

הודעה לציבור על דירוג

בתי זיקוק לנפט בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על הוצאת איגרות החוב של בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "החברה" או "בזן") מרשימת המעקב (Watch List)¹ ועל קביעת דירוג ראשוני (AA/Stable) לאיגרות חוב בהיקף של עד 2 מיליארד שקל שיונפקו ע"י החברה בדרך של הנפקה ציבורית. איגרות החוב יונפקו בשלוש סדרות, סדרה א', ב' ו-ג' בעלות מח"מ שלא יעלה על 8 שנים. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילות החברה ולהשקעות חדשות בפעילות החברה הנוכחית.

הדירוג תקף גם ליתר סדרות האג"ח שבמחזור.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"

רישום למועדון המנויים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

¹ בפברואר 07 הוכנסו איגרות החוב שבמחזור לרשימת המעקב בשל העברת השליטה בחברה.

11 בנובמבר, 2007

לכבוד

מר יעקב הירש, סמנכ"ל כספים

בתי זיקוק לנפט בע"מ

שלום רב,

הנדון : דירוג לאג"ח

הריני להודיעכם כי ועדת הדירוג של דירקטוריון מעלות קבעה בתאריך 1.11.07 דירוג ראשוני (AA/Stable) לאיגרות חוב בהיקף של עד 2 מיליארד שקל שיונפקו ע"י בתי זיקוק לנפט בע"מ בדרך של הנפקה ציבורית. איגרות החוב יונפקו בשלוש סדרות, סדרה א', ב' ו-ג' בעלות מח"מ בעלות מח"מ שלא יעלה על 8 שנים. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילות החברה ולהשקעות חדשות בפעילות החברה הנוכחית.

הדירוג מסתמך, בין היתר, על ייעוד ההנפקה, וכן על מדיניותה העסקית והפיננסית של החברה כמפורט בשיקולים העיקריים לדירוג.

בברכה

גדי בארי

סמנכ"ל ומ"מ מנכ"ל

העתק : מר עמוס ספיר, יו"ר

דורית סלינגר, מנכ"ל

תמצית שיקולים עיקריים

בתי זיקוק לנפט בע"מ

אנליסט לחברה:

שחר רג'ואן

נובמבר 2007

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר למעלות יש יסוד להניח שהם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או את שלמותו. מובהר בזאת כי דירוג מעלות 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 במסמכים הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או בהונאה או בכל 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 קנייה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בדו"ח זה ללא הסכמת מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באיגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת איגרת החוב האמורה.

אג"ח במחזור

להלן אג"ח שבמחזור נכון ליוני 2007 (באלפי שקלים):

מועד פירעון סופי	ריבית נקובה	בסיס הצמדה	יתרה מאזנית	תאריך הנפקה	דירוג הסדרה
3/2008	6.88%	מדד	270,588	מרץ-03	AA/Stable
3/2013	ליבור + 1.9%	דולר	25,613	מרץ-04	AA/Stable
3/2013	5.5%	מדד	275,641	מרץ-04	AA/Stable
3/2019	5.7%	מדד	123,418	מרץ-04	AA/Stable
3/2013	5.5%	מדד	66,088	מאי-04	AA/Stable
12/2013	5.35%	מדד	105,445	נובמבר-04	AA/Stable
12/2019	5.45%	מדד	31,486	נובמבר-04	AA/Stable

סך האג"ח שבמחזור מסתכם לכ-898 מיליון שקל.

הנפקת אג"ח מתוכננת

בכוונת בתי זיקוק נפט בע"מ להנפיק אגרות חוב בסך של עד 2 מיליארד שקל בדרך של הנפקה ציבורית. איגרות החוב יונפקו בשלוש סדרות, סדרה א', ב' ו-ג' בעלות מח"מ שלא יעלה על 8 שנים. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילות החברה ולהשקעות חדשות בפעילות החברה הנוכחית.

