

## בתי זיקוק לנפט - בע"מ - כצפוי, רבעון חזק מאוד. גם הרבעון הקרוב הצפוי יהיה חזק...

בז"ן מהווה מעין "דואופול" בתחום זיקוק הנפט ביחד עם בית זיקוק אשדוד ומספקת כ-61% מסך תצרוכת הדלקים בישראל. ניתוח החברה מצביע על חוסן פיננסי אך יכולת החזר תנודתית. להערכתנו, עולה כי תזרים המזומנים שמייצרת החברה מפעילותה השוטפת בשנה האחרונה ובשנתיים הקרובות מספיק לה לצורך שירות החוב ומימון השקעותיה, בנוסף לכך לחברה מסגרות אשראי מובטחות אשר יכולות לגבות אותה בתקופות של מרווחי זיקוק נמוכים. ברבעונים האחרונים עלה המרווח הממוצע וברבעון Q4 עומד על \$6.0 לחבית (המרווח הממוצע בשנת 2014 עמד על כ-\$2). להערכתנו, החברה תנצל את התקופה הנוכחית בה המרווחים טובים בכדי להצטייד בהון. כמו כן, אנו צופים כי לאחר השנתיים הקרובות, אשר מכילות עומס פירעונות חוב משמעותי ושיפוץ תקופתי לחלק ממתקני החברה, ישתפר התזרים וירד הסיכון הפיננסי. במידה ומרווחי הייחוס יתייצבו בממוצע ברמות סבירות (2.5 - 4 דולר לחבית), בסיס ההון של החברה ישתפר כך שתוכל לחזור ולחלק דיבידנדים לבעלי המניות. רמת המינוף, הנזילות ויחסי הכיסוי הנוכחיים חלשים מעט ביחס לחברות הפועלות בענפי האנרגיה, המשאבים, והתשתיות אך נראה כי הם במגמת שיפור חשוב מאוד.

**הפעלת המיד"ן והזרמת גז ממאגר תמר** – במסגרת מימוש התכנית האסטרטגית של החברה בנובמבר 2007 החליטה החברה על הקמת מתקן לייצור דלקים נקיים (מיד"ן) בתשומה של 25,000 חביות ביום, בהשקעה של כ-530 מיליון דולר. המתקן הופעל בראשית ינואר 2013 והוא מייצר תזקימים באיכות הנדרשת ובתשומה המתוכננת. החל מחודש אפריל 2013, מקבלת החברה אספקת גז טבעי ממאגר תמר אשר מספקת את מלוא צרכיה וצפויה להביא לחיסכון בעלויות החברה. בעזרת פרויקט המיד"ן החברה יודעת להציג מרווח של כ-\$4 מעל מרווח הייחוס. ניתן לומר כי שנת 2014 הייתה השנה הראשונה בה למעשה המיד"ן פעל באופן מלא לאורך השנה יחד עם הספקת גז סדירה, מה שהיווה לנו אינדיקציה לתרומת המיד"ן לפעילות התפעולית ולתזרים המייצג לשנים הבאות.

**שנת שיפוץ** - שנת 2015 הינה שנת שיפוץ, החברה מבצעת אחת ל-5 שנים שיפוץ תקופתי לצורך שמירה על הקיים ועלותו הצפויה מוערכת בכ-50 מיליון דולר. כתוצאה מהפעלת המיד"ן גדל סך היקף הזיקוק מכ-8.6 מיליון טון (כ-63 מיליון חביות) בשנת 2012 לא כולל יבוא סולר וואקום (כ-620 אלף טון) לכ-9.5 מיליון טון (כ-69 מיליון חביות) בשנת 2014. ימי ההשבתה יבואו לידי ביטוי בירידה באחוז הנצילות במודל הכלכלי.

**שינויים במרווחי הזיקוק** - לאחר מספר שנים של מרווחי זיקוק נמוכים, החל מהרבעון האחרון של שנת 2014 חל גידול מהותי במרווחי הזיקוק. נכון רבעון הראשון של שנת 2015, מרווח הזיקוק של בז"ן הסתכם בכ-11.7 לעומת מרווח ייחוס של כ-6.0 דולר לחבית (בשנת 2014, מרווח הזיקוק של בז"ן הסתכם לכ-6.4 \$ לחבית לעומת מרווח ייחוס של 2 דולר לחבית). החציון הראשון של שנת 2014 התאפיין במרווחים נמוכים מאוד ואף שלילים, מנגד בחציון השני היו מרווחי הזיקוק גבוהים וברבעון הרביעי בפרט. מרווח הייחוס הממוצע במחצית הראשונה היה כ-0.4 דולר לחבית למול 3.7 \$ לחבית במחצית השנייה של שנת 2014.

