



**פז חברת נפט בע"מ**  
**("החברה")**

תאריך: 5 במאי 2009

לכבוד  
הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ  
[www.fase.co.il](http://www.fase.co.il)

לכבוד  
הרשות לניירות ערך  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

**הנדון: דוח מיידי בדבר החלטה עקרונית על ביצוע הנפקת אגרות חוב**

החברה מתכבדת להודיע כי ביום 5 במאי 2009, קיבל דירקטוריון החברה החלטה עקרונית לבצע הנפקה של אגרות חוב (סדרה ג') בהיקף של כ- 400 מיליון ₪, עם אפשרות להגדלת היקף ההנפקה. ההנפקה תשמש בעיקר למיחזור חוב קיים (להלן: "אגרות החוב סדרה ג'"). הנפקת אגרות החוב סדרה ג' תבצע על פי תשקיף הצעה לציבור, שיהווה חלק מתשקיף המדף שבכוונת החברה לפרסם בקרוב, בכפוף לקבלת היתר הרשות לניירות ערך לפרסום התשקיף ולאישור הבורסה לרישום למסחר של אגרות החוב סדרה ג'.  
החברה אינה מתחייבת לבצע הנפקה של אגרות החוב סדרה ג' או כל הנפקה או לפרסם את תשקיף המדף וביצוע הנפקה בפועל כפוף לשיקול דעת החברה.

כן מתכבדת החברה להודיע כי Standard & Poor's Maalot (להלן: "מעלות") הודיעה ביום 5 במאי 2009 על אישרור דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') של החברה, המדורגות כיום בדירוג 'ilAA', תוך קביעת תחזית דירוג יציבה (Stable).  
כן הודיעה מעלות על קביעת דירוג 'ilAA' לאגרות החוב סדרה ג', תוך קביעת תחזית דירוג יציבה (Stable).  
עוד הודיעה מעלות כי הגדלת סכום ההנפקה במועד הנוכחי אל מעבר לסכום הראשוני (של 400 מיליון ₪), בכפוף לכך שהסכום הנוסף ישמש למיחזור חוב קיים, אין בו כדי לשנות את הדירוג.

דוח דירוג מעלות מצורף לדו"ח זה.

**בכבוד רב,**

**פז חברת נפט בע"מ**

05 מאי, 2009

## הודעה לציבור

### פז חברת נפט בע"מ

Standard & Poor's Maalot מודיעה על אישור דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו- ב') של פז חברת נפט בע"מ המדורגות כיום בדירוג 'ilAA' תוך קביעת תחזית דירוג יציבה (Stable).

בנוסף, Standard & Poor's Maalot מודיעה על קביעת דירוג 'ilAA' לאגרות החוב (סדרה ג') בהיקף של עד 400 מיליון ש"ח, אותם מתכוונת החברה להנפיק בשוק המקומי, כאשר התמורה תיועד בעיקרה למיחזור חוב קיים.

אנליסט ראשי: אלעד זלסקו, [elad\\_jelasko@standardandpoors.com](mailto:elad_jelasko@standardandpoors.com)

אנליסט מגבה: Per Karlsson, [per\\_karlsson@standardandpoors.com](mailto:per_karlsson@standardandpoors.com)

### שיקולים עיקריים לדירוג

ביום ה- 05/05/2009 הודיעה S&P Maalot על אישור דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו- ב') של פז חברת נפט בע"מ ("פז" ו/או "החברה") המדורגות כיום בדירוג 'ilAA' תוך קביעת תחזית דירוג יציבה (Stable) ועל קביעת דירוג 'ilAA' לאגרות החוב (סדרה ג') בהיקף של עד 400 מיליון ש"ח אותם מתכוונת החברה להנפיק, כאשר התמורה תיועד בעיקרה למיחזור חוב. אגרות חוב אלו ייפרעו בתשלום אחד בשנת 2019 ויישאו ריבית משתנה (בנק ישראל + מרווח) שתשלום מדי 3 חודשים.