שיקולים עיקריים לדירוג

בזן עוסקת בזיקוק נפט גולמי, ייצור מוצרי דלק שונים וחומרי זינה לתעשייה הפטרוכימית ובאספקת שירותי זיקוק נפט גולמי באמצעות בית הזיקוק בחיפה. בנוסף, מחזיקה החברה בחברות בנות הפועלות, בין השאר, בתחומי הפטרוכימיה. בין ההחזקות העיקריות ניתן למנות את ההחזקה בבעלות מלאה של גדיב תעשיות פטרוכימיה המייצרת חומרים ארומטיים וממיסים המשמשים בתעשיית הכימיה והפלסטיק; החזקה, ישירה ועקיפה, של 56.1% בכרמל אולפינים בע"מ המייצרת פוליאיתילן ופוליפרופילן.

עד לחודש ספטמבר 2006 הפעילה החברה שני בתי זיקוק, האחד בחיפה והשני באשדוד. כחלק מהרפורמה במשק הדלק בית הזיקוק באשדוד פוצל מהחברה, והועבר לבעלות חברת בית זיקוק אשדוד בע"מ² (להלן "בז"א") אשר נרכשה במכרז על ידי פז חברת נפט בע"מ³ (להלן "פז"). בפברואר 2007 הופרטה בזן ומניותיה נסחרות מאז בבורסה בת"א, בעלת השליטה כיום בבזן היא החברה לישראל⁴ שמחזיקה בגרעין השליטה ובכ-45% ממניות החברה.

² איגרות חוב בז"א שבמחזור מדורגות בדירוג AA-/Stable על ידי מעלות.

³ איגרות חוב שהנפיקה פז מדורגות בדירוג AA-/Stable על ידי מעלות.

⁴ איגרות חוב שהנפיקה החברה לישראל מדורגות בדירוג AA/Stable על ידי מעלות.

נקודות עיקריות התרומות לדירוג בזן:

- **מיצוב עסקי מוביל** – להערכת מעלות, המיצוב העסקי של בזן הינו מהמובילים במשק בכלל ובתחום האנרגיה בפרט. הרפורמה במשק הדלק הובילה לכך שבז"א מזקקת נפט גולמי בעיקר עבור פז ועבור הרשות הפלסטינאית ויתר תזקיני הנפט בישראל מזקקים על ידי בזן או שמיובאים לארץ על ידי חברות שיווק הדלקים ואחרים. יש לציין כי אלטרנטיבת הייבוא הינה יקרה יחסית בשל עלויות ההובלה הגבוהות של ייבוא תזקיני הנפט.
- **צפי למרווחי זיקוק⁵ הגבוהים מהממוצע ההיסטורי בטווח הקצר-בינוני** – להערכת מעלות, המתבססת בין היתר על הערכות שותפתה האסטרטגית-S&P, מרווחי הזיקוק בטווח הקצר-בינוני לא צפויים להישאר ברמות השיא הנוכחיות אלא להתייבב סביב ממוצע חמש השנים האחרונות. לאחר השלמת הקמת בתי זיקוק נוספים באזורינו בשנים 2009-2010 צפויים מרווחי הזיקוק לרדת, אולם עדיין להישאר מעל הממוצע ההיסטורי ארוך הטווח שלהם.
- **רמת תחרות נמוכה** – בהתאם להערכות מעלות בעבר, הרפורמה במשק הדלק לא הובילה לתחרות מחירים אגרסיבית בין שני בתי הזיקוק בישראל. מחירי התזקינים צפויים להתייבב סביב עלות התזקינים באגן הים התיכון בתוספת עלות ההובלה.
- **הסרת הפיקוח על מחירי בזן** – החל מינואר 2007, אין פיקוח על המחירים של מרבית תזקיני הנפט של בזן. מחיר תזקיני ספציפי יהיה תחת פיקוח רק במידה ובזן מחזיקה בו נתח שוק שגבוה מ-50% ובז"א מחזיקה בנתח שוק הנמוך מ-15%. נכון להיום, הוסר הפיקוח על מרבית תזקיני הנפט של בזן.
- **גמישות עסקית מול הלקוחות** – בעקבות הסרת הפיקוח על מחירי בזן, יכולה החברה לקבוע תמחיר שונה ללקוחותיה (חברות שיווק הדלקים). החל מינואר 2007, בזן קובעת את מחירי מוצריה על בסיס המחיר הבינלאומי תוך התאמות מסוימות. מעלות מעריכה כי בעתיד החברה תוכל לבצע התאמות אלו בתדירות ובעוצמות גבוהות יותר.
- **כניסה לתחום שיווק הדלקים** – הרפורמה במשק הדלק אפשרה לבזן לפעול בתחום שיווק הדלקים הן באמצעות תחנות תדלוק והן באמצעות שיווק ישיר ללקוחות גדולים. להערכת מעלות, בזן לא תתחרה, בשלב זה, בתחום תחנות התדלוק בו צברו חברות שיווק הדלקים ידע וניסיון רב. בתחום השיווק הישיר, עושה בזן צעדים ראשונים בצורה איטית ומדודה ובשנים הקרובות נראה גידול סולידי בפעילות זו.
- **ניהול ובעלות** – החברה מנוהלת מזה מספר שנים על ידי ההנהלה המקצועית שבראשות מנכ"ל החברה מר ישר בן מרדכי. מעלות מעריכה כי רכישת השליטה בחברה על ידי קבוצה שבראשה החברה לישראל וכוללת את קבוצת סקיילקס שבשליטת המפעלים הפטרוכימיים, עשויה לתרום באופן חיובי להתפתחות עסקי החברה. להערכת מעלות לבעלי העניין ובעיקר לחברה לישראל היכרות מעמיקה עם תחום האנרגיה בכלל ועם בזן בפרט.

