

# פז חברת נפט בע"מ

## פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

28 יולי, 2013

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'iA+' ושינוי תחזית הדירוג לשלילית בשל יחסי כיסוי שאינם תואמים את הדירוג הנוכחי

אנליסט אשראי ראשי:

צבי בוימר, (03)7539736, [zvi\\_boimer@standardandpoors.com](mailto:zvi_boimer@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, (03)7539718, [matan\\_benjamin@standardandpoors.com](mailto:matan_benjamin@standardandpoors.com)

תוכן עניינים

תמצית

פעולת דירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

## עדכון דירוג

# אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון תחזית הדירוג לשלילית בשל יחסי כיסוי שאינם תואמים את הדירוג הנוכחי

### תמצית

- קצב הורדת המינוף של פז חברת נפט (פז) אינו תואם את ציפיותינו המוקדמות ולהערכתנו קיימת סבירות גבוהה שהחברה תחרוג מיחסי הכיסוי שקבענו כתואמים את רמת הדירוג הנוכחית בשנת 2013 וזאת, למרות השיפור הצפוי בתוצאות התפעוליות וניהול יעיל של ההשקעות בהון החוזר.
- להערכתנו, בשנת 2014 תימשך מגמת הורדת המינוף בעיקר בשל צפי לשיפור בתוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק וייתכן שפז תוכל לעמוד ביחסי כיסוי העולים בקנה אחד עם הדירוג הנוכחי. יחד עם זאת, התחזית לשנת 2014 חורגת מאופק תחזית הדירוג וחשופה למספר רב של משתנים, שחלקם כלל אינם בשליטת החברה.
- 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-'שלילית' מתחזית 'יציבה'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את אי הוודאות הקיימת באשר לעמידתה של פז ביחסי כיסוי התואמים את הדירוג הנוכחי בשנה הקרובה, דהיינו, יחס חוב מתואם ל- EBITDA נמוך מ- 4.0x ו- FFO (funds from operations) לחוב מתואם של כ-20%.

### פעולת הדירוג

ב- 28 ביולי 2013, 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 לשלילית מיציבה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג האשראי של פז חברת נפט בע"מ, העוסקת בתחום האנרגיה בישראל, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד, נתמך בעיקר על ידי מעמדה המוביל של הקבוצה בשוק הישראלי בתחומי הפעילות העיקריים שלה, היציבות היחסית המאפיינת את חטיבות הקו"מ והתעשיות, והאינטגרציה האנכית עם חטיבת הזיקוק. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהסיכונים האינהרנטיים בתעשיית הזיקוק התנודתית ועתירת ההון, ומרמת מינוף גבוהה שבאה לידי ביטוי ביחס חוב מתואם ל- EBITDA של 8.3x ו- 7.5x בשנת 2012 וב- 12 החודשים שהסתיימו ב- 31 למרץ 2013, בהתאמה. המינוף הגבוה שנמדד בתקופות הנ"ל נבע בעיקר מהוצאתה לפועל של תכנית השקעות וכן הפסדים תפעוליים של חטיבת הזיקוק בשני הרבעונים המדווחים האחרונים בעיקר בשל הפעלתו ההדרגתית של בית הזיקוק. 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.

שינוי תחזית הדירוג לשלילית משקף בעיקר את הערכתנו שפז עלולה לחרוג מיחסי הכיסוי שתואמים, לדעתנו, את רמת הדירוג הנוכחית ב- 12 החודשים הקרובים, וזאת על אף הצפי שלנו לתהליך של הורדת מינוף בשנת 2013 ובשנת 2014. להערכתנו, הורדת המינוף תשען על שיפור ניכר בביצועים התפעוליים של חטיבת הזיקוק כתוצאה מהפעלה מלאה של פרויקטים חדשים, יחד עם חסכון בהוצאות עקב החזרה לשימוש בגז טבעי, יציבות בביצועים התפעוליים של חטיבות הקו"מ והתעשיות, וירידה בהשקעות בהון חוזר. עם זאת, קצב הורדת המינוף בפועל, וזה הצפוי, לא תואם את הציפיות המוקדמות שלנו מאוגוסט 2012, כך שישנו סיכוי סביר שהחברה לא תגיע ליחסי הכיסוי שלהערכתנו תואמים את הדירוג הנוכחי בטווח של שנה, דהיינו, יחס חוב מתואם ל- EBITDA נמוך מ- 4.0x ו- FFO לחוב מתואם של כ- 20%. העיכוב בתהליך הורדת המינוף

