

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

דירוג ראשוני | דצמבר 2022

אנשי קשר:

יובל קורן

אנליסט - מעריך דירוג ראשי

Yuval.k@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il (P)	דירוג סדרה
------------------	-----------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה¹ A3.il(P) באופק יציב לאגרות חוב (סדרה 2) שתנפיק פז בית זיקוק אשדוד בע"מ ("החברה" או "פז"א) בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב שיירשמו למסחר². ייעוד אגרות הגיוס הנו לטובת הסדרת מבנה מימון עצמאי (פירעון חוב מול חברת האם פז) ולצורכי הפעילות השוטפת. אגרות החוב תעמודנה לפירעון (קרן) בשישה תשלומים שנתיים שאינם שווים: 5 תשלומים שנתיים שווים בשיעור של 8% מהקרן כל אחד, אשר ישולמו ביום 1 באוגוסט בשנים 2024 עד 2028 (כולל), ותשלום בשיעור של 60% מהקרן אשר ישולם ביום 1 באוגוסט בשנת 2029.

עם התקיימות התנאים/נסיבות כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- קבלת הסכמי מימון חתומים עם הבנקים המממנים
- קבלת שטר נאמנות סופי לאגרות החוב

דירוג ראשוני אגרות החוב במחזור:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה 2	-	A3.il (P)	יציב	01.08.2029

אודות החברה

חברת פז בית זיקוק אשדוד הינה חברה פרטית אשר התאגדה בשנת 2006 לצורך קליטת פעילות ונכסי בית הזיקוק באשדוד (אשר החל את פעילותו בשנת 1973) כחלק מרכישת בית הזיקוק ע"י פז חברת נפט בע"מ ("פז") במסגרת תהליך ההפרטה של חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ ("בז"ן). החברה מהווה את חטיבת הזיקוק של חברת פז ועוסקת בניהול פעילות בית הזיקוק באשדוד אשר כוללת ייבוא וזיקוק נפט גולמי וחומרי ביניים לתזקיני נפט המיועדים לשיווק בשוק המקומי ולייצוא. בנוסף, עוסקת החברה בייצור קיטור וחשמל לשימוש עצמי, ייצור ושיווק חשמל באמצעות שתי תחנות כוח בשיטת קו-גנרציה וניפוק תזקינים למיכליות כביש.

מתקני החברה כוללים מתקן זיקוק גלם (מז"ג), פצחן קטליטי ומתקן פירום קטליטי, מתקן קירור קטליטי, מתקני הדחת גופרית ומתקן השבת גופרית, שתי תחנות כוח בשיטת קו-גנרציה (הוקמו בשנים 2009 ו-2012), מתקן השבת גזים, יחידות ייצור נוספות, מתקני ניפוק תזקינים למיכליות כביש, מתקני שירותים (דוודי קיטור, אוויר בלחץ, טיפול בשפכים) ועוד. לחברה כושר ייצור (זיקוק) של 110,000 חביות נפט גולמי ליום (כ-5.4 מיליון טון בשנה) ונפח אחסון של כ-900,000 מ"ק. כמות הזיקוק בפועל וסוג הנפט הגולמי המעובד נקבעים באופטימיזציה כוללת ובהתאם לצורכי החברה, בהתבסס על מודל ממוחשב הבוחן מחירי חומרי גלם, מחירים עתידיים למכירה, חומרי גלם זמינים, ביקוש, מצב המתקנים ועוד וקובע את התמהיל הממקסם את רווחי בית הזיקוק.

כחלק מתהליך ארגון מחדש בפז חברת נפט והתמקדות בעולם הקמעונאי, החליט דירקטוריון פז על הפרדת פעילות הזיקוק באמצעות חלוקת עיקר אחזקותיה של פז בפז"א (צפויה להמשיך להחזיק בכ-5%) לבעלי מניותיה כדיבידנד בעין (כולל עסקת שפיר, ככל וזאת תתבצע) ורישומה של האחרונה למסחר. כחלק מתהליך הפיצול, יחולקו לבעלי המניות בפז בהתאם לשיעורי האחזקה בפז והחברה תירשם למסחר כך שלאחר השלמת הפיצול בעלי המניות בפז יחזיקו בשתי חברות נסחרות בבורסה לניירות ערך, אחת בה תתבצע פעילות בית הזיקוק (נשוא הדירוג) והשנייה, בה תנוהל יתר פעילות פז חברת נפט בע"מ, ללא פעילות בית הזיקוק. החלוקה צפויה להתבצע במהלך החציון הראשון של שנת 2023. השלמת תהליך פיצול החזקות חברת פז בפז"א והפיכתה של האחרונה לחברה עצמאית תצריך התאמת מבנה החוב, שכן תחת בעלות חברת פז התבצע מימון פעילות בית הזיקוק ע"י

¹ מידרוג מציבה דירוגים מותנים למנפיקים או מכשירים פיננסיים כאשר קביעת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים אשר עשויים להשפיע על הדירוג

² הרישום למסחר כאג"ח ברצף המוסדי בבורסה לני"ע בת"א

חברת האם. כיום, בטרם ביצוע מהלך הפיצול נמצאת החברה בבעלותה המלאה של פז. נכון ליום 30.09.2022 החברה מעסיקה כ- 420 עובדים. מנכ"ל החברה הינו מר עמית כרמל ויו"ר הדירקטוריון הינו מר ניר שטרן.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי חזק באספקת הדלקים לשוק המקומי ובחשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית מתקופה של החברה אחד מתוך שני בתי זיקוק הפועלים בישראל. לחברה נדל"ן בבעלות (כ-1,100 דונם) בסמוך לנמל אשדוד ונמל הדרום. החברה פועלת בענף הזיקוק המאופיין בסיכון ענפי גבוה המתבטא בגורמים אקסוגניים, תנודתיות אינהרנטית וגבוהה של הרווחים, הנגזרת ממרווח הזיקוק, אשר הינו הגורם העיקרי המשפיע על תוצאות החברה ואשר מוגדר כהפרש בין ההכנסות ממכירת סל המוצרים אותם מוכרת החברה לבין עלות סל חומרי הגלם שרוכשת החברה (בעיקר נפט גולמי) בשער בית הזיקוק ועלויות אנרגיה. הגורם המרכזי המשפיע על מרווח הזיקוק הינו רמת המרווחים בשווקים הבינלאומיים והוא חשוף במידה רבה להשפעות אקסוגניות של גורמים מאקרו כלכליים, אשר הושפעו בשנים האחרונות ממספר גורמים, כגון שיבושים בשרשרת אספקת חומרי הגלם בעקבות התפשטות נגיף הקורונה (ומגד גידול חד בביקושים עם התפוגגות החששות מהשפעות וריאנטים של הנגיף בארה"ב ובאירופה), השבתת מתקני ייצור כתוצאה מפגעי מזג אוויר וכן מהשלכות המלחמה בין רוסיה ואוקראינה והסנקציות אשר הוטלו על רוסיה. כמו כן, מאופיין הענף בחשיפה גבוהה לשינויים במחירי חומרי הגלם (בין היתר בשל היותם מוצרים נסחרים) והמוצרים בשל רמות המלאי הגבוהות הנדרשות לצורך הפעילות. בנוסף, מאופיין הענף בסיכון הנובע מצורכי השקעה גבוהים (הן לצורכי תחזוקה ושימור הקיים והן לצורך עמידה בדרישות רגולטוריות), מסיכון תפעולי אינהרנטי הנסמך גם על מתקן יחיד וכן, ממעבר צפוי בטווח הבינוני - ארוך לחלופות למוצרי נפט כחלק ממגמה של עלייה במודעות בקרב צרכנים בנוגע להשפעות האקלימיות והסביבתיות של פעילויות מסוימות.

