

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

13 באפריל, 2014

עדכון דירוג אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל שיפור ביחסי הכיסוי

אנליסט אשראי ראשי:

מתן בנימין, 972-3-7539731 matan_benjamin@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

יובל טורבטי, 972-3-7539714 yuval_torbati@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת דירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל שיפור ביחסי הכיסוי

תמצית

- פז חברת נפט בע"מ (פז) הציגה בשנת 2013 תזרים מזומנים חזק מפעילות שוטפת, שנבע משיפור בביצועים התפעוליים של חטיבת הזיקוק ומירידה בהשקעות בהון חוזר, אשר הובילו לירידה בסך החוב הפיננסי נטו.
- יחסי הכיסוי של פז השתפרו בשנת 2013 כך שפז עומדת ביחסי כיסוי החוב שקבענו כמתאימים לדירוג הנוכחי. אנו מעריכים שמגמת הורדת המינוף תמשיך גם בשנת 2014.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+' של פז חברת נפט בע"מ, הפועלת בתחום זיקוק ושיווק דלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, ומעדכנים את תחזית הדירוג של שתי החברות ל"יציבה" מתחזית 'שלילית'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפז תשמור על מעמדה המוביל בשוק האנרגיה בישראל ותציג יחסי כיסוי שעומדים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו, יחס חוב מתואם ל-EBITDA של עד 5.0x ויחס FFO (Funds From Operations) לחוב מתואם של לפחות 12%.

פעולת הדירוג

ב-13 באפריל 2014, אשררה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilA+' של פז חברת נפט בע"מ (פז), הפועלת בתחום זיקוק ושיווק דלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, ועדכנה את תחזית הדירוג ל"יציבה" מ-"שלילית".

שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי תחזית הדירוג ליציבה משלילית נובע בעיקרו מהשיפור שחל בשנת 2013 ביחסי הכיסוי, שנמצאים כעת ברמה שקבענו כתואמת לדירוג הנוכחי. בשנים 2011 ו-2012 חלה הרעה בביצועים תפעוליים של פז ועלייה ברמת המינוף כתוצאה מהוצאתה לפועל של תכנית השקעות, שיפוץ תקופתי של בית הזיקוק, הספקה חלקית בלבד של גז טבעי ותנאי שוק מאתגרים. כתוצאה מהגורמים שצוינו לעיל, חלה עלייה ברמת המינוף שבאה לידי ביטוי ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של 6.6x ו-7.4x בשנת 2011 ובשנת 2012, בהתאמה. על אף שבשנת 2013 תנאי השוק בענף הזיקוק נותרו קשים ונרשם שפל במרווחי הזיקוק, הביצועים התפעוליים של חטיבת הזיקוק של פז השתפרו לעומת שנת 2012, וזאת כתוצאה מהפעלה מלאה של הפרויקטים החדשים וחיסכון בהוצאות עקב החזרה לשימוש בגז טבעי ברבעון השני של השנה, לאחר תחילת הפקת הגז מפרויקט "תמר". הביצועים התפעוליים של חטיבת הקו"מ נחלשו מעט במהלך שנת 2013, כתוצאה מקיטון במכירות לרשות הפלשתינאית וירידה בכמויות מכירת הדלקים בערוץ השיווק הישיר עקב מעבר של לקוחות משימוש במזוט לשימוש בגז טבעי. הביצועים התפעוליים של חטיבת התעשיות בשנת 2013 נותרו יציבים יחסית. ה-EBITDA המתואם של החברה בשנת 2013 הסתכם ב-1.08 מיליארד ₪ בהשוואה ל-EBITDA מתואם של 0.92 מיליארד ₪ בשנת 2012. כמו כן, בשנת 2013 הציגה החברה תזרים של 2.6 מיליארד ₪ מפעילות שוטפת שנבע ברובו משינוי חיובי בהון החוזר של החברה. נציין כי השינוי החיובי מקורו בעיקר מהעלייה ביתרת הספקים לאחר חזרתנו לפעילות מלאה של בית הזיקוק אחרי השיפוץ בסוף 2012, וכן בעקבות קיטון ביתרת סעיף הלקוחות על רקע יישום של פעולות לצורך התייעלות. החוב הפיננסי המתואם של החברה נכון ל-31 לדצמבר 2013 הסתכם ב-4.8 מיליארד ₪ בהשוואה ל-6.8 מיליארד ₪ ב-31 לדצמבר 2012. לאור השיפור בביצועים התפעוליים והירידה בעומס החוב, עמד יחס החוב המתואם ל-EBITDA על 4.5x בשנת 2013.