כאמור, נובע בעיקר מחולשה יחסית בתוצאות התפעוליות של חטיבת הזיקוק. זאת בין היתר, בשל עיכובים שהיו בהפעלת חלק מן המתקנים החדשים וההפעלה ההדרגתית של בית הזיקוק במהלך הרבעון הראשון של 2013.

במסגרת תרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי בשנת 2013, פז תציג EBITDA מתואם בגובה של 1.2 מיליארד ₪ בהשוואה ל- EBITDA מתואם של 0.83 מיליארד ₪ בשנת 2012. השיפור בתוצאות צפוי לנבוע מהפעלתם של הפרויקטים החדשים וחזרה לשימוש בגז טבעי. למרות השיפור הצפוי בתוצאות התפעוליות וניהול יעיל של ההשקעות בהון חוזר, אנו סבורים כי בשנת 2013 פז תציג יחסי חוב מתואם ל- EBITDA של כ- 4.6x ו- FFO לחוב מתואם של כ- 15%. כאמור, יחסים אלו חורגים מרמת הציפיות שלנו כפי שהוגדרה במועד המעקב האחרון ואינם תואמים למת הדירוג הנוכחי. לגבי שנת 2014, תרחיש הבסיס שלנו מצביע על כך שמגמת הורדת המינוף תמשך עד לכדי עמידה ביחסים שקבענו כמתאימים לדירוג הנוכחי. יחד עם זאת, יש לציין את מגבלות החיזוי בענף הזיקוק התנדתי ואת העובדה שמדובר בתחזית ארוכת טווח החשופה למספר רב של משתנים, שחלקם אינם בשליטת החברה. על כן, אנו מייחסים לתחזית של 2014 משקל נמוך יחסית וזאת על רקע אי הוודאות האינהרנטית בענף הזיקוק, לחץ רגולטורי אפשרי בענף הגפ"מ, ופרק הזמן עד להצגת התוצאות בפועל, החורג מאופק תחזית הדירוג.

## נזילות

רמת הנזילות של פז הנה "מספקת", על פי הקריטריונים שלנו, ומשתקפת, בין היתר, בגגישות גבוהה למממנים, העדר התניות פיננסיות כלפי בעלי אג"ח והמערכת הבנקאית והעדר שעבודים קבועים על נכסי החברה. לחברה יחסים טובים, לאורך זמן רב, עם המערכת הבנקאית בישראל, והיא מגייסת בריביות נוחות בשוק ההון המקומי.

אנו מעריכים שהיחס בין המקורות אשר יעמדו לרשות פז לבין הצרכים שלה ב- 18 החודשים הקרובים יעמוד על כ- 1.2x. הערכה זו משקפת את יתרת המזומנים, מבנה החוב ותזרים מפעילות שוטפת שיכול לתמוך בצרכי ההשקעות והדיבידנד של החברה עד סוף 2014.

