

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

4 באפריל, 2016

אנליסט אשראי ראשי:

מתן בנימין, תל אביב 972-3-7539731 matan.benjamin@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

אליס קדם, 972-3-7539739 alice.kedem@standardandpoors.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

ניתוח התניות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

פז חברת נפט בע"מ

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

ilAA-/Stable

אשרור דירוג מנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל פיננסי	פרופיל עסקי
<ul style="list-style-type: none">רמת מינוף בינונית אשר מצויה במגמת ירידה.מגמת שיפור בביצועים התפעוליים.גמישות פיננסית גבוהה ונזילות הולמת.חלוקת דיבידנד מהותית יחסית.	<ul style="list-style-type: none">מעמד עסקי מוביל בתחומי הפעילות בישראל.אינטגרציה אנכית של חטיבת הזיקוק עם חטיבת הקמעונאות והמסחר.ביקוש קשיח יחסית וחסמי כניסה גבוהים בענף הדלק בישראל.חשיפה לרגולציה בנושא איכות הסביבה.חשיפה לענף הזיקוק המאופיין בתנודתיות גבוהה שאינה בשליטת החברה.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפז תשמור על מעמדה המוביל בשוק האנרגיה בישראל ותציג יחסי כסוי שעולים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי. אנו רואים יחס חוב מתואם ל-EBITDA של בין 3.0x ל-4.0x כתואם את רמת הדירוג הנוכחית.

התרחיש השלילי

ננקוט פעולת דירוג שלילית אם התחזיות המעודכנות שלנו יצביעו על כך שהחברה אינה צפויה לעמוד ביחס המינוף שהוגדר כתואם את הדירוג הנוכחי. לדעתנו, תרחיש זה עשוי להתממש אם תחול היחלשות משמעותית במרווחי הזיקוק מעבר לציפיותינו, אשר תוביל לפגיעה משמעותית בתוצאות התפעוליות ולהתדרדרות ביחסים הפיננסיים. כמו כן, עלייה ברמת המינוף עקב הנפקות חוב מהותיות או חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מהמצופה עלולות להוביל לאי עמידה ביחסי המטרה התואמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם רמת המינוף של פז תרד והחברה תשמור על רמת נזילות "הולמת" 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.

תריש Standard & Poor's בסיסי

יחסים עיקריים*			הנחות עיקריות
2017E	2016E	2015A	<ul style="list-style-type: none"> • יציבות בפורטפוליו התחנות; • התמתנות מסויימת ברווחיות כתוצאה מירידה של כ-5%-15% במרווח הזיקוק בשנת 2016; בהשוואה לרמות הגבוהות בשנת 2015; • השקעות הוניות בהיקף של כ-310 מיליון ש"ח בשנת 2016 וכ-370 מיליון ש"ח בשנת 2017; • חלוקת דיבידנדים בשיעור של 70% מהרווח הנקי.
30%-20%	30%-20%	28%	
4.0X-3.0X	4.0X-3.0X	3.0X	
חוב/FFO חוב/EBITDA A-בפועל. E-צפוי.			

תיאור פעילות החברה

פז חברת נפט בע"מ ("פז") היא חברה ציבורית הפועלת בתחום האנרגיה באמצעות שלוש חטיבות עקריות: 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 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. גרעין השליטה בחברה כולל את בינו אחזקות בע"מ המחזיקה כ-23% ממניות החברה ואת החברות דולפין אנרגיות בע"מ ואינסטנז הולדינגס בע"מ המחזיקות ביחד בכ-7% ממניות החברה. הציבור ומשקיעים מוסדיים מחזיקים ביתרת המניות. 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 בשרשרת הערך של קבוצת פז. בהתאם לכך, הדירוג של פז בית הזיקוק אשדוד זהה לדירוגה של קבוצת פז כולה.