במסגרת התרחיש התפעולי הבסיסי שלנו, אנו מעריכים שהביצועים התפעוליים של חטיבות הקו"מ והתעשיות ימשיכו להיות יציבים גם בשנת 2014. אנו מעריכים שתנאי השוק בענף הזיקוק ימשיכו להיות מאתגרים על רקע חולשה יחסית בסביבה המקרו-כלכלית ועודפי היצע מובנים בתעשייה. בעוד שאנו מעריכים שגורמים אלו ימשיכו להעיב על התוצאות של חטיבת הזיקוק של פז בשנת 2014, אנו מעריכים שיחול שיפור קל בביצועים התפעוליים של החטיבה, בעיקר כתוצאה מהפעלה רציפה של המתקנים החדשים והספקה שוטפת ומלאה של גז טבעי לאורך כל השנה, בניגוד להפעלה חלקית בלבד בשנת 2013. תחת תרחיש הבסיסי שלנו, אנו מעריכים שפז תציג EBITDA מתואם בגובה של 1.1-1.2 מיליארד ש"ח בשנת 2014 בהשוואה ל-1.08 מיליארד ש"ח בשנת 2013. אנו סבורים כי בשנת 2014 פז תציג יחס חוב מתואם ל-EBITDA של בין 4.0x ל-4.5x ו-FFO לחוב מתואם של לפחות 15%. למרות רמת התנדטיות הגבוהה והמחזוריות שמאפיינת את ענף הזיקוק ומגבלות החיזוי הנובעות מכך, אנו צופים שבעקבות השלמת הפרויקטים וחדוש ההספקה של גז טבעי תחול ירידה ברמת התנדטיות ברווחיות של החברה. לאור האמור, אנו רואים כעת ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של עד 5.0x וביחס FFO לחוב מתואם של לפחות 12% כתואמים לרמת הדירוג הנוכחי.

נציין עוד כי דירוג האשראי של פז ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, נתמך בעיקר על ידי מעמדה המוביל של הקבוצה בשוק האנרגיה בישראל בתחומי הפעילות העיקריים שלה, היציבות היחסית המאפיינת את חטיבות הקמעונאות ומסחר (קו"מ) וחטיבת התעשיות, והאינטגרציה האנכית עם חטיבת הזיקוק. בנוסף נציין כי אנו רואים קשר הדוק מאוד בין הדירוג של פז לבין הדירוג של חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, המוחזקת ב-100% על ידי פז, וזאת, בין היתר, לאור חשיבותה בשרשרת הערך של קבוצת פז.

תרחיש הבסיסי שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- EBITDA של חטיבת הזיקוק יעמוד על כ-2.5 דולר לחבית.
- שמירה על פורטפוליו התחנות הקיים.
- השקעות הוניות בגובה 75% מהפחת.
- חלוקת דיבידנד של 70% מהרווח הנקי.

תחת תרחיש הבסיסי שלנו, יחסי כיסוי החוב בשנת 2014 צפויים להיות כדלקמן :

- יחס חוב מתואם ל-EBITDA של בין 4.0x ל-4.5x ויחס FFO לחוב מתואם של לפחות 15%.

נזילות

פרופיל הנזילות של פז הינו "הולם" על פי הקריטריונים שלנו, ומשקף, בין היתר, נגישות גבוהה למממנים, העדר התניות פיננסיות כלפי בעלי אג"ח והעדר שעבודים קבועים על נכסי החברה. לחברה יחסים טובים, לאורך זמן רב, עם המערכת הבנקאית בישראל, והיא מגייסת בריביות נוחות בשוק ההון המקומי. נציין כי בחודש אוקטובר 2014 נדרשת פז להתמודד עם חלות חוב בודדת (bullet) נטו בסך של כ-2.1 מיליארד ש"ח. להערכתנו, פירעון החלות יתבסס בחלקו על ניצול מסגרות האשראי תוממות ועל יתרות מזומן משמעותיות שנמצאות כיום בידי החברה. התוקף של המסגרות האשראי האמורות בסך של כ-1.84 מיליארד ש"ח (נכון ל-31 לדצמבר 2013) מסתיים עד חודש ינואר 2015. להבנתנו, בכוונת הנהלת החברה לדון עם גורמים מממנים על עדכון תנאי המסגרת והארכת תוקפה או שינויה לחוב זמן ארוך. בעוד שאנו מודעים לגמישות המאפיינת את פרופיל הנזילות של פז כיום, אנו מצפים שהנהלת החברה תפעל בחודשים הקרובים לשינוי מבנה החוב על ידי הארכת מח"מ החוב הפיננסי. חוסר התקדמות במישור זה בחודשים הקרובים יוביל להרעה ברמת הנזילות של החברה ועלול להוביל להורדת הדירוג.

