

# פז חברת נפט בע"מ

## פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

---

1 באפריל, 2015

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'AA' בשל שיפור בביצועים  
התפעוליים וירידה במינוף

אנליסט אשראי ראשי:

מתן בנימין, 972-3-7539731 [matan.benjamin@standardandpoors.com](mailto:matan.benjamin@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

יובל טורבטי, 972-3-7539714 [yuval.torbati@standardandpoors.com](mailto:yuval.torbati@standardandpoors.com)

אילנית פלקסמן, 972-3-7539712 [ilanit.flaksman@standardandpoors.com](mailto:ilanit.flaksman@standardandpoors.com)

**תוכן עניינים**

---

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

רשימת דירוגים

## עדכון דירוג

# העלאת דירוג ל-'ilAA' בשל שיפור בביצועים התפעוליים וירידה במינוף

### תמצית

- התוצאות התפעוליות של פז חברת נפט בע"מ ("פז") השתפרו בשנת 2014, בעיקר בעקבות שיפור בתנאי השוק בתחום הזיקוק, התרומה החיובית של תכנית ההשקעות שהושלמה בשנת 2013 ופעולות התייעלות שיישמה החברה.
- עומס החוב ברוטו של החברה ירד בצורה משמעותית בעקבות פירעון יתרת הקרן של איגרות החוב סדרה א' ו-ב' בהיקף כולל של כ-2.1 מיליארד ₪. במקביל, הגמישות הפיננסית של פז השתפרה, לאור העובדה שלחברה לא צפויים פירעונות חוב מהותיים עד לשנת 2019.
- רמת המינוף של החברה, המשתקפת מיחסי כיסוי החוב נכון לסוף שנת 2014 וכן מאלו החזויים לשנת 2015, ירדה, והיא תומכת בדירוג הנוכחי.
- אנו מעריכים שהחברה תישם מדיניות פיננסית אשר תתמוך ברמת המינוף הנוכחית ותהווה גורם ממתן לתנודתיות הגבוהה והמחזוריות שמאפיינות את ענף הזיקוק.
- אנו מעלים את הדירוג של פז חברת נפט בע"מ, הפועלת בתחום הזיקוק ושיווק הדלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, לדירוג 'ilAA-' מדירוג 'ilA+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפז תשמור על מעמדה המוביל בשוק האנרגיה בישראל ותציג יחסי כיסוי חוב שעולים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי, ובפרט, יחס חוב מתואם ל-EBITDA של בין 3.0x ל-4.0x.

### פעולת הדירוג

ב-1 באפריל, 2015, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של פז חברת נפט בע"מ (פז), הפועלת בתחום הזיקוק ושיווק הדלקים, ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, ל-'ilAA-' מ-'ilA+'. תחזית הדירוג יציבה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נובעת משיפור בביצועים התפעוליים של החברה ומירידה ברמת המינוף כמשתקף ביחסי הכיסוי הנוכחיים והחזויים, שנמצאים ברמה שקבענו כתואמת לדירוג הנוכחי. העלאת הדירוג משקפת גם שיפור בגמישות הפיננסית של פז, לאור העובדה שלחברה לא צפויים פירעונות חוב מהותיים עד לשנת 2019. הדירוג של פז ממשיך להישען על מעמדה המוביל בשוק האנרגיה בישראל בתחומי הפעילות העיקריים שלה, על היציבות היחסית המאפיינת את חטיבת הקמעונאות ומסחר (קז"מ) ואת חטיבת התעשיות, ועל האינטגרציה האנכית עם חטיבת הזיקוק. נציין כי אנו רואים קשר הדוק מאד 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.

התוצאות התפעוליות של פז השתפרו בשנת 2014. ה-EBITDA המתואם של חטיבת הזיקוק בשנת 2014 צמח בכ-45% ל-382 מיליון ₪, לעומת 263 מיליון ₪ בשנת 2013. חטיבת הזיקוק נהנתה מתנאי שוק חיוביים בתחום הזיקוק החל מהמחצית השנייה של שנת 2014: מרווחי זיקוק גבוהים ביחס לשנים קודמות וירידה במחירי הנפט אשר תרמה לקיטון בהון החוזר התפעולי. כמו כן, החברה נהנתה מתרומה חיובית מהמתקנים החדשים שהוקמו בבית הזיקוק במסגרת תכנית ההשקעות, שהובילו לגידול בתפוקה ולשיפור בסל המוצרים. חטיבת התעשיות הציגה גידול של כ-6% ב-EBITDA בשנת 2014 ביחס ל-2013, בעקבות גידול ברווחי פז.