חשיפת החברה לסיכונים שוק, ביניהם תנודתיות במחירי חומרי הגלם ותנודתיות במרווח הזיקוק, מגודרת בחלקה ע"י הגנת שערי מטבע שקל/דולר להפרכי עיתוי (עיקר הרכש של החברה הנו דולרי, בעוד מטבע הפעילות של החברה הנו שקל), דבר אשר צפוי להשתנות לאחר הפיצול), שימוש בחוזים עתידיים המגנים מפני שינויים במחירי הנפט הגולמי ובשנה האחרונה גם בגידור חלקי של מרווח הזיקוק לאור סביבת המחירים. נציין כי סיכון מרווח הזיקוק מגודר חלקית על ידי פעילות תחנת הכוח והניפוק המהוות זרועות יציבות לאורך השנים. רווחיות בית הזיקוק הנה תנודתית בשל משתנים אשר ברובם אקסוגניים ביניהם מרווח הזיקוק, מבנה השוק בקוורדייטן/קונטנר ושערי החליפין. אנו רואים את שנת 2022 כשנה אנומלית לאור רמת המרווחים הגבוהה השוררת בשוק וזאת בהשוואה לסביבת המרווחים בעשור האחרון. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022 עמד מרווח הזיקוק הממוצע של פז"א (בנטרול מרווח חשמל וניפוק) על 9.2 דולר לחבית למול 3.9 דולר לחבית בתקופה המקבילה אשתקד וכ- 4.5 דולר לחבית בשנת 2021, עלייה אשר נבעה בעיקרה מעלייה בביקוש לדלקי תחבורה בעקבות התאוששות ויציאה ממשבר הקורונה וכן בשל השלכות מלחמת רוסיה ואוקראינה.

בהתאם לכך, אנו צופים בשנת 2022 רווח תפעולי מתואם מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 440-500 מיליון ₪ (הטווח העליון מייצג את הערכות ההנהלה ע"פ תחזיות נוכחיות כפי שדווחו במצגת משקיעים לקראת הנפקת אג"ח מיום 21.11.2022) למול EBITDA מתואם בסך של כ- 26 מיליון ₪ בשנת 2021. נציין גם כי בחודשים יוני/יולי הושבת בית הזיקוק לצרכי טיפול/שיפוץ מאסיבי אשר מתבצע אחת לכחמש שנים. להערכתנו, סביבת המרווחים הנוכחית מייצגת את המחזור החיובי של הענף ולאור אלו לטווח הבינוני - הארוך תרחיש הבסיס של מידרוג נשען על ההנחות העיקריות הבאות:

- (1) מרווח זיקוק (ללא חשמל וניפוק) סביב 7.0 דולר לחבית בהתבסס על מספר נתונים הכוללים ממוצע משוקלל של מרווח זיקוק ממוצע בפועל לשנים 2014 - 2022 (נכון לתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2022), תחזית החברה לטווח הקצר ותחזית מעריך שווי לשנה מייצגת³ (2) שמירה על כושר הזיקוק הנוכחי העומד על כ- 110,000 חביות ביום (3) תוספת EBITDA למול שנים עברו בטווח של 55-60 מיליון ₪ לשנה בשנות התחזית בגין חוזי סחר כולל פז בעקבות הפיצול (סיטונאות) (4) השקעות שוטפות (בעיקר לצורך תחזוקה ועמידה בדרישות רגולטוריות) סביב 80 מיליון ₪ לשנה רגילה וכ- 250 מיליון ₪ בשנת שיפוץ וזאת על בסיס הנחות החברה לאחר סיום תכנית השקעות נרחבת. (5) אי חלוקת דיבידנד בשנות התחזית בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. נציין כי

³ ע"פ בחינה לירידת ערך ליום 30 לספטמבר 2022, זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ מיום 28.11.2022

עסקת שפיר לא נלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס לאור היותה של העסקה כפופה לתנאים מתלים שטרם התקיימו ואין ודאות כי תושלם.

תרחיש הבסיס של מידרוג יוצא מנקודת הנחה שגיוס החוב, הן הבנקאי והן מגיוס צפוי של אג"ח צפוי להערכתנו להתבצע ללא תלות בהשלמת הליך הפיצול של פז"א מחברת האם, פז חברת הנפט וכי מטרת הגיוס בפועל הינה הסדרת מבנה מימון עצמאי ותמיכה בפעילותה השוטפת של פז"א. עוד נציין, כי במקרה כזה, לא צפוי שינוי בהנחות תרחיש הבסיס בנוגע למבנה החוב העתידי של החברה, שכן, עם גיוס מקורות המימון לא תזדקק החברה למימון מצד חברת האם ואי לכך תפרע את התחייבויותיה לזאת בגין מקדמות וחז"זים. לאור האמור לעיל ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפויה החברה להציג בטווח הבינוני - ארוך, רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) אשר צפוי לעמוד בשנות התחזית בטווח של 430-470 מיליון ₪ ומקורות מפעילות (FFO) בטווח של 260-300 מיליון ₪.

כאמור, נכון ליום 30.09.2022 מימון החברה התבצע דרך חברת האם ויתרת החוב הפיננסי (להוציא התחייבויות חכירה) של החברה הנה אפסית. במסגרת הפיצול האמור, פז"א תפרע פירעון מלא של יתרת החז"ז בין פז לפז"א. מקדמות שהועמדו לפז"א בגין רכישת תזקיקים ישמשו לרכישת תזקיקים לאחר מועד הפיצול, עד למעבר מלא לתנאי תשלום מקובלים של פז"א מול לקוחותיה. נכון ליום 30.09.2022 סכום זה עומד על כ- 1.1 מיליארד ₪. לאור אלו סך החוב הפיננסי נטו פרופורמה⁴ למהלך, בהתאם למתודולוגיית מידרוג, ליום 30.09.2022 מסתכם בכ- 2.3 מיליארד ₪ וכולל חוב ז"ק בהיקף של כ- 500 מיליון ₪, כ- 500 מיליון ₪ חוב אג"ח לז"א, כ- 800 מיליון ₪ חוב פקטורינג וכ- 800 מיליון ₪ אשראי ספקים נושאי ריבית ומנגד יתרות מזומן פרופורמה של כ- 300 מיליון ₪. החברה צפויה לחתום על מסגרות ז"ק מחייבות מול שלושה בנקים מלווים אשר צפויות להסתכם עד לסך של כ- 2 מיליארד ₪ (מזה כ- 1.2 מיליארד ₪ מסגרות חתומות לז"ק וכ- 800 מיליון ₪ מסגרות חתומות בגין פקטורינג).