⁵ יש לציין כי קיימות מספר הגדרות למרווח הזיקוק בספרות המקצועית. לצרכי דירוג זה הגדרת מרווח הזיקוק עקבית עם הגדרתו על ידי בזן, כלומר- ההפרש בין מחיר תזקיני הנפט למחיר הנפט הגולמי.

- **אינטגרציה עם התעשייה הפטרוכימית** – בזן ממוקמת בסמוך לתעשייה הפטרוכימית בישראל ומחזיקה בבעלותה חברות מתחום הפטרוכימיה. מעלות מעריכה כי האינטגרציה עם תחום הפטרוכימיה מפזרת מעט את הסיכון העסקי. עם זאת, תחום הפטרוכימיה הינו תחום תנודתי ומושפע, בין היתר, מתחום הזיקוק.
- **שמירה על רמת מינוף סבירה בפעילות הזיקוק** – בהמשך לנאמר בדוח הדירוג הקודם לחברה (ראה דוח מעלות מפברואר 2006) מעלות מצפה כי החברה תשמור על יחס חוב פיננסי נטו⁶ ל-CAP⁷ שלא יעלה על 55% בדוחות הסולו של החברה. עם זאת, עליה מעבר ל-55% שנובעת מגידול בהון חוזר כתוצאה מרכישות נפט לא תחשב כהפרה של יחס זה. נקודת הייחוס לבחינת השינויים בהון החוזר הינה הדוחות הכספיים של הרבעון השלישי ב-2005. יחס החוב נטו ל-CAP בנטרול השינויים בהון החוזר מנקודת הייחוס עומד על 49% נכון להיום.
- **רווחיות גבוהה** – בשל העלייה במרווח הזיקוק הציגה החברה בשנים האחרונות רווחיות גבוהה מאוד ועדיפה על בתי זיקוק דומים באגן הים התיכון. מעלות מעריכה כי רווחיות החברה בשנים הקרובות תמשיך להיות תנודתית ותושפע בעיקר משינויים במרווח הזיקוק.