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

כתוצאה מיישום של צעדי התייעלות. הביצועים התפעולים של חטיבת הקו"מ נותרו יציבים בשנת 2014, למרות ההשפעה השלילית של מבצע "צוק איתן". ה-EBITDA המדווח של פז-קו"מ בשנת 2014 הסתכם בכ-509 מיליון ₪ לעומת כ-503 מיליון ₪ בשנת 2013, וזאת בעיקר בעקבות מימוש נכסי נדל"ן שקיזזו את ההשפעה השלילית של הגורם שצוין לעיל.

במהלך השנה פרעה פז את יתרת הקרן של איגרות החוב סדרה א' ו-ב' בסך כולל של כ-2.1 מיליארד ₪, וכתוצאה מכך ירד עומס החוב ברוטו מכ-6.3 מיליארד ₪ ב-2013 ל-4.1 מיליארד ₪ ב-2014. אנו רואים בחיוב את העובדה שלחברה לא צפויים פירעונות חוב מהותיים עד לשנת 2019. כמו כן נציין כי החברה חתמה על הסכם למכירת מניות חברת פי גלילות מסופי נפט וצינורות בע"מ ("פי גלילות") ולמכירת המקרקעין שבבעלותה במתחם פי גלילות בינואר 2015. סך תזרים המזומנים הצפוי לאחר מס מסתכם בכ-177 מיליון ₪ ואמור להתקבל במספר תשלומים.

תנאי השוק נותרו חיוביים עבור החברה גם ברבעון הראשון של שנת 2015, הן מבחינת מרווחי הזיקוק הממשיכים להיות גבוהים יחסית לשנים הקדומות והן מבחינת המשך מגמת הירידה במחיר הנפט הגולמי. נציין כי אם תחול עלייה חדה במחירי הנפט הגולמי, תידרש החברה להגדיל את היקף ההשקעה בהון החוזר באמצעות לקיחת הלוואות ו/או ניצול מסגרות אשראי בנקאיות. תחת התרחיש התפעולי הבסיסי שלנו, אנו מעריכים שמרווח הזיקוק יישאר בטווח הקצר ברמה הגבוהה הנוכחית, ועל כן החברה תציג EBITDA לחבית של כ-3.2-\$3.4 בשנת 2015 לעומת כ-3.0-\$ בשנת 2014. יחד עם זאת, אנו סבורים שקיימת הסתברות גבוהה שהמרווח יחזור לרמה נמוכה יותר בטווח הבינוני עד ארוך, על רקע חולשה יחסית בסביבה המקרו-כלכלית ועודפי היצע מובנים בתעשייה. להערכתנו, הביצועים התפעולים של חטיבות הקו"מ והתעשיות ימשיכו להיות יציבים גם בשנת 2015 וללא שינוי מהותי. בהתאם לאמור, תחת תרחיש הבסיסי שלנו, אנו מעריכים שפז תציג EBITDA מתואם בגובה של כ-1.25-1.35 מיליארד ₪ בשנת 2015, בהשוואה ל-1.19 מיליארד ₪ בשנת 2014. אנו סבורים כי בשנת 2015 תציג פז יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-3.5x ויחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם של לפחות 20%.

אנו מעריכים שהחברה תיישם לאורך זמן מדיניות פיננסית ומדיניות דיבידנד אשר יתמכו ברמת המינוף הנוכחית ויהוו גורם ממתן לתנודתיות הגבוהה והמחזוריות שמאפיינות את ענף הזיקוק. לאור האמור, אנו רואים כעת ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של עד 4.0x וביחס FFO לחוב מתואם של לפחות 20% כתואמים לרמת הדירוג הנוכחי.

**תרחיש הבסיסי שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:**

- EBITDA של חטיבת הזיקוק יעמוד על כ-3.2-\$3.4 לחבית בשנת 2015.
- שיעור ניצולת כושר ייצור של כ-90% בשנת 2015 ו-2016.
- קבלת תמורה חלקית של מכירת "פי גלילות" בשנת 2015.
- יציבות בפורטפוליו התחנות.
- השקעות הוניות בגובה 75% מהפחת.
- חלוקת דיבידנד של 70% מהרווח הנקי.