מידרוג מניחה בשנות התחזית השקעות הוניות ע"ס של כ- 80 מיליון ₪ למול סך של כ- 310 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022 וכ- 140 מיליון ₪ ממוצע תלת שנתי. הסיבה לירידה בהיקפי ההשקעות האמורות הנה נוכח טיפול תקופתי (אשר מבוצע אחת ל- 4.5-5 שנים על מנת להבטיח את המשך פעילותם השוטפת של המתקנים), פרויקט הקמת מתקן "השבת גופרית" ופרויקט "פתיחת צווארי בקבוק" אשר בוצעו במהלך שנת 2022. לאורך זמן אנו מניחים FFO-CAPEX בטווח של 180-220 מיליון ₪ אשר יופנו לקיטון בחוב.

היקף ההון העצמי של החברה ליום 30.09.22 נאמד לכ- 1.5 מיליארד ₪ ויחס ההון למאזן נאמד לכ- 28%. עם השלמת גיוס החוב יחס ההון למאזן של החברה צפוי לרדת, ולעמוד על טווח של 26%-22%.

נראות התזרימים בענף הזיקוק נמוכה לאור מאפיינים תנודתיים בענף. נזילות החברה נשענת על צרכי ההון החוזר של החברה שהנם תלויים בגורמים אקסוגניים כגון מחירי חבית נפט. בתקופות שונות המאפיינות במחירי חבית גבוהים תצטרך החברה לרתק היקפי הון חוזר גבוהים. אין ביכולתנו לחזות נתון זה אשר מאופיין אף הוא בתנודתיות גבוהה (ומאופיין בין השאר בסיכון הענפי האינהרנטי לענף) ומכאן מידרוג לקחה תרחישי רגישות בהתייחס לרצועת מחירי חבית בין 95\$-105\$ לחבית. להערכת מידרוג, לאחר הפיצול ינוע יחס כיסוי חוב נטו ל-EBITDA בטווח של 4.75 X-5.25 X לטווח ארוך⁵. רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג וצפויה להישען בין היתר על יתרות נזילות בהיקף של כ- 300 מיליון ₪ נוכח השפעות אקסוגניות המאפיינות את ענף הזיקוק. יחס כיסוי הריבית של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 1.6-1.2 המעיב על גמישותה הפיננסית של החברה והינו נמוך ביחס לרמת הדירוג. נציין כי היקף הרווח התפעולי של החברה מושפע לשלילה נוכח היקפי השקעות משמעותיים בחמש השנים האחרונות (בתוספת הקמת תחנת

⁴ נתוני הפרופורמה נמסרו ע"י הנהלת החברה ואינם מסוקרים ע"י רו"ח

⁵ בהתאם למתודולוגיה של מדרוג, חוב נטו כולל אשראי בנקאי לז"ק וז"א, פקטורינג (ניכיון לקוחות) ואשראי ספקים נושאי ריבית בניכוי יתרות מזומנים ושווי מזומנים

הכוח) אשר יצרו הוצאות פחת גבוהות. לאורך שנות התחזית היקפי ההשקעות צפויים לרדת והוצאות הפחת יגלמו יחס של כ- 3.0X למול היקפי ההשקעות החזויות.

לחברה צפויות להיות מספר אמות מידה פיננסיות כפי שמופיעות במסכמים מול המערכת הבנקאית ובשטר נאמנות האג"ח (אם כי אלו עדיין לא סופיות). אמות המידה צפויות לכלול יחסים פיננסיים, כשעיקרם: הון עצמי מינימאלי, שיעור הון עצמי, יחס חוב נטו⁶ ל-EBITDA מתואם. עפ"י תרחישי הרגישות שערכה החברה, החברה עומדת במרווח סביר למול אמות המידה האמורות בשנות התחזית. נציין כי פעילותה של החברה בסביבה בה המאופיינת בתנודתיות גבוהה יכולה להקשות על החברה בעתות מסוימות לעמוד במרווח למול אמות המידה בעיקר בקשר עם החוב ל-EBITDA. עובדה אשר להערכתנו מעיבה על הגמישות הפיננסית של החברה. עפי הצהרת החברה, החברה תבחן מעת לעת חלופות שונות לביצוע גידור בגין אגרות החוב השקליות אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה העסקי החזק בטווח אופק הדירוג, לצד יציבות בפרמטרים הפיננסיים בטווח הזמן הבינוני.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- ירידה ברמות המינוף כך שיחס החוב ל-CAP לאורך זמן לא יעלה על 50%
- עיבוי הכרית ההונית בסכומים משמעותיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת ברווחיות
- שחיקה ביחסי הכיסוי מעבר להערכותינו בתרחיש הבסיס
- חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים
- השקעות ו/או כניסה לתחומים נוספים אשר לא נלקחו בחשבון בתרחיש הבסיס

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ - נתונים עיקריים מדווחים, במיליוני ₪

2019	2020	2021	1-9 2021	1-9 2022	
9,384	5,002	8,151	5,569	10,585	הכנסות
5	(354)	(12)	(114)	212	רווח גולמי
(58)	(748)	(69)	(152)	174	רווח תפעולי
(1.5)	(17.0)	(1.5)	(10.3)	4.8	רווח תפעולי / הוצאות מימון LTM
2,155	1,491	1,394	1,336	1,515	הון עצמי
7	15	122	149	129	יתרות נזילות

⁶ חוב נטו ממורכב בעיקר מחוב בנקאי ז"ק וז"א, אג"ח, חלק מחוב הפקטורינג והתחייבויות IFRS16 בניכוי מזומנים ושווי מזומנים

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ - נתונים תפעוליים, בדולר לחבית

2019	2020	2021	1-9 2021	1-9 2022	
64.2	41.8	70.9	67.9	105.5	מחיר חבית ממוצע בסוף תקופה
4.3	2.8	4.5	3.9	9.2	מרווח הזיקוק (ללא חשמל)
5.0	1.4	2.8	1.9	-	מרווח ייחוס - IEA/KBC NEW [1]

[1] החל מנתוני חודש יוני שינתה חברת KBC את מתודולוגית המרווח כך שהוא חדל להיות רלוונטי לצרכי בית הזיקוק. החברה בוחנת מרווחי זיקוק אינדיקטיביים אחרים.