הגורמים החיוביים שצינו לעיל מתקזזים במידה חלקית עם הגורמים הבאים:

- **רמת תנודתיות גבוהה בענף** – ענף זיקוק הנפט הינו תנודתי מאוד ומושפע ממגוון משתנים מאקרו כלכליים שברובם אינם תלויים במשק המקומי או בחברה.
- **תביעות משפטיות** – מספר תביעות משפטיות המונחות לפתחה של החברה וחברות נוספות הממוקמות במפרץ חיפה, ובעיקר מספר תביעות משפטיות משמעותיות בגין נזקים לגביהם נטען שמקורם בזיהום נחל הקישון.
- **תכניות השקעה גבוהות** – לחברה צרכי השקעה גבוהים יחסית לשנים הקרובות. השקעה מהותית הנבחנת בימים אלו הינה השקעה בסך של כ-600 מיליון דולר להקמת מתקני פיצוח מימיני חדשים שאמורים לשפר את סל התזקיקים שהחברה יכולה להפיק. מתוך סכום זה אישר דירקטוריון החברה השקעה בסכום של כ-116 מיליון דולר לביצוע שלב ראשון והכנות לשלב שני. בנוסף החברה בוחנת השקעות בפרויקטים נוספים בהיקף של כ-250 מיליון דולר שמתוכם כבר אישר דירקטוריון החברה כ-50 מיליון דולר לשדרוג מתקן זיקוק הגלם העיקרי של החברה.
- **השקעות באיכות הסביבה** – בחמש השנים הקרובות צפויה בזן להשקיע כ-270 מיליון דולר בשיפור הפעילות הסביבתית, מתוך סכום זה כבר אישר דירקטוריון החברה השקעה בסך של כ-61 מיליון דולר. יש לציין כי החברה סיימה את היערכותה לתקן 5 EURO (תקן המגביל את תכולת הגופרית בבנזין ובסולר) אשר יכנס לתוקף החל מינואר 2009.

⁶ חוב למערכת הבנקאית בתוספת חוב לבעלי האג"ח, חוב בגין דיבידנד שהוכרז וטרם חולק וכל יתרת חוב הנושאת ריבית ובניכוי התיק הנזיל של החברה.

⁷ חוב פיננסי נטו בתוספת הון עצמי.

- **תלות הדדית מול חברות שיווק הדלקים** – בעקבות הרפורמה במשק הדלק והפרטת בזן, הוסרו חלק מהמגבלות הרגולטוריות כמפורט לעיל. הסרת המגבלות הללו עשויות להגדיל את רווחיותה של בזן על חשבון חברות שיווק הדלק למעט פז שפועלת בתחום הזיקוק באופן עצמאי. מאחר וחברות שיווק הדלק הינן הלקוחות של בזן, יתכנו לחצים בתוך שרשרת הערך. יש לציין כי דלק ישראל⁸ פעלה להגבלת כוחה של בזן כאשר רכשה את פי גלילות ולכן תוכל להוזיל את עלויות הייבוא שלה ולשפר את יכולת המו"מ שלה מול בזן.
- **מדיניות דיבידנד אגרסיבית יחסית** – על פי כתב ההתחייבות שבין בעלי השליטה החדשים החברה וחברות הבנות שלה צפויות לאמץ מדיניות דיבידנד לפיה יחולקו לפחות 75% מהרווח השנתי. מעלות מצפה כי במידה ודירקטוריון החברה יחליט על ביצוע תוכניות השקעה משמעותיות ובמידה ורווחיות החברה לא תהיה גבוהה מספיק, החברה תמתן את מדיניות חלוקת הדיבידנדים.

הסיכון הענפי

להערכת מעלות, רמת הסיכון בענף זיקוק הנפט בישראל קטנה בעקבות מהלך הפיצול וההפרטה של בזן. עננת חוסר הוודאות שאפיינה את הענף לאורך שנים בעקבות הצפייה לרפורמה התפוגגה. הנחת העבודה של מעלות, לפיה לא צפויה רמת תחרות אגרסיבית בענף, נותרה בעינה. יש לציין כי כוחה של בזן מול חברות שיווק הדלקים גדל ביחס לעבר שכן בז"א מוכר כ-82% מתפוקתו לפז ולרשות הפלסטינאית. הרווחיות של בזן על חשבון חברות הדלק אמורה לגדול. יחד עם זאת, קיימת תלות הדדית בין בזן לבין חברות שיווק הדלקים שמחזיקות בצינור השיווק ועל כן סביר להניח שלא נראה עליות מחירים אגרסיביות מדי מצד בזן, אשר יעלו את כדאיות אלטרנטיבת הייבוא.