דירוג אגרות החוב של פז, משקף את מעמדה המוביל של החברה בתחום שיווק הדלקים, רווחיות גבוהה וקיימא של אינטגרציה אנכית עם בית הזיקוק באשדוד. מנגד, הדירוג מוגבל בפרופיל פיננסי פחות חזק בהשוואה לפרופיל העסקי, אי קיום פיזור גיאוגרפי לאור פעילותה בשוק המקומי בלבד, בחינת ביצוע השקעות משמעותיות שלא בתחום הדלקים והקשחה אפשרית בסביבה הרגולטורית הענפית בה פועלת החברה.

מיצובה התחרות של החברה נגזר מאיכות נכסיה (269 תחנות דלק ו- 213 חנויות נוחות תחת המיתוג 'Yellow') כפי שבאים לידי ביטוי במיקומים מובילים (פער של כ- 25% בכמות הדלקים הממוצעת הנמכרת בתחנה בהשוואה לשחקן השני בגודלו בענף), יחס הבעלות ותפעול מסך התיק ובגרותן של חנויות הנוחות. אנו רואים את ההיקף הנמוך יחסית של פעילות השיווק הישיר מסך פעילות החברה בחיוב לאור הצורך בניהול סיכונים אשראי והיקפי החוב המאפיינים פעילות זו.

בנוסף, למרות היקפו הקטן של בית הזיקוק (כ- 4.4 מיליון טון) ומורכבותו הממוצעת, הצליחה פז להשיג מרווחי זיקוק הגבוהים משמעותית ממדד הייחוס שלה ומבתי הזיקוק לנפט בע"מ (ilA/CreditWatch Negative). לאור ציפיותינו כי מרווחי הזיקוק הצפויים בשנים 2009 ו- 2010 יהיו נמוכים משמעותית מרמות השיא שנרשמו בשנים 2007 ו- 2008, אנו רואים במרווח העודף

מעל מדד הייחוס כגורם התורם להפחתת הסיכון. בנוסף, אנו מצפים לשיפור בתוצאות בית הזיקוק עם השלמת השקעותיה -- בטווח הקצר בתחנת הכוח ובמתקני אחסון, ובטווח הבינוני עם השלמת מתקן האלקאליזיה (נמצא בבחינת כדאיות).

ענף הדלקים המקומי הינו ענף דפנוסיבי עם שיעורי צמיחה של כ- 2% לשנה. אנו מאמינים כי, רה-ארגון שבוצע בענף האנרגיה ע"י המדינה מאז סוף שנת 2006 והתמקדות החברות בענף בשיפור בסיס הנכסים שלהן, הביאו להיווצרות מאזן כוחות חדש בין השחקנים הגדולים בענף, תוך ירידה ברמת התחרות בין השחקנים השונים בענף. להערכתנו, שיווי המשקל הנוכחי בענף עשוי להתערער במידה והפוטנציאל החבוי בכל אחת מחברות שיווק הדלקים ימוצה (בעיקר פתיחת חנויות נוחות והפעלה עצמית של תחנות) או עם כניסת שחקן אנרגיה קיים לתחום שיווק הדלקים.

אנו מעריכים כי תיק תחנות הדלק של פז ממומש כמעט במלואו, לאור הפעלה של כ- 70% מסך התחנות והימצאות חנות נוחות בכ- 80% מתחנות הדלק עד לסוף השנה. ומכאן, אנו מעריכים כי במהלך השנים הקרובות ישאפו חברות הדלק האחרות למיצוי הפוטנציאל שלהן, כאשר פז תשאף לגוון את פעילותה בפרויקטים בתחום האנרגיה או התשתיות לצד שמירה על מעמדה הנוכחי בתחום שיווק הדלקים.

אי קיום פיזור גיאוגרפי לאור פעילותה בשוק המקומי בלבד וכן חלקו המשמעותי של בית הזיקוק באשדוד מסך רווחיות הקבוצה (חטיבת הזיקוק, על פעילויותיה השונות, היוותה כ- 42% מסך ה- EBITDA בשנת 2008), מהווים סיכון מסוים. סיכון זה גבר בשנה האחרונה עם הכללתו של בית הזיקוק בטווח הטיילים המשוגרים מרצועת עזה. פז, מחזיקה אומנם בכיסוי ביטוחי ובכלל זה אובדן רווחים, בנוסף לביטוח המדינה באמצעות מס רכוש על נזקי טרור, אך כיסויים אלו מוגבלים מבחינת הזמן והיקף הכיסוי. בהקשר זה נציין כי השקעות עתידיות של החברה עשויות להגדיל את הפיזור.