פירוט השיקולים העיקריים הדירוג

מעמד גיאופוליטי חזק בשוק המקומי הנשלט ע"י שני בתי זיקוק. חשיפה לבנזין מהווה יתרון נוכח ביקוש גובר והיותה של מדינת ישראל מוטת בנזין

לחברה פרופיל עסקי חזק לאור מרכזיותה באספקת הדלקים לשוק המקומי ובחשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית מתוקף היותה של החברה אחד מתוך שני בתי זיקוק הפועלים בישראל. נציין כי לאחרונה התפרסמה החלטת ממשלה שעניינה תוכנית אסטרטגית לפיתוח וקידום מפרץ חיפה, אשר עיקרה הינו הפסקת פעילות התעשייה הפטרוכימית והכימית במפרץ חיפה בקשר עם בית הזיקוק בחיפה. יחד עם זאת, יש לציין כי בהיעדר לוח זמנים מוגדר ולאור הצורך בשמירה על הביטחון האנרגטי של מדינת ישראל וכן בהבטחת הרציפות התפקודית של משק האנרגיה הישראלי, לא ניתן להעריך בשלב זה מתי תובא החלטה זאת לכדי מימוש. פז"א נהנית מנדל"ן בבעלות (כ-1,100 דונם אשר הוערך בשווי של כ-2.3 מיליארד ₪⁷) במיקום אסטרטגי בסמוך לנמל אשדוד ונמל הדרום, לחברות תשתית כגון קצא"א, תחנת כוח אשכול ועוד. לחברה עתודות שטח משמעותיות לפיתוח עתידי בשל בנייה לא רוויה בשטח בית הזיקוק והיא רחוקה יחסית משטחי מגורים ואוכלוסייה אזורית בהיבט של איכות הסביבה. סל התזקיקים של בית הזיקוק רחב ומגוון וכולל בנזין (41%), סולר (35%), מזוט (9%), דס"ל וקרוסין (11%) ואחרים. כאמור, מתקני החברה מתקני החברה כוללים מתקן זיקוק גלם (מז"ג), פצחן קטליטי ומתקן פירום קטליטי, שתי תחנות כוח בשיטת קו-גנרציה ועוד. לחברה כושר ייצור (זיקוק) של 110,000 חביות נפט גולמי ליום (כ-5.4 מיליון טון בשנה) ונפח אחסון של כ-900,000 מ"ק. החברה השקיעה בשנים האחרונות בתוכנית השקעות הכוללת הקמת תחנת כוח ובשדרוג מתקני הייצור. במהלך שנת 2022 החלה החברה פרויקט "פתיחת צווארי בקבוק" אשר עיקר משמעותו הינה בהיותו, ביחד עם הקמת מתקן מצנן קטליטי (Cat Cooler) בשנת 2019 גורם המאפשר לחברה תמהיל ייצור גמיש והתאמה למצבי שוק משתנים וזאת על רקע ירידה מתמשכת בזמינות של מזוט ישיר אשר הינו גורם מרכזי ביכולת מיצוי כושר הזיקוק בפועל. השלמת הפרויקט צפויה בתחילת שנת 2023. פז נפט חברת קמעונאות הדלקים הגדולה בישראל, מהווה לקוח עיקרי של בית הזיקוק (כ-51% בממוצע מסך כמות מכירות החברה בין השנים 2017-2021) וצפויה להישאר לקוח עוגן ולרכוש בשנים הקרובות בהיקפים דומים (מדובר בשוק סגור יחסית שכן כדאיות היבוא מוגבלת). בין פז לפז"א צפוי להיחתם הסכם דלקים ותזקיקים במסגרתו פז תמשיך לרכוש את מרבית תצרוכת הדלקים שלה מפז"א החל ממועד הפיצול המשוער ועד סוף שנת 2025 (עם אפשרות ליציאה של פז"א מההסכם לאחר שנתיים) תוך כדי שימור התנאים המסחריים שהיו נהוגים בין הצדדים עובר הפיצול. נציין כי בית הזיקוק מוטה לייצור בנזין, מוצר המתאפיין בביקוש גובר לנוכח היותה של מדינת ישראל מדינה מוטת בנזין המסתכמת גם על יבוא בנזין נוכח היצע מוגבל.

עוד נציין כי פעילות הזיקוק מהווה נכון למועד דוח זה רוב משמעותי מתוך פעילות החברה, דבר המעיב על הפיזור העסקי. לחיוב נציין כי לחברה שתי תחנות כוח הפועלות בשיטת קו-גנרציה וכן כי החברה פועלת בתחום הניפוק. כמו כן, לחברה פיזור גיאוגרפי חלש תוך תלות במתקן יחיד באשדוד, היעדר סינרגיה מסוים ביחס לבתי זיקוק אחרים וריכוזיות לקוחות כאשר הלקוח העיקרי (צפוי להישאר כך גם לאחר הליך הפיצול) מהווה מעל למחצית מההכנסות. נציין כגורם מקזז את היותו של הלקוח בעל איתנות פיננסית גבוהה וכן כי מדובר במוצר בסיסי וחיוני בעל רמת ביקושים גבוהה.

⁷ ע"פ שמאות מיום 22.03.2022, האושנר מלול הנדסה ושמאות מקרקעין בע"מ

סיכון ענפי גבוה המאופיין בחשיפה אינהרנטית לגורמים אקסוגניים בדגש על מרווח הזיקוק ומתבטא בתנודתיות בתוצאות החברה

ענף הזיקוק מאופיין בסיכון ענפי גבוה המתבטא בתנודתיות אינהרנטית של הרווחים ולאור אלו נראות התזרימים בענף הזיקוק נמוכה. הרווחיות נגזרת ממרווח הזיקוק, אשר הינו הגורם העיקרי המשפיע על תוצאות החברה ואשר מוגדר כהפרש בין ההכנסות ממכירת סל המוצרים אותם מוכרת החברה לבין עלות סל חומרי הגלם שרוכשת החברה (בעיקר נפט גולמי) בשער בית הזיקוק ועלויות אנרגיה. מרווח הזיקוק כפי שפז"א מודדת כולל גם את ההכנסות מהחשמל לחיצוניים ומהניפוק ואינו כולל הוצאות משתנות וקבועות אחרות ואינו כולל הוצאות אנרגיה לייצור החשמל (גז טבעי) פחת והפחתות. הגורם המרכזי המשפיע על מרווח הזיקוק הינו רמת המרווחים בשווקים הבינלאומיים והוא חשוף במידה רבה להשפעות אקסוגניות של גורמים מאקרו כלכליים, אשר הושפעו בשנים האחרונות ממספר גורמים, כגון שיבושים בשרשרת אספקת חומרי הגלם בעקבות התפשטות נגיף הקורונה (ומנגד גידול חד בביקושים עם התפוגגות החששות מהשפעות וריאנטים של הנגיף בארה"ב ובאירופה), השבתת מתקני ייצור כתוצאה מפגעי מזג אוויר וכן מהשלכות המלחמה בין רוסיה ואוקראינה והסנקציות אשר הוטלו על רוסיה. כמו כן, מאופיין הענף בחשיפה גבוהה לשינויים במחירי חומרי הגלם (בין היתר בשל היותם מוצרים נסחרים) והמוצרים בשל רמות המלאי הגבוהות הנדרשות לצורך הפעילות. בנוסף, מאופיין הענף בסיכון הנובע מצורכי השקעה גבוהים (הן לצורכי תחזוקה ושימור הקיים והן לצורך עמידה בדרישות רגולטוריות), מסיכון תפעולי אינהרנטי הנסמך גם על מתקן יחיד וכן, ממעבר צפוי בטווח הבינוני - ארוך לחלופות למוצרי נפט כחלק ממגמה של עלייה במודעות בקרב צרכנים בנוגע להשפעות האקלימיות והסביבתיות של פעילויות מסוימות.