**דוח מקורות ושימושים** - בשלושת השנים הקרובות צפויים לקבוצה פירעונות של קרן וריבית (בנקים ואג"ח) בסך של כ-900 מיליון \$, השקעות הוניות של כ-238 מיליון \$ וסיכוי סביר לחלוקת דיבידנד בסך של כ-100 מיליון \$ בשנת 2017. נכון לסוף שנת 2014, לחברה כ-187 מיליון \$ בקופת המזומנים, נזילות סבירה, כאשר לחברה פוטנציאל ייצור מזומנים (EBITDA) של כ-420-450 מיליון \$ בשנה ברמת סבירות גבוהה. לחברה יתרון תחרותי בשוק ובסה"כ נתוני החברה טובים וממשיכים להתחזק כך שאיננו צופים כל בעיה בשירות חוב ו/או מחזור חוב בשנים הבאות במקרה הצורך.

**מצבה הפיננסי של החברה** - לחברה הון עצמי של כ-2.82 מיליארד ₪ אשר מממן כ-20% מהמאזן. החוב פיננסי נטו ל CAP עומד על כ-66.2%, יחס חלש בהשוואה לחברת דומות בתחום האנרגיה, המשאבים והתשתיות. בשנים האחרונות חלה עלייה משמעותית ברמת המינוף של החברה כתוצאה מגידול בחוב הפיננסי וביתרות הספקים ולמול זה שחיקה מהותית בהון העצמי כתוצאה מההפסדים לתקופה. עם זאת, החברה ביצעה צעדים חשובים לחיזוק מבנה החוב וההון בשנים 2013-2015 ע"י הנפקת הון וחוב לז"א. יחסי הכיסוי הנוכחיים של החברה הינם סבירים אך נמצאים במגמת שיפור ואף צפויים להמשיך והשתפר בעקבות הפעלת המיד"ן, הזרמת הגז מתמר, והקיטון הצפוי בהיקף החוב לאחר השנה הקרובה. מצבה הפיננסי הנוכחי של החברה סביר לחברות בתחום התשתיות והאנרגיה בעיקר, אך בשל העובדה כי לא מתוכננות השקעות מהותיות בטווח הקצר בינוני ובהינתן ולאור תנאי השוק הנוכחיים אנו מעריכים כי מצב זה ילך וישתפר בטווח הקצר-הבינוני.

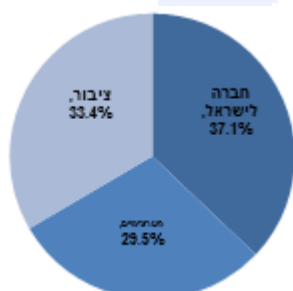
**בטחונות ושעבודים** – כל סדרות האג"ח אינן מגובות בשעבודים או בטחונות.

תאריך: 22/06/2015  
 על בסיס רבעון: Q1-2015  
 מנהל מחלקה: צורי אילן  
 דוא"ל: zury.ilan@tavor.biz  
 אנליסטים: הדר סגל  
 יאיר אביגור  
 דוא"ל: hadar.segal@tavor.biz

סדרה	מרווח מומלץ	תשואה מול סיכון
א	3.67	הולמת את הסיכון
ד	3.76	הולמת את הסיכון
ה	4.28	הולמת את הסיכון

שווי שוק (מיליוני ₪): 4,348  
 הון עצמי (מיליוני ₪): 2,825  
 מכפיל הון: 1.54  
 הון עצמי למאזן (מאוחד): 20.0%  
 חוב פיננסי נטו ל CAP (מאוחד): 66.2%