פז כפופה למגוון חוקים ומגבלות רגולטוריות, בדגש על איכות הסביבה, אך גם בנושא הגבלים עסקיים עם רכישת בית הזיקוק באשדוד. אנו מעריכים כי הגברת המודעות העולמית לאיכות הסביבה, עשויה להשפיע לשלילה על תוצאות הענף ובכלל זה החברה, ללא פגיעה במצבה היחסי. בנוסף, כוונת כנסת ישראל לעודד את התחרות בענף הדלקים (כגון: תחנות תדלוק זעירות, התקני תדלוק אוניברסאליים ומרחקים מינימאליים בין שתי תחנות השייכות לאותה חברה), עשויה להביא להשפעה שלילית על פז, אשר מאופיינת בדומיננטיות במטרופולין תל-אביב. עם זאת, נציין כי בחלק מהמקרים הרגולציה בתחום הרישוי וההיתרים מקשים על קידום חלק מהיזמות.

אנו מעריכים כי מיצוי פעילותה הקיימת של פז וההגבלות מכוח דיני ההגבלים העסקיים, מביאים את פז לבחינת כדאיות השקעה בתחומים אחרים, תוך ניצול תשתיות קיימות בקבוצה. בין היתר בוחנת היום פז הקמת תחנת כוח נוספת, מתקן התפלה וחווה סולארית. באופן כללי, אנו רואים השקעות בתחומים שאינם נמצאים בבסיס העסקים של החברה, כגורם העשוי לחשוף את החברה לענפים בעלי סיכונים גבוהים יותר. במקרה של פז, נכונות החברה להוציא אל הפועל פרויקטים מתוך התזרים החופשי, כאשר לחברה גמישות במדיניות הדיבידנד, עשויה לקזז חלק מן הסיכונים. S&P Maalot תעריך את השפעת השקעות אלו על דירוג החברה בעת החלטה על ביצוע השקעה קונקרטית.

נכון ל- 31/12/2008 היקף החוב הכולל (ברוטו ללא קיזוז נכסים פיננסיים) של החברה עמד על 6.8 מיליארד ₪ וזה כלל תשלומים עתידיים שלא ניתנים לביטול בגין חכירה והפעלת תחנות דלק בהיקף של כ- 0.8 מיליארד ₪ (וזאת למרות שאנו מצפים כי חוזים אלו צפויים להתחדש). עפ"י המתודולוגיה, ההון החוזר של משווקי דלקים, אינו מקוזז אוטומטית מהיקף החוב, אלא נלקח בחשבון בניתוח הפיננסי האיכותי (הון חוזר המקושר לחוב עשוי להיות שונה באופיו מחוב פיננסי המשמש למימון נכסי החברה).

בשנת 2008 הסתכם תזרים המזומנים מפעילות (Adjusted FFO) בכ- 1.1 מיליארד ₪ והוא מבטא את אופיו הנוח יחסית של ענף הדלקים המקומי, רמות השיא של מרווחי זיקוק והוצאות מס נמוכות וזאת בהשוואה ל- FFO של כ- 0.6 מיליארד ₪ בשנת 2007. אנו מעריכים כי תזרים המזומנים מפעילות של החברה בשנת 2009 ירד לנוכח סביבה כלכלית חלשה וזאת למרות קצב השקעות נמוך יותר בהשוואה לשנים קודמות ותרומתם של פרויקטים חדשים לפעילות החברה.

אנו מעריכים כי אסטרטגיית ההשקעות של החברה (במידה ותמומש במלואה) ומדיניות הדיבידנד של החברה, לא יאפשרו ירידה ברמת החוב הכוללת של הקבוצה (וזאת בהתעלם מתנודות בהון החוזר כתוצאה משינויים במחירי הנפט).