הגורמים שהשפיעו לחיוב על דירוג הענף הם: הערכת מעלות כי חרף הירידה במרווח הזיקוק הוא צפוי להישאר ברמה גבוהה מהממוצע ההיסטורי; חסמי כניסה גבוהים מאוד לענף בשל הצורך בהשקעה ראשונית גבוהה וקבלת אישורים תואמים; נחיצותם הגבוהה של תזקיקי הנפט; מספר מועט של שחקנים בענף; בידוד גיאוגרפי מבתי זיקוק זרים מקשה עליהם להתחרות בבתי הזיקוק המקומיים בשל עלויות ההובלה; ירידת רמת ההתערבות הרגולטורית בענף לאחר הפרטת בזן כפי שבאה לידי ביטוי בהפסקת הפיקוח על מחירי מרבית תזקיקי הנפט בשער בזן ובכך שבתי הזיקוק יכולים כיום לעסוק בתחומים נוספים כגון שיווק דלקים וייצור חשמל.

גורמים חיוביים אלו מתקזזים באופן חלקי עם הגורמים הבאים: התנודתיות והמחזוריות בענף; החשיפה לשינויים במרווח הזיקוק שבעיתות שפל הביאו את בזן להפסדים; חשיפה לתביעות בגין פגיעה באיכות הסביבה (נושא מהותי הכרוך גם בהשקעות הוניות בשנים הקרובות); תלות גבוהה בחברות התשתית קצא"א (קו צינור אילת אשקלון) ותש"ן (החברה הממשלתית לתשתיות נפט ואנרגיה) המחזיקות בשלושת נמלי הנפט בישראל ובתשתיות הולכת הנפט הגולמי אל בתי הזיקוק; חדירת הגז הטבעי שצפוי להמשיך ולהחליף חלק משימושי המזוט והסולר להסקה, כתוצאה מכך בתי הזיקוק יאלצו לבצע השקעות מהותיות לשיפור יכולת הזיקוק ו/או להגדיל את הייצוא של התזקיקים הפחות איכותיים ו/או להשתמש בנפט גולמי קל ויקר יותר ששיעור הדלקים הכבדים, דוגמת מזוט,

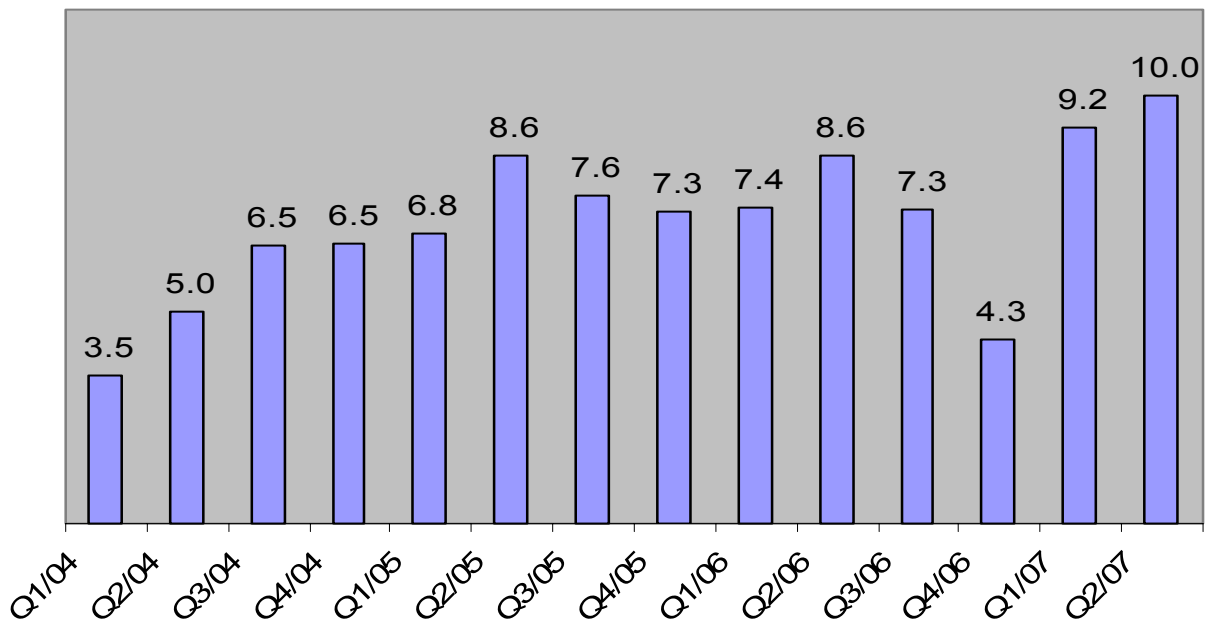
⁸ איגרות חוב שהנפיקה דלק חברת הדלק הישראלית מדורגות בדירוג A+/Stable על ידי מעלות.