**תחת תרחיש הבסיסי שלנו, יחסי כיסוי החוב בשנת 2015 צפויים להיות כדלקמן :**

- יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-3.5x ויחס FFO לחוב מתואם של לפחות 20%.

## נזילות

פרופיל הנזילות של פז הינו "הולם" על פי הקריטריונים שלנו, ומשקף, בין היתר, את העובדה כי לחברה תזרים גבוה מפעילות שוטפת ואת העובדה כי לא צפויים פירעונות חוב מהותיים עד לשנת 2019. לחברה יחסים טובים, לאורך זמן רב, עם המערכת הבנקאית בישראל, והיא מגייסת בריביות נוחות בשוק ההון המקומי וללא שעבודים קבועים על נכסיה. נציין כי ברבעון השלישי של שנת 2014, פז שילמה חלות חוב בודדת (bullet) של אג"ח סידרה ב' ותשלום אחרון עבור אג"ח סידרה א' בסך של כ-2.1 מיליארד ₪, וכי מלבד פירעון הלוואה בשנת 2015, אין לחברה פירעונות חוב מהותיים בשנים הקרובות. אנו מעריכים שהיחס בין המקורות אשר יעמדו לרשות פז לבין הצרכים שלה בשנת 2015 יעמוד על כ-1.67. הערכה זו משקפת את יתרת המזומנים, תקבולים ממכירת נכסים, ותזרים חזוי מפעילות שוטפת שיכולים לתמוך בצרכי ההשקעות, הדיבידנד וחלויות החוב של החברה עד סוף 2015. אף על פי כן, אנו מעריכים שפרופיל הנזילות עלול להיות מושפע לרעה מתנדטיות בהון החוזר, בין היתר אם תחול עלייה חדה במחירי הנפט הגולמי. בתרחיש זה תידרש החברה להגדיל את היקף ההשקעה בהון החוזר באמצעות לקיחת הלוואות ו/או ניצול מסגרות אשראי בנקאיות.

על בסיס ההנחות במסגרת תרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי המקורות שעומדים לרשות פז נכון ל-31 לדצמבר, 2014, כוללים:

- יתרת מזומן בסך כ-140 מיליון ₪;
- תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר בסך של כ-900 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2015;

מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל-31 לדצמבר, 2014, כוללים:

- השקעות הוניות בגובה של 75% מסך הפחת;
- חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של 226 מיליון ₪ עד סוף שנת 2015;
- 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 כסוי שעולים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי. אנו רואים ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של בין 3.0x ל-4.0x כתואם את רמת הדירוג הנוכחית.

### התרחיש השלילי

ננקוט פעולת דירוג שלילית במידה והתחזיות המעודכנות שלנו יצביעו על כך שהחברה אינה צפויה לעמוד ביחס שהוגדר לעיל כתואם את הדירוג הנוכחי. לדעתנו, תרחיש זה אפשרי במידה ותחול היחלשות במרווחי הזיקוק, בניגוד לציפיותינו, אשר תוביל לפגיעה בתוצאות התפעוליות והתדרדרות ביחסים הפיננסיים. כמו כן, עלייה ברמת המינוף עקב הנפקות חוב מהותיות ו/או חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מהמצופה עלולות להוביל לאי עמידה ביחסי המטרה התואמים את הדירוג הנוכחי.

### התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם פז תציג יחס חוב ל-EBITDA של פחות מ-3.0x לאורך זמן, תוך שמירה רציפה על רמת נזילות "הולמת" לפחות.

## התאמות לדירוג

- פיזור ענפי: ניטרלי
- מבנה הון: ניטרלי
- נזילות: ניטרלי
- מדיניות פיננסית: ניטרלי
- ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי
- השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מסגרת מתודולוגית לדירוג חברות לא-פיננסיות, 24 בפברואר, 2014
- מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מעלות ומגבלות של דירוג אשראי, מאי 2012
- הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי, פברואר 2013.
- את המאמרים ניתן למצוא באתר S&P Maalot, בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il).

## רשימת דירוגים

פז חברת נפט בע"מ	דירוג נוכחי	דירוג קודם
דירוג המנפיק	iAA-/Stable	iA+/Stable
אג"ח סדרה ג'	iAA-	iA+
אג"ח סדרה ד'	iAA-	iA+
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ	iAA-/Stable	iA+/Stable
דירוג המנפיק	iAA-	iA+
סדרות לא סחירות	iAA-	iA+

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 ומקורות 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.