בשנת 2008 יחסי כיסוי החוב, כפי שבאים לידי ביטוי, בין היתר, בהיקף החוב ל- EBITDA (מותאם), נטו ברמה של כ- 4.5x, משקפים פרופיל פיננסי הנמוך במקצת ביחס למדד הייחוס של החברה. עם זאת, אנו מעריכים כי הגמישות הפיננסית של החברה ויכולתה לעמוד ביחסי כיסוי התואמים את מדד הייחוס בעתיד כאלמנטים תומכים בשלב זה. להערכתנו, בטווח הקצר שינויים במחירי המלאי עשויים להגדיל או להקטין את ההון החוזר של החברה ואת צרכי המימון. בטווח הארוך רמת המלאי בידי החברה הינה חלק ממאפייני תפעול בית הזיקוק ופעילות שיווק דלקים בישראל. נציין כי לחברה מדיניות פיננסית לפיה תשמור על יחס חוב פיננסי ל- CAP בניכוי הון חוזר, שלא יעלה על 55%.

## הזילות

נזילותה של החברה תומכת בדירוג החברה, בהינתן צפי לתזרים מזומנים פנוי חיובי בשנת 2009 ויתרות מזומן סבירות (נכון ל- 31/12/08 הסתכם המזומן ושווי המזומן של החברה ב- 426 מיליון ₪). במסגרת ניתוח הנזילות של החברה, אנו מעריכים כי החוב לזמן קצר המממן הון חוזר (כ- 1.3 מיליארד ₪ מתוך סך חוב לזמן קצר של כ- 1.8 מיליארד ₪), נתון לסיכונים פחותים בכל הנוגע לגלגולו השוטף. הערכתנו זו לגבי הנזילות אינה לוקחת בחשבון את מסגרות אשראי פנויות לא מובטחות של החברה בסך כ- 5 מיליארד ₪ מתוכם מנצלת החברה כ- 25%. מסגרות אלו מייצגות מבחינתו מרווח ביטחון (buffer) בעת שקיימת תנודתיות כה גדולה במחירי הדלקים.

לדעתנו, הוצאה אל הפועל של גיוס אג"ח בהיקף המוצע עם מח"מ של כ- 7-8 שנים, המיועדת בעיקרה למיחזור חוב קיים, הינו צעד חיובי הן לצורך שמירה על נזילות ברמתה הנוכחית והן על רקע הפחתת תלות החברה במערכת הבנקאית בתקופה זו. נציין כי הגדלת סכום ההנפקה במועד הנוכחי אל מעבר לסכום הראשוני, בכפוף לכך שהסכום הנוסף ישמש למיחזור חוב קיים, אין בו בכדי לשנות את הדירוג.

## תחזית דירוג (Outlook)

תחזית הדירוג היציבה (Stable) משקפת את ציפיותינו לחוזקו של מגזר שיווק הדלקים וכן מיכולת בית הזיקוק לייצר תזרימי מזומנים גם בסביבה כלכלית מאתגרת, אשר יאפשרו את כיסוי תוכנית ההשקעות של החברה וכן מימוש מדיניות הדיבידנד. לדעתנו, יחס חוב ל- EBITDA (מותאם ללא ניכוי הון חוזר) בטווח של 4.0x-4.5x תומך ברמת הדירוג הנוכחית.

במועד זה קיימת אי הבהירות בכל הנוגע לכוונות החברה להשקיע בתחומים אחרים (בכלל זה תחנת הכוח ומתקן ההתפלה) הן מבחינת אופי ההשקעה, היקפה, צורת המימון והמועדים, אשר במידה ותתממשה עשויות להביא להגדלה של המנוף הפיננסי מעבר לטווח הנ"ל.

הורדת הדירוג תיתכן במידה ותחול עלייה בהיקף החוב או הרעה ביחסי כיסוי החוב מעבר ל- 4.5x, הן כתוצאה מביצוע השקעות חדשות והן כתוצאה מסביבת עסקים מאתגרת.

בשלב זה לא אנו לא רואים סיבות אשר עשויות לתמוך בהעלאה אפשרית של הדירוג.

---

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, זח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-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 נייחת 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.