הפרופיל העסקי

מעמד עסקי גבוה בשוק האנרגיה בישראל

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי של פז מבוססת על הגורמים הבאים:

- מעמד תחרותי גבוה המושפע לחיוב מהאינטגרציה האנכית והסינרגיה בין מגזרי הפעילות לאורך שרשרת הערך.
- איכות גבוהה של נכסים הבאה לידי ביטוי במיקומים מובילים של התחנות.
- מותג חזק בתחום שיווק הדלק הנתמך על ידי פריסה רחבה ושירותים נלווים בתחנות ושיעור מכירות לשוק המקומי של כ-70% מתוך מכירות בית הזיקוק.
- ביקוש קשיח יחסית וחסמי כניסה גבוהים בענף הדלקים בישראל בשל הצורך ברמת השקעות גבוהה, איתור מיקומים והעמדת מקורות אשראי בהיקפים גדולים.
- רמת סיכון גבוהה יחסית בתחום הזיקוק (המהווה מגזר אחד מתוך שלושה), כתוצאה מהתנודתיות הגבוהה במרווחי הזיקוק, שנובעת בחלקה מגורמים אקסוגניים לחברה. נציין כי בית הזיקוק של החברה מוטה בנזין שהוא מוצר המתאפיין בצמיחה בביקושים. עוד נציין כי לחטיבת הזיקוק מקורות הכנסה נוספים הכוללים מכירת חשמל ומתקני ניפוק דלקים.

- חשיפה לשינויים רגולטורים בנושא איכות הסביבה ושינויים בגורמי תחרות נוספים. אנו מעריכים שהרגולטורים יפעילו לחץ על החברה להמשיך ולבצע השקעות, במקביל להחמרה בחקיקה הרלוונטית לתחום. נציין כי בשנת 2013 השלימה החברה תכנית השקעות מקיפה שכללה השקעה מהותית בגורמים הקשורים בתחום באיכות הסביבה.

הפרופיל הפיננסי

רמת מינוף בינונית אשר מצויה במגמת ירידה לצד נזילות 'הולמת'

התוצאות התפעוליות של פז השתפרו בשנת 2015. הרווח התפעולי המתואם של חטיבת הזיקוק בשנת 2015 הסתכם בכ-479 מיליון ₪ לעומת 163 מיליון ₪ בשנת 2014. חטיבת הזיקוק נהנתה מברוחי זיקוק גבוהים (9.2 דולר בממוצע לחבית) ומירידה חדה במחירי הנפט אשר תרמה לקיטון בהון החוזר התפעולי. חטיבת התעשיות הציגה גידול של כ-22% ברווח התפעולי בשנת 2015, בעיקר בעקבות המשך גידול ברווחי פזגז כתוצאה מיישום צעדי התייעלות ומגידול בכמויות הנמכרות. כמו כן, הרווח התפעולי של פז-קו"מ (בניכוי רווחי הון) הסתכם בכ-382 מיליון ₪ בשנת 2015, לעומת כ-365 מיליון ₪ בשנת 2014. יחס החוב ל-EBITDA המתואם של הקבוצה כולה עמד בשנת 2015 על כ-3.0x ויחס ה-FFO (funds from operations) לחוב מתואם עמד על כ-28%. בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים התמתנות מסוימת ברווחיות של פז בשנת 2016 כתוצאה מירידה של כ-5%-15% בברוחי הזיקוק אשר אינם תלויים בחברה בהשוואה לרמת המרווחים הגבוהה בשנת 2015. להערכתנו, מגמת השיפור בביצועים התפעוליים של חטיבות הקו"מ והתעשיות תימשך גם בשנת 2016, אם כי בשיעורים נמוכים יחסית. מגזרים אלו מהווים בשלוש השנים האחרונות כ-65% בממוצע מהרווח התפעולי. נציין כי אנו צופים שחיקה בתוצאות התפעוליות של פז בשנת 2017 בעקבות ביצוע שיפוץ תקופתי בבית הזיקוק, אשר צפוי להיות מושבת לתקופה של כ-60 יום ועל כן שיעור הניצולת שלו צפוי להיות נמוך יחסית. בהתאם לאמור, תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי בשנת 2016 ובשנת 2017 תציג פז יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-3.0x-4.0x ויחס FFO לחוב מתואם של כ-20%-30%.

Table 1.

Paz Oil Co. Ltd. – Financial Summary

	--Fiscal year ended Dec. 31--	
(Mil. NIS)	2015	2014
Revenues	12,860.0	18,513.0
EBITDA	1,538.5	1,189.0
Funds from operations (FFO)	1,271.3	823.9
Net income from continuing operations	716.0	172.0
Cash flow from operations	747.3	740.0
Capital expenditures	216.0	221.0
Debt	4,557.8	4,803.7
Adjusted ratios		
EBITDA margin (%)	12.0	6.4
Debt/EBITDA (x)	3.0	4.0
FFO/debt (%)	27.9	17.2