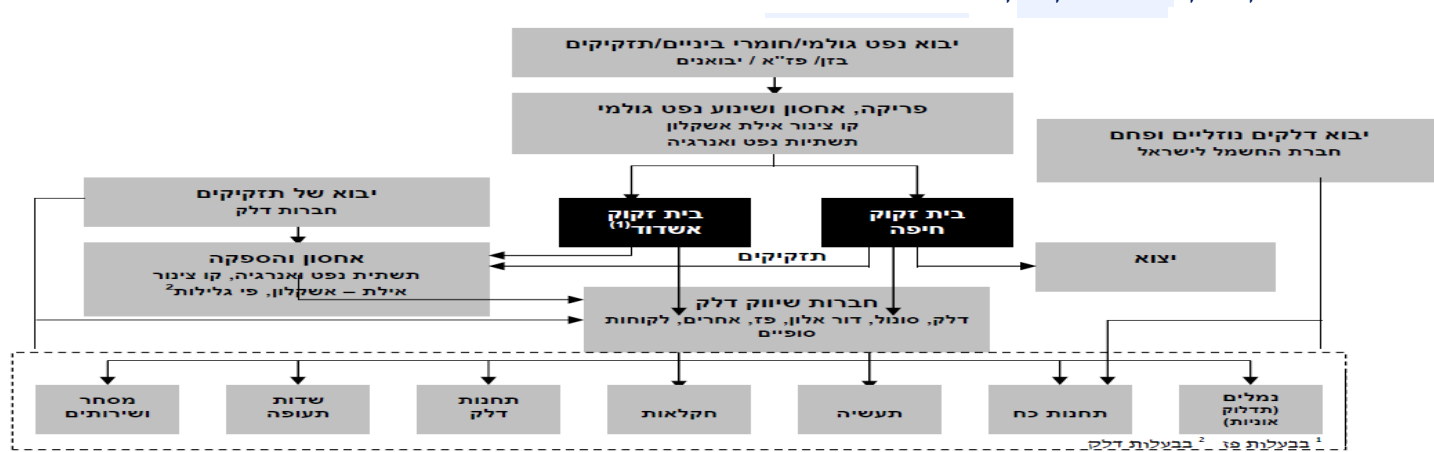
בעלי עניין



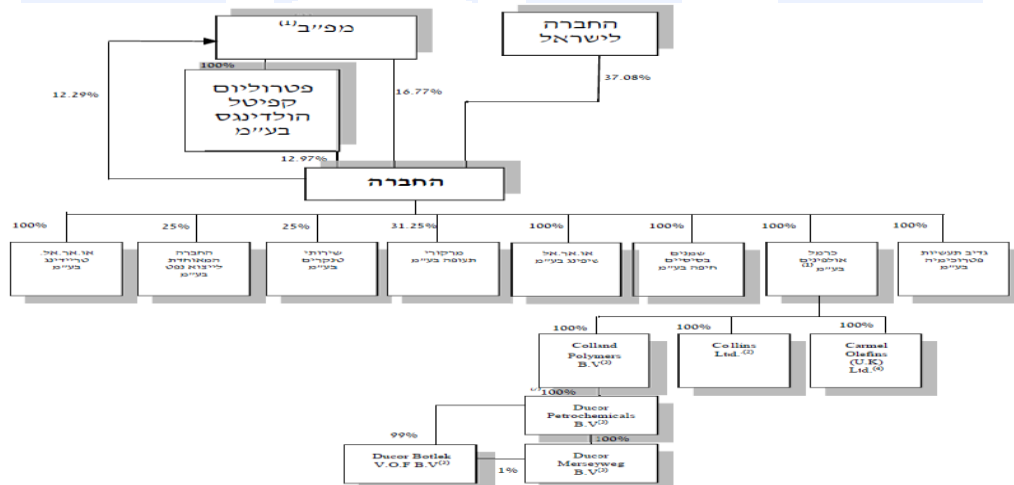
### כלכלי

בז"ן מפעילה את בית הזיקוק לנפט הגדול בישראל. הקבוצה מוחזקת על ידי החברה לישראל, אחת מקבוצות האחזקה הגדולות בישראל, וחברת האחזקות מפעלים פטרוכימיים. תחומי הפעילות העיקריים של החברה, הינם זיקוק הנפט, מכירת מוצרי דלק מוגמרים ומוצרי ביניים ללקוחות בישראל ובעולם. תחומי פעילות משניים של החברה הינם תוצרת המתעשייה הפטרוכימית ומסחר בנפט גולמי ומוצרי. עקב תחומי הפעילות של החברה תוצאות פעילותה כפופות ומושפעות בעיקר ממרווחי הזיקוק הנפט הגולמי ותעשיית הפטרוכימיים, מרווחים אלו חוו תנודתיות משמעותית בשנים האחרונות.

