

בתי זיקוק לנפט בע"מ

31 במרץ, 2020

עדכון דירוג

הורדת דירוג המנפיק והסדרות המדורגות ל-'A-'; היערכות טובה מבחינת נזילות וביצועים טובים ב-2019 יקלו אך לא ימנעו לחלוטין את השפעות משבר הקורונה והירידה במרווחי הזיקוק; תחזית הדירוג שלילית

אנליסט אשראי ראשי:

איתי רפל, 972-3-7539718, etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
3	תחזית הדירוג
3	התרחיש השלילי
3	התרחיש החיובי
3	תיאור החברה
3	תרחיש הבסיס
4	נזילות
4	התניות פיננסיות
5	ניתוח שיקום חוב
5	שיקולים עיקריים
5	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
5	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
6	התאמות לדירוג
6	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
7	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

הורדת דירוג המנפיק והסדרות המדורגות ל-'ilA'; היערכות טובה מבחינת נזילות וביצועים טובים ב-2019 יקלו אך לא ימנעו לחלוטין את השפעות משבר הקורונה והירידה במרווחי הזיקוק; תחזית הדירוג שלילית

תמצית פעולת הדירוג

- מגפת הקורונה צפויה להביא לירידה משמעותית בצריכת מוצרי הנפט (כגון בנזין ודלק סילוני) עקב צמצום התנועה היבשתית והאווירית, ומלחמת מחירי הנפט בין רוסיה לערב הסעודית אף מחמירה את התנודתיות בשוקי הנפט והזיקוק. לפי מבחני הרגישות שהרצנו, תיתכן פגיעה משמעותית ביחסים הפיננסיים של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) אם מצב זה יימשך לתוך 2021.
- מנגד גדל הביקוש למוצרי הפטרוכימיה של בז"ן, בין היתר על רקע הביקוש הגדל למוצרי פלסטיקה וההישענות בישראל על יצרנים מקומיים, והמרווחים במגזר זה עולים ברמה הגלובלית. בנוסף, לחברה יתרת מזומנים גדולה והיא הפחיתה לאחרונה את היקף החוב והאריכה את מח"מ החוב שלה, והיא תוכל להתמודד עם חלק מהתנאים הקשים באמצעות הפחתת דיבידנד וצמצום השקעות.
- אנו מורידים את דירוג המנפיק של חברת הזיקוק והפטרוכימיה בתי זיקוק לנפט בע"מ ואת דירוג סדרות החוב המדורגות שלה ל-'ilA' מ-'ilA'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי על אף יתרות המזומן של החברה ומיצובה העסקי בישראל, אם הירידה בביקוש ובמרווחים בתחום הזיקוק תימשך אל תוך 2021, היא עלולה להביא לפגיעה ביחסים הפיננסיים של החברה עד כדי הורדת דירוג נוספת.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

שוקי הנפט והזיקוק נעשו לאחרונה תנודתיים ביותר, במיוחד בשל מלחמת מחירי הנפט בין רוסיה לערב הסעודית. במקביל פחת הביקוש לחלק ממוצרי הזיקוק של החברה בשל צמצום היקף התחבורה והתעופה. מנגד, הביקוש למוצרי פלסטיקה עלה היות שאנשים צורכים יותר מוצרים חד פעמיים והתעשייה הישראלית נשענת יותר על חומרי גלם מקומיים.

הורדת הדירוג נובעת מהעובדה שבתרחיש הבסיס אנו צופים יחס מתואם חוב ל-EBITDA שעשוי לעלות על 3.5x בכפוף למצבי משק שונים. אולם לפי תרחיש הרגישות שהרצנו, אם מרווחי הזיקוק לא ישתפרו עד סוף 2020, החברה בהחלט עלולה להציג יחסים פיננסיים התואמים דירוג נמוך יותר, קרי יחס מתואם חוב ל-EBITDA של למעלה מ-5x. עם זאת, גם בתרחיש הרגישות אנו מעריכים כי החברה תצליח לשמר נזילות

בתי זיקוק לנפט בע"מ

"הולמת" ב-2020 בזכות יתרונות מזומנים גבוהות והיכולת לצמצם דיבידנדים והשקעות. אנו מעריכים כי החברה תנקוט את הפעולות הנדרשות על מנת לשמור על חוסנה הפיננסי בעתות משבר אלה.

תחזית הדירוג

הירידה בדירוג והתחזית השלילית משקפות את הפגיעה במגזר הנפט והגז עקב משבר הקורונה ואת הירידה המשמעותית בביקוש לחלק ממוצרי הזיקוק. אנו מעריכים כי החברה תציג יחס מתואם חוב ל-EBITDA העולה על 3.5x בתרחיש מתון, ויחס מתואם חוב ל-EBITDA העולה על 5x אם מרווחי הזיקוק יישארו נמוכים במיוחד לאורך 2020.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעלה על 5x באופן מתמשך. מצב כזה עלול לקרות אם הביקוש למוצרי החברה ימשיך לרדת או יוביל לצמצום בהכנסות התפעוליות, או אם מרווחי הזיקוק יישארו נמוכים לתוך שנת 2021.

התרחיש החיובי

תחזית הדירוג תתייצב ככל הנראה אם נעריך כי החברה לא תציג יחס מתואם חוב ל-EBITDA העולה על 5x באופן מתמשך. מצב כזה עשוי להתרחש אם השווקים והביקוש יחזרו, אפילו חלקית, למצבם טרום המשבר, או אם החברה תנקוט פעולות מתקנות כגון צמצום דיבידנדים והשקעות. אם נעריך כי החברה תציג יחס מתואם חוב ל-EBITDA של פחות מ-3.5x, אנו עשויים להעלות את הדירוג חזרה ל-IL.