ענף הזיקוק העולמי מאופיין בסינרגיה אנכית גבוהה בין תחומי הקידוח, הזיקוק, הפטרוכימיה והשיווק. מרבית תאגידי האנרגיה הגדולים בעולם פועלים לאורך שרשרת הערך, גורם ממתן בפני המחזוריות הענפית של כל אחד מהסגמנטים. בענף קיים יתרון לגודל נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות. לצד זאת, הניסיון מלמד כי בשונה מענפים אחרים, היקף פעילות רחב אינו מבטיח בהכרח יציבות רווחים או אף מניעת הפסדים וזאת כאמור בשל השפעות אקסוגניות חזקות, השבתת מתקני ייצור כתוצאה מפגעי מזג אוויר, שינויים חדים בביקוש ובהיצע מוצרי הנפט ועוד. כמו כן, מאופיין הענף בחשיפה גבוהה לשינויים במחירי חומרי הגלם (בין היתר בשל היותם מוצרים נסחרים) והמוצרים בשל רמות המלאי הגבוהות הנדרשות לצורך פעילותה של החברה וכן בסיכונים תזרימיים בגין עסקאות הגנה, הנגזרים מפערים בין מועדי תשלום על פי עסקת הגנה ולבין מועדי תקבולים בגין מכירת מוצריה. בנוסף, מאופיין הענף בסיכון הנובע ממעבר לחלופות למוצרי נפט ולמחזור פלסטיק והפחתת השימוש בפלסטיק. מוצרי החברה משמשים בעיקר לתחבורה יבשתית, אווירית וימית וכן לתעשייה. חידושים טכנולוגיים לרבות מנועים וכלי רכב חשמליים והיברידיים, הגבלות על שימוש וייבוא של כלי רכב המונעים בבנזין וסולר, ככל שיוטלו, שינוי בהעדפות צרכנים ומעבר לצריכה של מוצרים תחליפיים כגון דלקים כגון ביו דיזל, גז טבעי ועוד וכן חקיקת חוקים ומתן סובסידיות לעידוד הפחתת שימוש בדלקים פוסיליים ומעבר לאנרגיות מתחדשות עלולים להקטין את הביקוש למוצרי החברה בטווח הבינוני - ארוך.

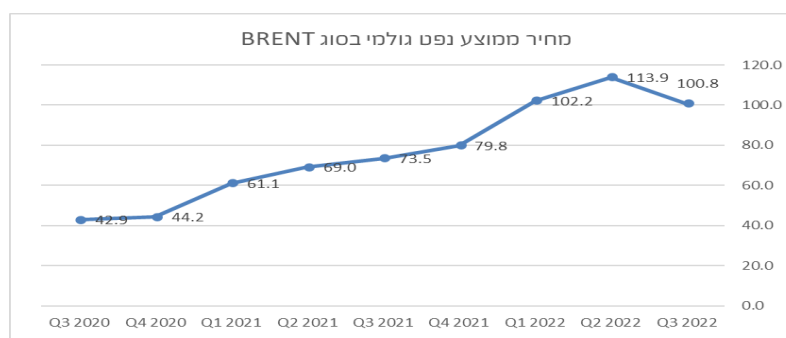
חשיפת החברה לסיכונים שוק, ביניהם תנודתיות במחירי חומרי הגלם ותנודתיות במרווח הזיקוק, מוגדרת בגין הפרשי עיתוי בחלקה ע"י הגנת שערי מטבע שקל/דולר (לפני הפיצול, עיקר הרכש של החברה הנו דולרי, בעוד מטבע הפעילות של החברה הנו שקלי), שימוש בחוזים עתידיים המגנים מפני שינויים במחירי הנפט הגולמי ובשנה האחרונה גם בגידור מרווח הזיקוק לאור סביבת המחירים וכן הכנסות מפעילויות נוספות - ניפוק ומכירת חשמל באמצעות תחנות הקו-גנרציה שבבעלות החברה. רווחיות בית הזיקוק מושפעת גם מפערי הזמנים שבין מועד רכישת מלאי הנפט הגולמי לבין מועד מכירת התזקימים המיוצרים ממנו. במהלך ששת החודשים האחרונים נרשמה עלייה במרווחי זיקוק, פועל יוצא בין היתר של המצב הגיאופוליטי ומלחמת רוסיה ואוקראינה וסביבת מחירי אנרגיה גבוהים, המשקפת עודף ביקוש על היצע. התקופה גם מוגדרת כ-Backwardation (שוק נסוג) אשר משקפת את הערכת השוק בעתיד לצפי לירידת המחירים.

ביום 20.09.2022 שינתה מודי's⁸ את אופק ענף האנרגיה הגלובלי מיציב לחיובי, לאור עלייה במרווחי הסחורות, היצע מוגבל ומנגד תנודתיות במחירים לאור אי וודאות בקשר עם סיכונים גיאופוליטיים והמשך השלכות הסנקציות שהוטלו על רוסיה על היצע הנפט

⁸ Moody's investors service - Energy - Global. Outlook, 20 September 2022

הגולמי העולמי, לצד מרווחי זיקוק גבוהים וביקושים גוברים. מודי'ס צופה התמתנות ברווחיות בתי הזיקוק בשנת 2023 ביחס לשנת 2022 אשר היוותה שנת שיא עם התרחבות מרווחי הזיקוק לצד ביקוש גובר וזאת בהתאם להתמתנות מחירי הסחורות כחלק המתאמת השוק להאטה בכלכלה העולמית. מודי'ס מניחה ביקושים יציבים בשנת 2023 אשר יחד עם ירידה צפויה בכוח הזיקוק העולמי ורמות מלאי נמוכות לאור קשיים לאורך שרשרת האספקה ימשיכו לתמוך במרווח זיקוק גבוה.