נזילות: הולמת

פרופיל הנזילות של פז הינו "הולם", ומשקף, בין היתר, את העובדה כי לחברה תזרים גבוה מפעילות שוטפת וכי לא צפויים לה פירעונות חוב מהותיים עד לשנת 2019. לחברה יחסים טובים וארוכי שנים עם המערכת הבנקאית ושוק ההון המקומי המאפשרים לה לגייס בריביות נוחות. אנו מעריכים שהיחס בין המקורות אשר יעמדו לרשות פז לבין הצרכים שלה יהיה גבוה מ-1.2 בשנת 2016. הערכה זו משקפת בעיקר את יתרת המזומנים ותזרים חזוי מפעילות שוטפת, שיכולים לתמוך בצורכי ההשקעות ודיבידנדים של החברה עד סוף 2016. נכון למועד הדוח, ברשות החברה פיקדונות לזמן ארוך בבנקים בהיקף של 1.2 מיליארד ₪ שמיועדים לתשלום החוב בהיקף של 3.2 מיליארד ₪ שחל בשנת 2019. הפיקדונות האמורים לא נכללים כמקור במסגרת חישוב יחס הנזילות, היות שמועד פירעונם חל בשנת 2019. על אף האמור, אנו סבורים שפיקדונות אלו מקנים לחברה גמישות גבוהה ביחס לשימוש במסגרות אשראי לא מובטחות לטווח קצר מפני שלבנקים קיימת זכות קיזוז כנגדם.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה, נכון ל-31 בדצמבר, 2015:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none">רמת השקעות נטו של 310 מיליון ₪ עד סוף שנת 2016 אשר מהווה כ-80% מהפחת;חלוקת דיבידנדים בשיעור של 70% מהרווח הנקי;הפקדה לפיקדון ארוך טווח בבנקים – 700 מיליון ₪ (בוצעה בפברואר 2016 במקביל להנפקת האג"ח).	<ul style="list-style-type: none">מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-60 מיליון ₪;תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של 850-900 מיליון ₪;הרחבה של סדרת אג"ח ד' בהיקף של 692 מיליון ₪ (בוצעה בפברואר 2016).

ניתוח התניות

נכון ל-31 בדצמבר, 2015, לחברה מרווח הולם אל מול ההתניות הפיננסיות שלה, ואנו מעריכים כי היא תשמור על מרווח זה בטווח הבינוני. התניות הפיננסיות של החברה כוללות בין היתר דרישת הון עצמי שלא יפחת מ-1.7 מיליארד ₪ ויחס חוב ל-cap שלא יעלה על 77%.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

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. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחזרים של פז חברת נפט בע"מ הן קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח והוספה לחוב של חוזה לסינג תפעולי לזמן ארוך.

Table 2.

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

--Fiscal year ended Dec. 31, 2015--

Paz Oil Co. Ltd. reported amounts							
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	4,387.0	3,297.0	1,387.0	991.0	101.0	1,387.0	847.0
Standard & Poor's adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(101.0)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	38.0	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(147.0)	--
Operating leases	681.8	--	165.5	48.5	48.5	117.0	117.0
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	39.0	--	6.0	6.0	8.0	(2.8)	2.3
Non-operating income (expense)	--	--	--	38.0	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(219.0)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	10.0	--	--	--	--	--
Debt - Other	(550.0)	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Derivatives	--	--	(12.0)	(12.0)	--	(12.0)	--
EBITDA - Other	--	--	(8.0)	(8.0)	--	(8.0)	--
Total adjustments	170.8	10.0	151.5	72.5	56.5	(115.7)	(99.7)
Standard & Poor's adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	4,557.8	3,307.0	1,538.5	1,063.5	157.5	1,271.3	747.3

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מפיקים 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. לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016
- מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה – כללי: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 19 בינואר, 2016
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P, 1 בפברואר, 2016
- 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 הכימיקלים, 31 בדצמבר, 2013

	פז חברת נפט בעמ
	דירוג(י) המנפיק
ilAA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilAA-	סדרה ג
ilAA-	סדרה ד
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - 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
	פרטים נוספים
10:30 04/04/2016	זמן בו התרחש האירוע
10:30 04/04/2016	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

	פז בית זיקוק אשדוד בעמ
	דירוג(י) המנפיק
ilAA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilAA-	מרץ 04 פירעון 2019
ilAA-	נובמבר 04 פירעון ב-2019
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - 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
10:30 04/04/2016	זמן בו התרחש האירוע
10:30 04/04/2016	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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 סטנדרד אנד פורס 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, "הצדדים (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 S&P .AS-IS 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 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.

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.