אנו מעריכים שהיחס בין המקורות אשר יעמדו לרשות פז לבין הצרכים שלה בשנת 2014 יעמוד על כ-1.5x. הערכה זו משקפת את יתרת המזומנים, מבנה החוב ותזרים מפעילות שוטפת שיכול לתמוך בצרכי ההשקעות והדיבידנד של החברה עד סוף 2014.

על בסיס ההנחות במסגרת תרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי המקורות שעומדים לרשות פז נכון ל- 31 לדצמבר 2013 כוללים:

- יתרת מזומן בסך כ-1.9 מיליארד ₪;
 - תזרים מפעילות שוטפת בסך של כ- 500 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2014;
 - מסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקפים מהותיים.
- מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל-31 לדצמבר, 2013, כוללים:
- השקעות הוניות בגובה של 75% מסך הפחת החל משנת 2014;
 - חליות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של 2.15 מיליארד ₪ עד סוף שנת 2014 (בניכוי יתרת מכשיר IRS);
 - דיבידנד בהיקף של 70% מהרווח הנקי השנתי.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפז תשמור על מעמדה המוביל בשוק האנרגיה בישראל ותציג יחסי כיסוי שעומדים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי. כאמור, אנו צופים שבעקבות השלמת הפרויקטים וחידוש ההספקה של גז טבעי תחול ירידה ברמת התנודתיות בתוצאות החברה. לאור האמור אנו רואים כעת ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של עד 5.0x וביחס FFO לחוב מתואם של לפחות 12% כתואמים את רמת הדירוג הנוכחי. כמו כן, נציין שתחזית הדירוג היציבה גם מניחה שפז תמשיך להציג רמת נזילות "הולמת" על פי הקריטריונים שלנו.

התרחיש השלילי

נפעל להורדת הדירוג במידה והחברה לא תסדיר את תוקפן של מסגרות האשראי שלה ולא תשפר את מבנה החוב שלה במהלך החודשים הקרובים. כמו כן, פעולת דירוג שלילית תיתכן במידה והתחזיות המעודכנות שלנו יצביעו על כך שהחברה לא צפויה לעמוד ביחסי המטרה שהוגדרו לעיל עבור הדירוג הנוכחי. לדעתנו, תרחיש זה אפשרי במידה ותחול החלשות נוספת במרווחי הזיקוק או עקב מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מהמצופה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית, במידה ופז תציג יחס חוב ל-EBITDA של פחות מ-4.0x, וזאת לאורך זמן, תוך שמירה רציפה על רמת נזילות "הולמת".

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מחקר קשור

- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לבחינת נזילות חברות וההשפעה על הדירוג ראה: מתודולוגיה – "הערכת רמת הנזילות למנפיק", ספטמבר 2011. את המאמר המתודולוגי המוזכר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot: http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/haarahat_nezilut.pdf
 - למידע אודות הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי ראה: מתודולוגיה – "הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי", פברואר 2013. <http://www.maalot.co.il/publications/RS20130207103905.pdf>
 - למידע אודות המשמעות של דירוג אשראי ראה: מאמר - "מעלות ומגבלות של דירוג אשראי", מאי 2012. <http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf>
- את כל המאמרים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בכתובת www.maalot.com

רשימת דירוגים

פז חברת נפט בע"מ	דירוג נוכחי	דירוג קודם
דירוג המנפיק	iA+/Stable	ilA+/Negative
אג"ח סדרה א'	ilA+	ilA+
אג"ח סדרה ב'	ilA+	ilA+
אג"ח סדרה ג'	iA+	ilA+
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ	ilA+/Stable	ilA+/Negative
דירוג המנפיק	ilA+	ilA+
סדרות לא סחירות		

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, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.