

30 מאי, 2011

## בתי זיקוק לנפט

# אשרור דירוג 'ilA' על רקע המשך התקדמות תוכנית ההשקעות; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי: אלעד זלסקו, לונדון, [elad\\_jelasko@standardandpoors.com](mailto:elad_jelasko@standardandpoors.com)  
אנליסט אשראי משני: Per Karlsson, שטוקהולם, [per\\_karlsson@standardandpoors.com](mailto:per_karlsson@standardandpoors.com)

### תמצית

- תעשיית הזיקוק נמצאת עדיין בחלקו התחתון של מחזור העסקים, והמגמה תימשך, לדעתנו, גם במחצית השנייה של שנת 2011.
- החברה השלימה את הקמת הפצחן המימני המתון והחלה לעשות שימוש בגז טבעי, כאשר סיום ההקמה של הפצחן המימני המלא (המיד"ן) נמצא במרחק של 12 חודשים, ועם סיום תוכנית ההשקעות צפויה לחול קפיצה משמעותית במיצוב העסקי של החברה.
- אנו מאשררים את הדירוג של בתי הזיקוק לנפט בע"מ (בזן), הפועלת בתחום הזיקוק והפטרוכימיה ברמה של 'ilA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את האיזון הקיים בין השלב המתקדם בה נמצאת החברה בתוכנית ההשקעות ובין החולשה בענף הזיקוק, שתבטא בתוצאות חלשות יחסית גם ברבעונים הקרובים וביחסי כיסוי חוב שעולים בהרבה על הרמה המתאימה ל-'ilA'.

### פעולת הדירוג

ב-30 למאי, 2011 אישרה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של בתי הזיקוק לנפט בע"מ (בזן), הפועלת בתחום הזיקוק והפטרוכימיה, ברמה של 'ilA'. תחזית הדירוג יציבה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של בזן משקף את הדומיננטיות של החברה בשוק האנרגיה בישראל (כ- 2/3 משוק התזקימים); אינטגרציה חלקית עם תעשיית הפטרוכימיה והארומטיים; והתרומה הצפויה עם סיום תוכנית ההשקעות במחצית שנת 2012. כאשר הדירוג מוגבל ע"י החולשות הבאות: מינוף גבוה; סביבה ענפית מאתגרת עם מרווחי זיקוק נמוכים; עלייה במחיר חבית הנפט הגוררים השקעות מהותיות בהון חוזר; לחץ לחלוקת דיבידנדים מבעלי המניות; סיכוני הקמה; וקיבוץ כלל פעילות הקבוצה במתחם גיאוגרפי אחד.

אנו מאמינים כי תעשיית הזיקוק באירופה עודנה מתמודדת עם בעיות מבניות ובראשן, עודף זיקוק כאשר ברקע בתי זיקוק מפסידים ממשיכים לפעול. לדעתנו, הבעיות המבניות צפויות להמשיך ולתמוך במרווחי זיקוק נמוכים ב- 18 החודשים הקרובים. בנוסף, אי הוודאות באשר לכלכלה האירופאית צפויה לתמוך בהמשך תנודתיות במרווחים (ה- URAL Med Crack נע בטווח שבין \$7 ל-\$4 לחבית במהלך 12 החודשים האחרונים). אנו ממשיכים להניח בבסיס הדירוג כי ה- URAL Med המשמש כמדד הייחוס (benchmark) לתעשיית הזיקוק המקומית, ינוע בין \$2.5-\$2 לחבית עד לסוף שנת 2012 (כ- \$ 2.9 לחבית בשנת 2010).

השלמת פרויקטים נוספים בתוכנית ההשקעות (המשך מיצוי הסינרגיה עם כאו"ל והשלמת הפצחן המימי המלא[מיד"ן]) צפויים לדעתנו להביא לקפיצה משמעותית במיצוב העסקי של החברה מול בתי זיקוק דומים באירופה. יחד עם זאת, אנו ממשיכים לשכלל את הסיכון ההקמה והאינטגרציה. במסגרת הדירוג הנוכחי, אנו מניחים כי לא יחול שינוי באסטרטגיית הקבוצה, בעקבות השינויים בצמרת החברה.

במהלך 4 הרבעונים שהסתיימו במרץ 2011, הציגה בזן EBITDA (מותאם) של כ- 205 מיליון \$, לעומת 226 מיליון \$ שנת 2009 (100% מכאו"ל), תוצאות פיננסיות חלשות, גם בניטרול ה- turnaround. עם זאת, בשלב זה, אנו נותנים משקל רב לתוספת הרווח הצפויה בשנים הבאות בעקבות יישום השלבים השונים בתוכנית ההשקעות, כאשר הרובד הנוכחי של הפעילות עשוי להמשיך להציג תוצאות חלשות יחסית.

על רקע העלייה במחירי הנפט וההוצאה אל הפועל של תוכנית ההשקעות, הגיע החוב פיננסי (מותאם) לכ- 2.6 מיליארד \$ במרץ 2011. אנו מניחים כי רמה זו תמשיך להיות הרמה המייצגת גם ברבעונים הקרובים (חבית נפט בטווח של \$100-\$110). הדירוג הנוכחי מניח כי החוב ל- EBITDA יגיע בשנת 2011 לכ- 8.5x וכ- 6.0x בשנת 2012 (גידול ביחס להנחות קודמות, שנבע ברובו מעליית מחיר הנפט). אנו עשויים להוריד את הדירוג במידה והחברה תגדיל מהותית את תוכנית ההשקעות שלה (השקעה בתחנת כוח או רכישת פעילויות בחו"ל) או במידה וזו תידרש להגדלת נוספת בצרכי ההון החוזר, אשר יגבילו את יכולתה להוריד את יחסי כיוסי החוב בצורה משמעותית עד לסוף שנת 2013.

## נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של בזן כ- 'פחות ממספקת', עפ"י המתודולוגיה שלנו. אנו מעריכים את היחס בין המקורות העומדים לרשות בזן לבין הצרכים שלה כנמוכה מ- 1.0x ב- 18 החודשים הקרובים. הערכה זו משקפת שימוש באשראי לזמן קצר בהיקף גדולים ללא קיומן של מסגרות אשראי ייעודיות חתומות; תוכנית השקעות נרחבת, אשר לא ניתנת לדחייה; ותזרים מזומנים מוגבל ביחס להיקף החוב. נציין כי בשלב זה הערכתנו לנזילות החברה אינה מהווה מגבלה על דירוג.

תחת ההנחות בבסיס הדירוג בדבר מרווחי הזיקוק וצרכי ההון החוזר בשנים 2011-2012, אנו מניחים כי המקורות שעומדים לרשות החברה נכון ל- 31 לדצמבר 2010 כוללים:

- יתרה של כ- 700 מיליון \$ תחת מסגרות אשראי חתומות מ- ECA ומסינדיקט מקומי למימון תוכנית ההשקעות;
- עודף מלאי בהיקף של כ- 300-350 מיליון \$ (מעל 1.2 מיליון טון). במהלך הרבעון הראשון של השנה, הורידה החברה את עיקרי עודפי המלאי (כ- 200-250 מיליון \$), אשר שימשו בין היתר למימון צרכי ההון החוזר.
- תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של כ- 190 מיליון \$ בשנת 2011 וכ- 300 מיליון \$ בשנת 2012.

מנגד, אנו מניחים כי השימושים העיקריים נכון ל- 31 לדצמבר 2010 כוללים:

- 780 מיליון \$ תחת קווי אשראי לזמן קצר ותוכנית לניכיון לקוחות, מתוך היקף מסגרות לזמן קצר של כ- 1.1 מיליארד \$. נציין כי למרות הקלות היחסית במיחזור אשראי כנגד נפט גולמי ותזקיקים, אנו רואים בעובדה כי לבנקים אין שעבוד על נכסים אלו, כאלמנט המגדיל את הסיכון בהנחת מיחזור אוטומטי;
- מיחזור חלויות הלוואות לזמן ארוך בהיקף של כ- 176 מיליון \$ לשנה;
- יתרת השקעות בהיקף של כ- 400-450 מיליון \$ במהלך 24 החודשים הקרובים;
- דיבידנד בהיקף שלא יעלה על עשרות מיליוני דולרים בשנת 2012.

בנוסף, אנו רואים בחוזה עם שותפות ים תטיס, בהיקף של כ- 350 מיליון \$, כמקטין את החשיפה לספק גז יחיד, אך גם כמעמסה על נזילותה של החברה בטווח הקצר (תוספת שימושים של כ- 120-150 מיליון \$ בשנתיים הקרובות), וזאת בהנחה כי הגז המצרי ישוב לפעול ללא תקלות.

אנו רואים בפרופיל הפיננסי של מפעלים פטרוכימיים לישראל בע"מ (לא מדורג; 30.7%) כגורם שצפוי להחליש את נזילותה של בזן, לאור צרכי הדיבידנדים לשירות עומס החוב הגבוה. בהתאם לזאת, אנו מניחים כי בזן תחלק את כל העודפים האפשריים עפ"י ההתניות הפיננסיות (מגבלת המקסימום היא כ- 50% מהרווח הנקי) החל משנת 2013.

## תחזית

תחזית הדירוג היציבה משקפת את האיזון הקיים בין השלב המתקדם בה נמצאת החברה בתוכנית ההשקעות ובין החולשה בענף הזיקוק, שתבטא בתוצאות חלשות יחסית גם ברבעונים הקרובים וביחסי כסויי חוב שעולים בהרבה על הרמה המתאימה ל- 'ilA'. לדעתנו, תחת ההנחות השמרניות שלנו למרווחי הזיקוק, בזן תוכל לסיים את תוכנית ההשקעות וזאת ללא עלייה משמעותית נוספת בעומס החוב הכולל וביחס החוב ל- EBITDA שלא יעלה על 6.0x בשנת 2012.

עלייה בדירוג תיתכן עם השלמת הבנייה של המיד"ן וקיומה של התאוששות במרווחי הזיקוק, אשר יתמכו ביחסי כסויי, חוב ל- EBITDA בטווח של 4.0x-5.0x.

מנגד, לחץ שלילי על הדירוג יכול להתפתח במידה והחברה תוסיף רבדים מהותיים נוספים לתוכנית ההשקעות (כגון תחנת כוח ורכישת פעילויות בחו"ל), ביחד עם אימוץ מדיניות דיבידנד אגרסיבית, אשר יתמכו ברמות חוב גבוהות לתקופות ארוכות יותר. בנוסף, לחץ אפשרי על הדירוג ייתכן מהגדלת תלות החברה באשראי לזמן קצר.

## רשימת דירוגים

### דירוג נוכחי

ilA-/Stable	בתי זיקוק לנפט בע"מ
ilA-	סדרות לא סחירות
ilA-	סדרה א'
ilA-	סדרה ב'
ilA-	סדרה ג'

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל-S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.