תחת הנחות במסגרת תרחיש הבסיס, אנו מניחים כי המקורות שעומדים לרשות פז נכון ל- 31 למרס 2013 כוללים:

- יתרת מזומן בסך כ- 0.5 מיליארד ₪;
  - תזרים מפעילות שוטפת בסך של 2.8 מיליארד ₪ עד לסוף שנת 2014;
  - גיוס חוב זמן ארוך בסך 312 מיליון ₪ ברבעון השני של 2013 (כבר בוצע);
  - ומסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקפים מהותיים.
- מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל- 31 במרץ, 2013, כוללים:
- השקעות הוניות בסך כ- 240 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2013 והשקעות בגובה של 75% מסך הפחת החל משנת 2014;
  - פירעון אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 0.2 מיליארד ₪;
  - חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של 2.6 מיליארד ₪ עד סוף שנת 2014;
  - ודיבידנד בהיקף של כמה מאות מיליון ₪ בשנים 2013 ו- 2014, בהתבסס על חלוקת דיבידנד ורכישות עצמיות בשנים קודמות (כ- 1.2 מיליארד ₪ בין השנים 2008-2011).

נציין כי בסוף שנת 2014 תצטרך פז להתמודד עם חלות חוב בודדת (bullet) בסך של כ- 2.4 מיליארד ₪. להערכתנו, פירעון החלות יתבסס בחלקו על ניצול מסגרות האשראי החתומות. במידה ותוקפן של מסגרות האשראי שנוצלו לא יוארך מעבר ל- 12 חודשים, החל מינואר 2015 (מועד פקיעתה של מסגרת בגובה 1.6 מיליארד ₪), על פי המתודולוגיה שלנו, אנו נסווג את סכום המסגרת המנוצלת כחלות שוטפת המיועדת לפירעון מיד. פעולה זו עלולה להשפיע לשלילה על פרופיל הנזילות של החברה ועל דירוג החברה ללא כל קשר ליחסי המינוף.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את רמת אי הוודאות באשר לעמידתה של פז ביחסי כסוי התואמים את רמת הדירוג הנוכחית, דהיינו חוב מתואם ל- EBITDA נמוך מ- 4.0x ו- FFO לחוב מתואם של כ- 20% במהלך 12 החודשים הבאים. בעוד שאנו מעריכים בזירות, שעד סוף

שנת 2014 תרומתם של הפרויקטים החדשים בבית הזיקוק ביחד עם התוצאות היציבות של מגזרי הקו"מ והתעשיות יביאו את פז ליחסים התואמים את רמת הדירוג, פרק הזמן עד להורדת המינוף בפועל (להערכתנו לקראת סוף 2014) מגדיל את רמת אי הוודאות וחורג מאופק הזמן של תחזית הדירוג.

במידה וניווכח בשיפור ביחסי הכיסוי, מעבר לציפיות ולעיתוי המשתקפים מתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, נשקול לעדכן את תחזית הדירוג ליציבה. מאידך, אם החל מפרסום התוצאות הכספיות של הרבעון הראשון של 2014, נעריך כי פז לא תוכל לעמוד ביחסי הכיסוי הנדרשים עבור הדירוג הנוכחי עד סוף שנת 2014, נפעל להוריד את הדירוג. כמו כן, לחץ נוסף על הדירוג יכול להיווצר במידה והחברה תוסיף רבדים נוספים לתוכנית ההשקעות, שעלולה להוביל לתזרים מזומנים שלילי לאחר השקעות ולהרעה ביחסי המינוף שיעלו מתרחיש הבסיס המעודכן שלנו.

## מחקר קשור

- מתודולוגיה: הערכת רמת הנזילות למנפיק", ספטמבר 2011 - <http://maalot.co.il/publications/MT20120322152416.pdf>
- מתודולוגיה: הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי, פברואר 2013 - <http://maalot.co.il/publications/MT20130219144302.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>

כל המאמרים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בכתובת [www.maalot.com](http://www.maalot.com)

## רשימת דירוגים

מדירוג קודם	דירוג נוכחי	פז חברת נפט בע"מ
ilA+/Stable	ilA+/Negative	דירוג המנפיק
ilA+	ilA+	סדרה א'
ilA+	ilA+	סדרה ב'
ilA+	ilA+	סדרה ג'
ilA+/Stable	ilA+/Negative	פז בית זיקוק אשדוד בע"מ
ilA+	ilA+	דירוג המנפיק
		סדרות לא סחירות (2003-4)

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