תיאור החברה

בז"ן עוסקת בתחומי הזיקוק והפטרוכימיה בעיקר באמצעות אתר ייצור יחיד הנמצא במפרץ חיפה. תהליך הייצור משולב, כך שחלק מתוצרי הזיקוק מזינים את פעילות הפטרוכימיה וחלק מתוצרי הפטרוכימיה חוזרים חזרה לבית הזיקוק. כ-55% מה-EBITDA של החברה מקורו בפעילות הזיקוק והיתרה מהפעילות הפטרוכימית.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- מחיר נפט גולמי מסוג ברנט של 40 דולר לחבית ב-2020 ושל 50 דולר לחבית ב-2021, על סמך הנחות S&P Global.
- מרווח של כ-3-6 דולר מעל המחיר לחבית בשנים 2020-2021 בהתאם לתרחישים השונים.
- תרומה של למעלה מ-500 דולר לטון ממגזר הפטרוכימיה ב-2020-2021.
- ניצולת מתקני הזיקוק והפטרוכימיה בהתאם לביצועים ההיסטוריים של החברה.
- שימור מעמדה העסקי של החברה כתשלובת הזיקוק והפטרוכימיה הגדולה במדינה.

בתי זיקוק לנפט בע"מ

- השקעות ודיבידנדים בסך של כ-200 מיליון דולר ב-2020 וכ-220 מיליון דולר ב-2021, בהתחשב במדיניות החברה לחלק 75% מהרווח הנקי והיקף השקעות מתוכנן. נציין עם זאת כי לחברה יש גמישות רבה בשני גורמים אלה.
- המשך ירידה בחוב, אם כי גם כאן יש לחברה גמישות במדיניות.

יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- בהתאם למצבי שוק שונים, יחס מתואם חוב ל-EBITDA שעשוי לעלות על 3.5x
- בתרחיש קיצון יחס מתואם חוב ל-EBITDA העולה על 5x

נדילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנדילות של החברה היא "הולמת". אנו צופים שהיחס בין מקורות החברה לשימושיה יעמוד על כ-1.6x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020, בתרחיש של מרווחי זיקוק התואמים את הממוצע ההיסטורי של החברה. גם בתרחיש הרגישות אנו מצפים כי החברה תציג נדילות "הולמת" באותה תקופה. אנו כוללים בתרחיש הנדילות שלנו את הגיוס של 84 מיליון דולר שבוצע בתחילת השנה. בתרחיש הרגישות שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-510 מיליון דולר;
 - תזרים מזומנים תפעולי של כ-120 מיליון דולר;
 - גיוס חוב של כ-84 מיליון דולר.
- ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:
- תשלום חלויות חוב של כ-330 מיליון דולר (לרבות פירעון עסקת ניכיון הלקוחות, אף שאנו סבורים כי היא תוארך);
 - הון חוזר שלילי בסך כ-40 מיליון דולר;
 - השקעות ודיבידנדים בסך כ-200 מיליון דולר.

התניות פיננסיות

לחברה מספר התניות פיננסיות הכוללות דרישות להון עצמי מינימלי, ל-EBITDA מינימלי, לשיעור מזומנים ושווי מזומנים מינימלי וליחס חוב ל-EBITDA מסוים, הכול בהתאם להגדרות המיוחדות המופיעות בהסכמי המימון של החברה. כמו כן החברה נדרשת להחזיק מזומנים בהיקף 75 מיליון דולר בקופה בכל עת. להבנתנו החברה עומדת בהתניות הפיננסיות שלה.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו קובעים לסדרות האג"ח של בתי זיקוק לנפט בע"מ דירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- ירידה משמעותית במחירי הנפט, ירידה בביקושים, והשבתה של חלק ממתקני הייצור במקביל לצורך במחזור חוב יביאו לפגיעה חדה בהכנסות ולכשל פירעון.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת בחשיבות של החברה המספקת כ-60% מהביקוש לדלק נזלי במשק.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה היא תשתמש במרבית המזומנים שבקופתה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-414 מיליון דולר
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-393 מיליון דולר
 - סך חוב מובטח: כ-244 מיליון דולר
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-149 מיליון דולר
 - סך חוב לא מובטח: כ-360 מיליון דולר
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 30%-50%
 - דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 4
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות העוסקות בתחום זיקוק ושיווק דלקים](#), 27 במרץ, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידיים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-31 במרץ, 2020)

	בתי זיקוק לנפט בע"מ
	דירוג(י) המנפיק
ilA-Negative	טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	חוב בכיר בלתי מובטח
ilA-	סדרה א',ד,ה,ו,ז,ט
ilA-	סדרה י'
	היסטוריית דירוג המנפיק
	טווח ארוך
ilA-Negative	מרץ 31, 2020
ilA\Stable	אפריל 07, 2019
ilA-Positive	אפריל 03, 2018
ilA-\Stable	אפריל 09, 2017
ilBBB+Positive	מאי 31, 2016
ilBBB+\Stable	מאי 14, 2015
ilBBBPositive	דצמבר 29, 2014
ilBBB\Stable	דצמבר 18, 2013
ilBBB-Watch Neg	אוקטובר 14, 2013
ilBBB+Negative	דצמבר 02, 2012
ilBBB+\Stable	מאי 06, 2012
ilA-Watch Neg	נובמבר 30, 2011
ilA-\Stable	מרץ 25, 2010
ilA\Negative	יולי 07, 2009
ilA\Watch Neg	אפריל 23, 2009
ilA\Negative	דצמבר 11, 2008
ilAA\Stable	נובמבר 11, 2007
ilAA	מרץ 01, 2003
ilAAA	ספטמבר 21, 1992
	פרטים נוספים
10:29 31/03/2020	זמן בו התרחש האירוע
10:29 31/03/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. 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 כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.