להלן התפתחות מחיר נפט גולמי מסוג ברנט בשנתיים האחרונות:



גידול צפוי ב-EBITDA מתואמת בשנה הנוכחית לאור סביבת מרווחים גבוהה צפוי להתמתן לאורך זמן

לאחר שבשנת 2020 חלה ירידה במרווחי הזיקוק בשל נגיף הקורונה ומלחמות הנפט בין ארה"ב רוסיה וערב הסעודית, בשנת 2021 אנו עדים לחזרה לרמת מרווחים אשר אפיינה את בית הזיקוק טרום הקורונה (כ-4.5 דולר לחבית). שנת 2022 הושפעה מרמת מרווחים גבוהה בעיקר בחציון השני כאשר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022 עמד מרווח הזיקוק הממוצע של פז"א (בנטרול מרווח חשמל וניפוק) על 9.2 דולר לחבית למול 3.9 דולר לחבית בתקופה המקבילה אשתקד וכ-4.5 דולר לחבית בשנת 2021, עלייה אשר נבעה בעיקרה מעלייה בביקוש לדלקי תחבורה בעקבות התאוששות ויציאה ממשבר הקורונה וכן בשל השלכות מלחמת רוסיה אוקראינה. בהתאם, ה-EBITDA המתואם לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2022 הסתכם לכ-316 מיליון ₪ למול EBITDA מתואם שלילי של כ-79 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2021. לאור העלייה במרווחי הזיקוק מתחילת השנה וביתר שאת במהלך הרבעון השני לשנת 2022 גידרה החברה לחודשים אוגוסט עד דצמבר כמות של 440 אלף טון המהווה כ-25% מכמות המכירות הצפויה לתקופה במרווח של כ-20 דולר לחבית ולחציון הראשון של שנת 2023 כמות של כ-90 אלף טון המהווים כ-5% מכמות המכירות הצפויה לתקופה.

אנו רואים את שנת 2022 כשנה אנומלית לאור רמת המרווחים הגבוהה השוררת בשוק. בהתאם לכך, אנו צופים בשנת 2022 מרווח זיקוק סביב 10.0 דולר לחבית (כולל גידור של מרווח הזיקוק לשער של 20 דולר לחבית ברוטו על כ-10% מהתפוקה לשנת 2022). בהינתן היקפי ייצור נמוכים יחסית השנה נוכח השבתות למשך 45 ימים בשל שיפוך תקופתי החברה צפויה להציג בשנת 2022 רווח תפעולי מתואם מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 440-500 מיליון ₪ (הטווח העליון מייצג את הערכות ההנהלה ע"פ תחזיות נוכחיות כפי שדווחו במצגת משקיעים לקראת הנפקת אג"ח מיום 21.11.2022) למול EBITDA מתואם בסך של כ-26 מיליון ₪ בשנת 2021 אשר הושפעה לשלילה מהתפשטות נגיף הקורונה.

להערכתנו, סביבת המרווחים הנוכחית מייצגת את המחזור החיובי של הענף ולאור אלו לטווח הבינוני - הארוך תרחיש הבסיס של מידרוג נשען על ההנחות העיקריות הבאות:

(1) מרווח זיקוק (ללא חשמל וניפוק) סביב 7.0 דולר לחבית בהתבסס על מספר נתונים הכוללים ממוצע משוקלל של מרווח זיקוק ממוצע בפועל לשנים 2014 - 2022 (נכון לתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2022), תחזית החברה לטווח הקצר ותחזית מעריך

שווי לשנה מייצגת⁹ (2) שמירה על כושר הזיקוק הנוכחי העומד על כ- 110,000 חביות ביום (3) תוספת EBITDA למול שנים עברו בטווח של 55-60 מיליון ₪ לשנה בשנות התחזית בגין חוזי סחר כולל פז בעקבות הפיצול (סיטונאות) (4) השקעות שוטפות (בעיקר לצורך תחזוקה ועמידה בדרישות רגולטוריות) סביב 80 מיליון ₪ לשנה רגילה וכ- 250 מיליון ₪ בשנת שיפוץ וזאת על בסיס הנחות החברה לאחר סיום תכנית השקעות נרחבת. (5) אי חלוקת דיבידנד בשנות התחזית בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. נציין כי עסקת שפיר לא נלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס לאור היותה של העסקה כפופה לתנאים מתלים שטרם התקיימו ואין ודאות כי תושלם.

לאור האמור לעיל ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפויה החברה להציג בטווח הבינוני - ארוך, רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) אשר צפוי לעמוד בשנות התחזית בטווח של 430-470 מיליון ₪ ומקורות מפעילות (FFO) בטווח של 260-300 מיליון ₪ כתלות גם בהיקף החוב שתיטול החברה, לוח הסילוקין ובשיעורי הריבית.

גידול בחוב לאור הסדרת מבנה מימון עצמאי וירידה בסביבת המרווחים יעיבו על יחסי הכיסוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך

כאמור נכון ליום 30.09.2022 מימון החברה התבצע דרך חברת האם ויתרת החוב הפיננסי (להוציא התחייבויות חכירה) של החברה הנה אפסית. במסגרת הפיצול האמור, פז"א תפרע פירעון מלא של יתרת החו"ז בין פז לפז"א. מקדמות שהועמדו לפז"א בגין רכישת תזקיקים ישמשו לרכישת תזקיקים לאחר מועד הפיצול, עד למעבר מלא לתנאי תשלום מקובלים של פז"א מול לקוחותיה. נכון ליום 30.09.2022 להערכת הנהלת החברה, סכום זה עומד על כ- 1.1 מיליארד ₪. לאור אלו סך החוב הפיננסי נטו פרופורמה¹⁰ למהלך, בהתאם למתודולוגיית מידרוג, ליום 30.09.2022 מסתכם בכ- 2.3 מיליארד ₪ וכולל חוב ז"ק בהיקף של כ- 500 מיליון ₪, כ- 500 מיליון ₪ חוב אג"ח לז"א, כ- 800 מיליון ₪ חוב פקטורינג וכ- 800 מיליון ₪ אשראי ספקים נושאי ריבית ומנגד מזומן פרופורמה בהיקף של כ- 300 מיליון ₪. החברה צפויה לחתום על מסגרות ז"ק מחייבות מול שלושה בנקים מלווים אשר צפויות להסתכם עד לסך של כ- 2 מיליארד ₪ (מזה כ- 1.2 מיליארד ₪ מסגרות חתומות לז"ק וכ- 800 מיליון ₪ מסגרות חתומות בגין פקטורינג).

ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג יחס כיסוי חוב נטו¹¹ ל-EBITDA ינוע בטווח של X 4.75 - X 5.25 לטווח ארוך. ההון העצמי של החברה ליום 30.09.2022 עמד על כ- 1.5 מיליארד ₪ (למול כ- 1.4 מיליארד ₪ נכון ליום 31.12.2021). לאורך זמן אנו מניחים כי החברה תגדיל את היקף ההון דרך הצפת ערך ו/או כניסת משקיע (כאמור לא נלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס) אשר תזרים לחברה סכומים מהותיים. נציין כי ללא אלו לאורך זמן תתקשה החברה להגדיל באופן משמעותי את הכרית ההונית בסביבת מרווחים המאפיינת את תרחיש הבסיס של מידרוג בטווח הבינוני-הארוך ולאור מרכיב מהותי של הוצאות מימון עם העלייה בהיקף החוב ושיעורי הריבית הנגזרים ממנה, נתון המעיב על הדירוג.