המופקים ממנו נמוך יותר. עם זאת, המעבר הצפוי ב-2009 לשימוש בגז טבעי בתהליך הזיקוק ישפר את מרווח הזיקוק במידה מסוימת.

מרווח הזיקוק

מרווח הזיקוק הינו תנודתי ביותר ומהווה את הפרמטר המרכזי לקביעת רמת הרווחיות ותזרימי המזומנים של החברות בענף. להערכת מעלות, שמתבססת על הערכת S&P, בטווח הקצר-בינוני מרווחי הזיקוק לא צפויים להישאר ברמות השיא הנוכחיות, אלא להתייבב סביב ממוצע חמש השנים האחרונות. לאחר השלמת הקמת בתי זיקוק נוספים באזורינו בשנים 2009-2010 צפויים מרווחי הזיקוק לרדת, אולם עדיין להישאר מעל הממוצע ההיסטורי ארוך הטווח שלהם.

להלן מרווח הזיקוק של בזן ברבעונים האחרונים (בדולר לחבית):



מעלות מעריכה כי מרווחי הזיקוק באגן הים התיכון נמצאים בשיאם וצפויים לרדת בטווח הקרוב. להערכת מעלות מרווח הזיקוק של בזן ימשיך להיות מתואם למרווחי הזיקוק באגן הים התיכון.

בעלות ניהול ואסטרטגיה

במסגרת הצעת מכר פרטית של מניות בזן שערכה מדינת ישראל ביום 12.2.2007 רכשו החברה לישראל וקבוצת סקילקס הכוללת מספר משקיעים ונשלטת על ידי חברת המפעלים הפטרוכימיים כ-46% ממניות החברה (מתוך מניות אלה 80% נרכשו בידי החברה לישראל ו-20% בידי קבוצת סקילקס) ממועד זה רכשו החברה לישראל וקבוצת סקילקס עוד כ-15% ממניות בזן תוך שמירה על פרופורציה דומה. יש לציין כי כרמל אולפינים מוחזקת בשיעורים שווים 50-50 על ידי המפעלים הפטרוכימיים ועל ידי בזן. בזן מצידה מחזיקה בכ-12.3% מהמפעלים הפטרוכימיים.

שליטה והפעלת אמצעי שליטה בבזן כפופות לאישור ראש הממשלה ושר האוצר בהתאם לצו החברות הממשלתיות ולהסכמת הממונה על ההגבלים העסקיים. היות וקבוצת סקיילקס טרם קיבלה את האישורים הנדרשים להחזקת גרעין השליטה, החליטו החברה לישראל וקבוצת סקיילקס כי השליטה בבזן תהיה בידי החברה לישראל בלבד החל ממאי 2007 ועד למועד קבלת ההיתרים הנדרשים לקבוצת סקיילקס.

להערכת מעלות, ההנהלה הנוכחית בראשותו של מר ישר בן מרדכי הינה הנהלה איכותית, שצלחה בצורה יפה את תהליך פיצול בז"א והפרטת החברה. הידע המקצועי בבזן הינו רב והינו אחד מהגורמים המאפשרים לחברה להציג מרווחי זיקוק הגבוהים באופן עקבי מקבוצת השוואה.

