמשיך להביא לתנודתיות במרווחים (ה- URAL Med Crack נע בטווח שבין \$7 ל-\$4- לחבית במהלך 12 החודשים האחרונים). אנו ממשיכים להניח בבסיס הדירוג כי ה- URAL Med המשמש כמדד הייחוס (benchmark) לתעשיית הזיקוק המקומית, ינוע בין \$2.5-\$2 לחבית עד לסוף שנת 2012 (כ- \$ 2.9 לחבית בשנת 2010).

במהלך שנת 2010 הציגה פז תוצאות סבירות, EBITDA (מותאם) של כ-1.2 מיליארד ש"ח, תוצאות העומדות בתחתית התחזית השמרנית שלנו. בניגוד לחולשה במגזר הזיקוק המיובאת מחו"ל, והשפעת התחזקות השקל ביחס לדולר, אנו ממשיכים לראות את התוצאות החלשות של מגזר שיווק הדלקים כזמנית בלבד ושיפור במרווחים יגיע ברבעונים הקרובים עם הפנמת השחקנים כי הם נמצאים במשחק 'סכום אפס' במאבק על נתחי שוק. במסגרת ההנחות לדירוג, אנו מעריכים כי פז תציג בשנתיים הקרובות EBITDA (מותאם) בטווח של כ-1.2-1.3 מיליארד ש"ח (ללא התרומה מההשקעות החדשות).

לדעתנו, תזרים המזומנים הנגזר מהנחות הרווח הנ"ל וביצוע ההשקעות בשנים 2011-2012, צפויים למתוח את הפרופיל הפיננסי של החברה לקצה גבול הדירוג הנוכחי. עם זאת, אנו רואים את מדיניותה הפיננסית של החברה לביצוע השקעות וחלוקת דיבידנד מתוך התזרים הפנוי, ללא הגדלת החוב, כאלמנט מהותי בדירוג בעת הנוכחית. מדיניות זו, לדעתנו, תומכת ביכולתה של החברה להציג יחס כיסוי חוב ל- EBITDA, נטו (מותאם) בטווח של 4.0x-4.5x בשנים 2011-2012.

לדעתנו, מדיניות חברות הדלק בישראל לשמש כ"בנק" במתן אשראי ארוך תוך ריתוק מקורות אשראי בהיקפים משמעותיים מגלמת סיכון נוסף על רקע האמרת מחיר הנפט ועשויה להביא לשחיקת יחסי כיסוי החוב ואף לפגיעה בדירוג. עם זאת, נראה כי עד כה הצליחה פז, בניגוד ליתר השחקנים בענף, לגדר את החשיפה לשינויים בהיקף ההון החוזר בצורה מוצלחת.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של פז כ- 'מספקת', עפ"י המתודולוגיה שלנו. אנו מעריכים את היחס בין המקורות העומדים לרשות פז לבין הצרכים שלה כעולה על 1.2x ב- 18 החודשים הקרובים. הערכה זו משקפת את יתרת המזומנים (כולל התמורה מההנפקה האחרונה); מבנה החוב ויציבות התזרים מפעילות שוטפת וביכולתו לתמוך בצרכי ההשקעות והדיבידנד של החברה.

תחת ההנחות בבסיס הדירוג למרווחי הזיקוק לשנים 2011-2012 ולצרכי ההון החוזר (חבית נפט – \$100-\$110), אנו מניחים כי המקורות שעומדים לרשות החברה נכון ל- 31 לדצמבר 2010 כוללים:

- יתרת מזומן בסך כ- 1.4 מיליארד ש"ח (הכוללים תמורת הנפקת אגרות החוב בסך כ- 0.6 מיליארד ש"ח באפריל);
- תזרים מפעילות שוטפת בסך כ- 0.9 מיליארד ש"ח בכל אחת מהשנים;
- גישה נוחה, להערכתנו, למסגרת אשראי בסך כ- 750 מיליון ש"ח מסך מסגרות אשראי לא חתומות בסך כ- 4.7 מיליארד ש"ח.

מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל- 31 לדצמבר 2010 כוללים:

- יתרת השקעות בסך כ- 2.1 מיליארד ש"ח בשנים 2011-2012. נציין כי למרות שלא קיימת התחייבות חוזית לביצוע השקעות אלו בעת הנוכחית, בהינתן רמת התשואה, אנו מניחים נכונות נמוכה לדחייתן לשנת 2013;
- 0.1-0.2 מיליארד ש"ח לצרכי הון חוזר;
- חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של כ- 0.4 מיליארד ש"ח לשנה;
- דיבידנד בהיקף שעולה בקנה אחד עם המדיניות הפיננסית של החברה.

תחזית

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הסבירות הנמוכה יחסית, לדעתנו, להידרדרות נוספת של תעשיית הזיקוק או לגידול משמעותי ברמת הסיכונים בתחום שיווק הדלקים בישראל במהלך השנה הקרובה. להערכתנו, פז תציג חוב ל- EBITDA, נטו (מותאם) בטווח של 4.0x-4.5x במהלך השנים 2011-2012, אותו אנו רואים כמתאים לדירוג בעת הנוכחי לאור החולשה בתחום הזיקוק ותוכנית ההשקעות.

לחץ שלילי על הדירוג יכול להתפתח במידה והחברה תוסיף רבדים נוספים לתוכנית ההשקעות (ובכלל זה החלטה על הקמת מתקן התפלה) או תחרוג ממדיניותה הפיננסית תוך הגדלה משמעותית של מצבת החוב הנוכחית -- עלייה ביחס החוב ל- EBITDA מעל ל- 4.5x בשנים 2011 ו- 2012 ויחס הגבוה באופן משמעותי מ- 3.5x ותזרים מזומנים שלילי לאחר השקעות החל משנת 2013.

בשלב הנוכחי אנו רואים סבירות נמוכה לעלייה בדירוג.

מחקר קשור

- מבט ענפי: הדירוגים לחברות בתחום הסחורות (קומודיטי) מתייצבים; הורדות דירוג סלקטיביות ייתכנו בעתיד הקרוב, אוגוסט 2010 http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/article_elad_jalesko.pdf
- מרווחי השיווק של חברות הדלק עומדים למבחן בעקבות הלחץ הציבורי על הממשלה, אין השפעה מיידית על הדירוגים, מרץ 2011 <http://www.maalot.co.il/reports/2882/B02032011.pdf>

רשימת דירוגים

דירוג נוכחי

ilAA-/Stable	פז חברת נפט
ilAA-	סדרה א'
ilAA-	סדרה ב'
ilAA-	סדרה ג'
ilAA-/Stable	פז בית זיקוק אשדוד
ilAA-	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 ל 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.