החברה רושמת תנודתיות ברווח בהתאם לענף הפעילות ומכאן צפויה למתן את חשיפת הרווח למשתנים חיצוניים באמצעות יתרות נזילות בהיקף של כ- 300 מיליון ₪ נוכח ההשפעות האקסוגניות כאמור בענף הזיקוק. החוב נטו (כולל אשראי ספקים נושאי ריבית) ל-Cap נטו צפוי לעמוד בשנות התחזית סביב 55%-60% (טרום הסדרת מבנה המימון העצמאי חוב החברה הורכב בעיקר מאשראי מחברת האם בסכומים לא מהותיים ביחס להיקפי החוב הצפויים לאחר השלמת הסדרת מבנה המימון העצמאי).

ירידה בהשקעות הוניות ובצורכי הון חוזר לאורך זמן יביאו לתזרים חופשי חיובי מתון לאחר הפיצול

בשנים 2019-2021 רשמה החברה השקעות הוניות בהיקף ממוצע של כ- 140 מיליון ₪ בשנה, היקף ההשקעות ההוניות בשנת 2022 המסתיימת צפוי לנוע סביב 400 מיליון ₪ בשל טיפול תקופתי (אשר מבוצע אחת ל- 4.5-5 שנים על מנת להבטיח את המשך פעילותם השוטפת של המתקנים) פרויקט מתקן השבת גופרית ופרויקט "פתיחת צווארי בקבוק". היקף ההשקעות ההוניות לטווח הבינוני - ארוך צפוי לרדת ולנוע סביב 80 מיליון ₪ ו- 250 מיליון ₪ בשנה רגילה ובשנת שיפוץ בהתאמה, וזאת בעיקר לצורך תחזוקה שוטפת, שמירה

⁹ ע"פ בחינה לירידת ערך ליום 30 לספטמבר 2022, זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ מיום 28.11.2022

¹⁰ נתוני הפרופורמה נמסרו ע"י הנהלת החברה ואינם מסוקרים ע"י ר"ח

¹¹ בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, חוב נטו כולל אשראי בנקאי לז"ק וז"א, פקטורינג (ניכיון לקוחות) ואשראי ספקים נושאי ריבית בניכוי יתרות מזומנים ושווי מזומנים

על הקיים ולצורך עמידה בדרישות רגולטוריות. לאור האמור לעיל, ולאחר נטילת המימון האמור במסגרת הסדרת מבנה המימון העצמאי, אנו מניחים לאורך זמן FFO-CAPEX בטווח של 180-220 מיליון ₪ אשר יופנו לקיטון בחוב כתלות בצורכי ההון החוזר.

רמת נזילות וגמישות פיננסית סבירה ביחס לדירוג

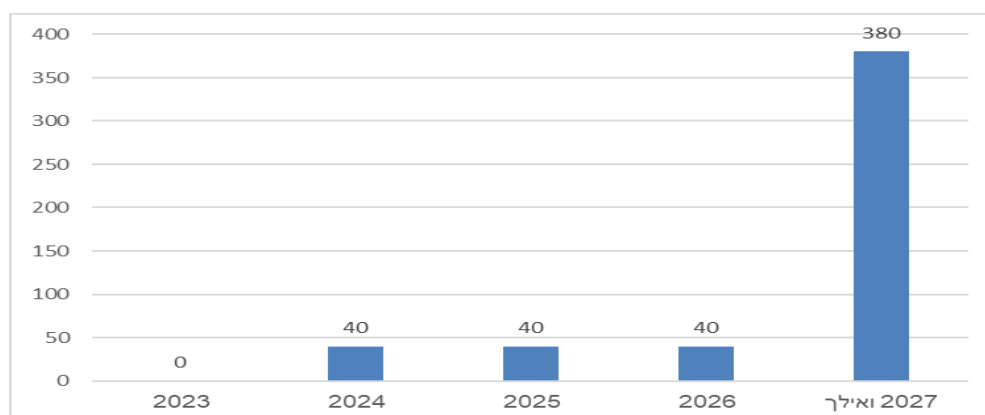
רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג וצפויה להישען בין היתר על יתרות נזילות בהיקף של כ-300 מיליון ₪ נוכח השפעות אקסוגניות המאפיינות את ענף הזיקוק. בנוסף, נזילות החברה נשענת על צורכי ההון החוזר של החברה שהנם תלויים בגורמים אקסוגניים כגון מחירי חבית נפט. בתקופות שונות המאפיינות במחירי חבית גבוהים תצטרך החברה לרתק היקפי הון חוזר גבוהים. אין ביכולתנו לחזות נתון זה אשר מאופיין אף בתנודתיות גבוהה (ומאופיין בין השאר בסיכון הענפי האינהרנטי לענף) ומכאן מידרוג לקחה תרחישי רגישות בהתייחס לרצועת מחירי חבית בין \$95-\$105 לחבית. לחברה צפויות להיות לאחר השלמת תהליך הפיצול מסגרות ז"ק מחייבות מול שלושה בנקים מלווים אשר צפויות להסתכם עד לסך של כ-2 מיליארד ₪ (מזה כ-1.2 מיליארד ₪ מסגרות חתומות לז"ק וכ-800 מיליון ₪ מסגרות חתומות בגין פקטורינג). האשראי הבנקאי צפוי לעמוד למול שעבוד שוטף כללי על כלל נכסי החברה פרי פסו בין הגופים המממנים. בשלב זה לחברה צפויות להיות מספר אמות מידה פיננסיות מול המערכת הבנקאית (אם כי אלו עדיין אינן סופיות) אמות המידה צפויות לכלול יחסים פיננסיים, כשעיקרם: הון עצמי מינימאלי, שיעור הון עצמי, יחס חוב נטו ל-EBITDA מתואם. עפ"י תרחישי הרגישות שערכה החברה, החברה עומדת במרווח סביר למול אמות המידה האמורות בשנות התחזית. נציין כי פעילותה של החברה בסביבה בה המאפיינת בתנודתיות גבוהה יכולה להקשות על החברה בעתות מסוימות לעמוד במרווח למול אמות המידה בעיקר בקשר עם החוב ל-EBITDA. עובדה אשר להערכתנו מעיבה על הגמישות הפיננסית של החברה.

יחס כיסוי הריבית של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 1.2-1.6 המעיב על גמישותה הפיננסית של החברה והינו נמוך ביחס לרמת הדירוג. נציין כי היקף הרווח התפעולי של החברה מושפע לשלילה נוכח היקפי השקעות משמעותיים בחמש השנים האחרונות (בתוספת הקמת תחנת הכוח) אשר יצרו הוצאות פחת גבוהות. לאורך שנות התחזית היקפי ההשקעות צפויים לרדת והוצאות הפחת יגלמו יחס של כ-3.0X למול היקפי ההשקעות החזויות. עומס הפירעונות של החברה הנו נוח בהתאם ללוח הסילוקין הצפוי בשלב זה לחוב ז"א (40 מיליון ₪ בשנה) נוכח מרכיב בולט גבוה יחסית (כ-60% מהחוב לז"א) בתום שנת 2029.