האסטרטגיה של החברה הינה להישאר ממוקדים בתחומי הפעילות הנוכחיים תוך בחינת השקעות חדשות בתחומי הפעילות בפרויקטים אשר צפויים לשפר את ביצועי החברה. הנהלת החברה מציינת את התלות ההדדית הגבוהה שבין החברה לבין לקוחותיה – חברות שיווק הדלקים, ואת החשיבות האסטרטגית שהיא רואה לשמירה על יחסי עבודה תקינים.

סיכון פיננסי (מבוסס על דוחות פרופורמה מאוחדים לעניין פיצול בז"א⁹ כפי שהם מוצגים בדוחות הכספיים של החברה)

הכנסות ורווחיות

להערכת מעלות הרווחיות של בזן טובה בהרבה ממוצע החברות המדורגות על ידי מעלות. בשלוש השנים האחרונות נהנתה בזן מרמת רווחיות גבוהה מאוד הנובעת מהעלייה החדה במרווח הזיקוק. במחצית הראשונה של 2007 סך הכנסות החברה בדוחות המאוחדים הסתכמו בכ-10.4 מיליארד שקל לעומת כ-11.2 מיליארד שקל בתקופה המקבילה. בתחילת 2007 מחיר הנפט הגולמי היה בשפל יחסי של כ-50 דולר לחבית ולכן מחירי תזקייה הנפט שמתואמים באופן חלקי עם מחירי הנפט הגולמי היו נמוכים יחסית והשפיעו לשלילה על סך ההכנסות. הרווח הגולמי של החברה במחצית הראשונה של 2007 עמד על 910 מיליון שקל לעומת כ-825 מיליון שקל בתקופה המקבילה ב-2006. הסיבות העיקריות לעלייה ברווח הגולמי חרף הירידה במחזור, הן עלייה במרווח הזיקוק ועלייה ברווח הגולמי של מגזר הארומטים, עלייה זו קוזזה במידה חלקית על ידי התיסוף בשער השקל. החברה מגינה על שינויים בשער החליפין עבור מרבית מכירותיה בשוק המקומי ואינה מגינה כלל בעסקאות ייצוא (הייצוא אחראי לכ-38% מהכנסות החברה) בהן הרכישה והמכירה מתבצעת בדולרים. החל מינואר 2008 תעבור החברה לדווח על פי תקני ה-IFRS ומטבע הדיווח יהיה דולרי על כן תנודתיות הרווח הגולמי המדווח צפויה לפחות. הוצאות המכירה וההנהלה וכלליות במחצית הראשונה של 2007 הסתכמו בכ-211 מיליון שקל לעומת כ-161 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בהוצאות נבע בעיקר מהפרשה בגין דרישות לתשלום היטלים שונים ומיסוי עירוני בגין קרקעות. ה-EBITDA במחצית הראשונה של 2007 עמד על 865 מיליון שקל לעומת כ-828 מיליון שקל בתקופה המקבילה אשתקד. במחצית הראשונה של 2007 התקבל מהמדינה מענק הפרטה בסך של כ-119 מיליון

⁹ נתוני הפרופורמה מוצגים בהנחה שמועד השלמת עסקת מכירת בז"א חל ביום ה-1.1.2004.

שקל אשר שולם לעובדים ונרשם כהוצאה חד פעמית בדוח רווח והפסד ומנגד הגדיל את בסיס ההון של החברה (בסך של 106 מיליון שקל נטו לאחר השפעת מס). בנטרול מענק ההפרטה הסתכם הרווח הנקי של החברה במחצית הראשונה של 2007 ב-483 מיליון שקל לעומת כ-445 מיליון שקל בתקופה המקבילה ב-2006.

איתנות פיננסית

להערכת מעלות האיתנות הפיננסית של בזן טובה ביחס לבתי זיקוק נוספים בעולם. סך החוב הפיננסי נטו של החברה בסוף המחצית הראשונה של 2007 הסתכם בכ-4.6 מיליארד שקל אשר מממן, בין היתר, מלאי בשווי של כ-3.4 מיליארד שקל. ההון העצמי של החברה עומד על כ-3.2 מיליארד שקל ואינו צפוי לגדול עם אימוץ תקני דיווח כספיים בינלאומיים (IFRS) שכן החברה לא צפויה לשערך את הרכוש הקבוע שבבעלותה. יחס החוב נטו ל-CAP של החברה עומד על 59% נכון לסוף המחצית הראשונה של 2007. בעקבות ההשקעות הצפויות יחס החוב נטו ל-CAP צפוי לגדול לכ-65% ואחר כך לרדת לרמות הנוכחיות. מעלות בחנה את האיתנות הפיננסית של החברה גם ברמת הסולו (כולל את פעילות הזיקוק בלבד) לפיה יחס החוב נטו ל-CAP נטו בנטרול השינויים בהון החוזר כתוצאה מרכישת נפט החל מסוף הרבעון השלישי של 2005 עומד על 49% נכון להיום. מעלות מצפה כי יחס זה לא יעלה על 55%.

על פי כתב ההתחייבות שבין בעלי השליטה החדשים החברה וחברות הבנות שלה צפויות לאמץ מדיניות דיבידנד לפיה יחולקו לפחות 75% מהרווח השנתי. מעלות מצפה כי במידה ודירקטוריון החברה יחליט על ביצוע תוכניות השקעה משמעותיות ובמידה ורווחיות החברה לא תהיה גבוהה מספיק, החברה תמתן את מדיניות חלוקת הדיבידנדים.

נזילות ונגישות למקורות מימון

להערכת מעלות, הנזילות והנגישות של החברה למקורות מימון מקומיים וזרים גבוהה מאוד, בין היתר בשל הנזילות הגבוהה של המלאי ובשל כך שהרכוש הקבוע של החברה אינו משועבד. בנוסף, השתייכותה של בזן לקבוצת החברה לישראל תורמת לנגישותה למקורות מימון. יש לציין, כי להבטחת האשראי בגין איגרות החוב שבמחזור התחיבה החברה להימנע מיצירת שיעבודים על רכושה.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

מעלות מעריכה כי יכולת כיסוי החוב של החברה על ידי תזרימי המזומנים שהיא תייצר טובים מהמוצע בענף. יחס כיסוי החוב על ידי ה-EBITDA, בדוחות המאוחדים של החברה, עומד נכון לסוף המחצית הראשונה של 2007 על 2.6 לעומת 3.4 ב-2006. הסיבה לשיפור ביחס כיסוי החוב על ידי ה-EBITDA היא העלייה במרווח הזיקוק שהשפיעה לחיוב על ה-EBITDA. להערכת מעלות תזרימי המזומנים של החברה במחצית הראשונה של 2007 וב-2006 היו גבוהים מהצפוי לשנים הקרובות, והם צפויים לרדת בטווח הקצר. יש לציין כי יחסי כיסוי החוב על ידי תזרימי המזומנים של חברות בתחום הזיקוק תנודתיים מאוד ומושפעים בצורה מובהקת משינויים במרווח הזיקוק. בחינת יחסי הכיסוי של החברה בעתיד תמשיך להיות בהשוואה לבתי זיקוק נוספים באותה תקופת זמן.

תחזית דירוג: יציב (Outlook: Stable)

תחזית הדירוג היציבה מתבססת על מעמדה העסקי המוביל של החברה ועל הערכת מעלות כי חרף הירידה הצפויה במרווחי הזיקוק, החברה תשמור על מיצוב פיננסי גבוה ההולם את רמת הדירוג הנוכחית.

להלן הנתונים הפיננסיים של החברה במיליוני שקלים (על פי דוחות פרופורמה מאוחדים):

2006	1-6/07	סעיף
21,735	10,441	הכנסות
1,150	910	רווח גולמי
834	699	רווח תפעולי
107	84	הוצאות מימון
33	20	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
538	377	רווח נקי
9,848	10,710	סך מאזן
2,715	3,206	הון עצמי
2,791	3,371	מלאי
3,868	4,561	חוב פיננסי נטו
6,583	7,767	CAP
58.8%	58.7%	חוב נטו ל- CAP
1,179	865	EBITDA
3.3	2.6	חוב נטו ל-EBITDA