מדיניות פיננסיות שמרנית צפויה

להערכת מידרוג, לחברה ניהול סיכונים שמרני, אשר צפוי לבוא לידי ביטוי ביתרות נזילות גבוהות נוכח השפעות אקסוגניות המאפיינות את ענף הזיקוק. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים ולהערכתנו הסבירות לחלוקת דיבידנד בשנים הקרובות נמוכה בהינתן ההנחות שצינו לעיל. בשלב זה החברה בוחנת עיבוי ההון דרך הצפת ערך ו/או כניסת משקיע אשר תזרים לחברה סכומים מהותיים, אלו יתמכו בכרית ההונית. החברה מבצעת גידורים חלקיים הן לשינויי מטבע והן למחירי חבית נפט. החברה מתמקדת בפעילות הליבה ואין בכוונתה לבצע עסקאות מיזוגים ורכישות. כן נציין, כי החברה מצויה לאחר סיום תוכנית השקעות אשר התבטאה בהשקעות בהיקפים גבוהים בשנים האחרונות ובשנות התחזית החברה צופה ירידה חדה בסעיף זה. יצוין כי השקעות חדשות כחלק מתהליכי פיתוח עסקי, ככל שיהיו, ייבחנו תוך השפעתן על המיצוב העסקי והפיננסי - מחד כנגד הגידול בצד החוב ומנגד בהיקפי התזרים שייתרמו. ע"פ הצהרת החברה, החברה תבחן את מדיניות הגידור לאחר הפיכתה לחברה דולרית.

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ : לוח סילוקין צפוי לפירעון קרן אג"ח במיליוני ₪



שיקולים נוספים לדירוג

מעמד אסטרטגי וגיאופוליטי חזק בשוק המקומי עם נתח שוק משמעותי

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי חזק באספקת הדלקים לשוק המקומי ובחשיבות אסטרטגית וגיאופוליטית מתוקף היותה של החברה אחד מתוך שני בתי זיקוק הפועלים בישראל, לאור הצורך בשמירה על הביטחון האנרגטי של מדינת ישראל וכן בהבטחת הרציפות התפקודית של משק האנרגיה הישראלי.

שיקולי ESG

להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. הכנסות החברה חשופות במידה רבה לשימוש בדלקים מזהמים, למגמת המעבר מדלקים פוסיליים מזהמים לאנרגיות מתחדשות ושימוש הגובר בגז טבעי, זאת לצד מגמת המעבר לרכבים חשמליים כחלק ממגמה של עלייה במודעות בקרב צרכנים בנוגע להשפעות האקלימיות והסביבתיות של פעילויות מסוימות. פעילות הייצור של החברה כרוכה בהשפעות חיצוניות שליליות על הסביבה. כמו כן, פעילות החברה בתחום חומרים מסוכנים חושפת אותה לסיכונים זיהום סביבתי. החברה פועלת מכוח חקיקה והוראות שניתנו לה על ידי הרשויות המוסמכות לשמירה על איכות האוויר, איכות הקולחין המוזרמים לים, טיפול ופינוי פסולת מוצקה או רעילה ומניעת זיהום קרקע ומי תהום על ידי מוצרי נפט. פעילות החברה מבוצעת בהתאם לחוק החומרים המסוכנים, החוק להגנת הסביבה, חוק אוויר נקי, תקנות המים ועוד. החברה מבצעת ניטור וסקרים באוויר בחצר המפעל, סקרים בסביבה הימית וסקרים הידרולוגיים.

חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה גבוהה בשל מגמות חברתיות העשויות להשפיע על הביקוש למוצריה בקשר עם צמצום שימוש בדלקים פוסיליים ומעבר בטווח זמן בינוני - ארוך לשימוש באנרגיות מתחדשות. יחד עם זאת, החלטת הממשלה שעניינה תוכנית אסטרטגית לפיתוח וקידום מפרץ חיפה, אשר עיקרה הינו הפסקת פעילות התעשייה הפטרוכימית והכימית במפרץ חיפה יחד עם הצורך בשמירה על הביטחון האנרגטי של מדינת ישראל וכן בהבטחת הרציפות התפקודית של משק האנרגיה הישראלי לצד ריחוק יחסי של בית הזיקוק מאוכלוסייה אזרחית ושטחי מגורים מהווים גורמים ממתנים לסיכון זה.

החברה הינה חברה פרטית אשר מדווחת על בסיס רבעוני, כיום מנוהלים תחומי האחריות התאגידית וביקורת הפנים במסגרת חברת האם, פז חברת הנפט. תחומי איכות הסביבה, ומערכות מידע מנוהלים באופן עצמאי בפז"א. החברה נמצאת בימים אלו בתהליך גיבוש מדיניות ESG וצפויה לפרסם דוח אחריות תאגידית לאחר השלמת תהליך הפיצול. כמו כן, בעקבות הפיצול וההנפקה צפויה החברה למנות דירקטוריון ואת וועדות הדירקטוריון.

לאור כל אלו, בשלב זה איננו מקנים כשיקול נוסף שלילי לדירוג את השפעת ה-ESG על פרופיל האשראי של החברה.

מטריצת הדירוג

תרחיש דירוג		ליום 30.09.2022		תת-פרמטר	פרמטר	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1] [3]			
Baa.il	---	Baa.il	---	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aaa.il	13,000-13,500 מ' ש"ח	Aaa.il	13,167 מ' ש"ח	---	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	---	מעמד עסקי	רווחיות
Ba.il	1.5%-2.0%	Ba.il	1.95%	---	שיעור רווח תפעולי	
Ba.il		Ba.il			יציבות הרווחים	
A.il	55%-60%	-	-	חוב פיננסי / Cap	רמת מינוף	
A.il	4.75x-5.25x	-	-	חוב / EBITDA		פרופיל פיננסי
Aa.il	180-220 מ' ש"ח	A.il	32 מ' ש"ח	FFO-CapEx	תזרים יחסי כיסוי [4]	
Baa.il	1.2x-1.6x	--	-	רווח תפעולי / הוצ' מימון		
A.il	---	A.il	---	---	מדיניות פיננסית	
A3.il						דירוג נגזר מהמטריצה
A3.il						דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה

[2] בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג

[3] LTM

[4] טרום הפיצול חוב החברה מורכב בעיקר מאשראי מחברת האם בסכומים לא מהותיים ביחס להיקפי החוב הצפויים לאחר השלמת הליך הפיצול ואי לכך, יחסים אלו לא מוצגים

דוחות קשורים

[דירוג חברות תעשייה יצרנית - דוח מתודולוגי, מרץ 2021](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

26.12.2022

תאריך דוח הדירוג:

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

שם יוזם הדירוג:

פז בית זיקוק אשדוד בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>