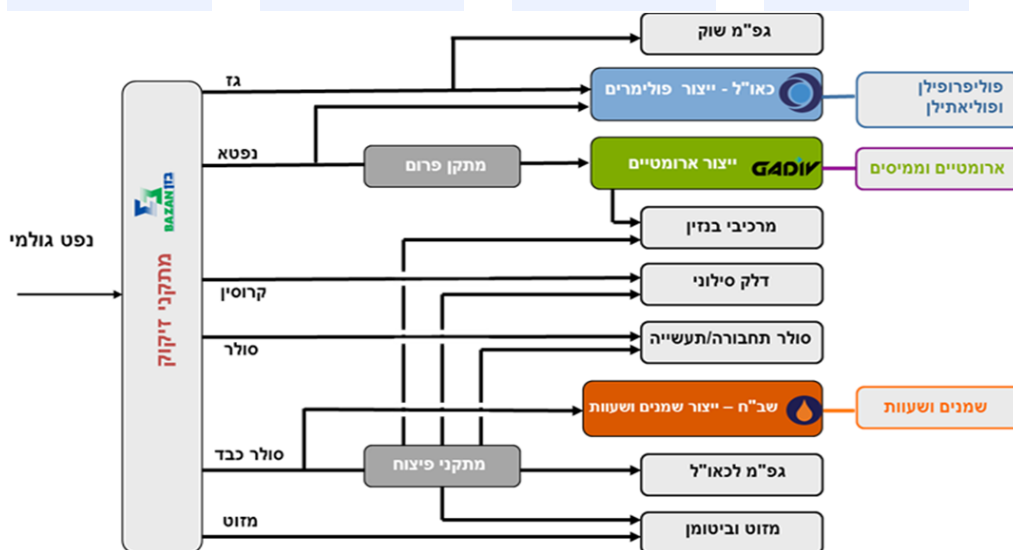
בז"ן מפעילה את בית הזיקוק לנפט הגדול בישראל. הקבוצה מוחזקת על ידי החברה לישראל, אחת מקבוצות האחזקה הגדולות בישראל, וחברת האחזקות מפעלים פטרוכימיים. תחומי הפעילות העיקריים של החברה, הינם זיקוק הנפט, מכירת מוצרי דלק מוגמרים ומוצרי ביניים ללקוחות בישראל ובעולם. תחומי פעילות משניים של החברה הינם תוצרת מהתעשייה הפטרוכימית ומסחר בנפט גולמי ומוצרי. עקב תחומי הפעילות של החברה תוצאות פעילותה כפופות ומושפעות בעיקר ממרווחי הזיקוק הנפט הגולמי ותעשיית הפטרוכימיים, מרווחים אלו חוו תנודתיות משמעותית בשנים האחרונות. להלן תרשים מבנה משק הדלק הישראלי נכון לסוף שנת 2014:



להלן מבנה האחזקות העיקריות של הקבוצה לסוף שנת 2014 :



להלן תרשים המתאר את האינטגרציה בין פעילויות החברה השונות :



## אירועים אחרונים

### הנפקת אג"ח סדרה ד' וסדרות ה' ו'

ביוני 2015 הנפיקה החברה 2 ניירות חדשים לציבור, אג"ח סדרה ה' וסדרה ו'. במסגרת ההנפקה הונפקו 180,000,000 ₪ ערך נקוב (סדרה ה') בריבית שנתית של 5.9% והונפקו 400,000,000 ₪ ערך נקוב (סדרה ו') בריבית שנתית של 6.7%. התמורה המיידית ברוטו שנתקבלה על ידי החברה במסגרת ההצעה לציבור מסתכמת בסך של כ- 531 מיליון ₪.

בספטמבר 2014 הנפיקה החברה נייר חדש לציבור, אג"ח סדרה ד'. במסגרת ההנפקה הונפקו 600,000,000 ₪ ערך נקוב בריבית שנתית של 6% ושיעור הריבית החצי שנתית בגין התקופה הראשונה, הינו 1.825%. בנוסף הונפקו 600,000 כתבי אופציה (סדרה ז'). התמורה המיידית ברוטו שנתקבלה על ידי החברה במסגרת ההצעה לציבור מסתכמת בסך של כ- 598.2 מיליון ש"ח. היום, סה"כ הערך הנקוב של סדרה ד' עומד על כ- 683,872,600 ע.ג. - האופציות הומרו.

### רעש תקשורתי סביב דר"ח זיהום בחיפה

באפריל 2015 התפרסם דוח של משרד הבריאות בו נטען כי זיהום האוויר בחיפה גורם לתחלואה גבוהה בעיקר בקרב ילדים באזור חיפה, הדוח מתייחס לשנים 1997-2007 (בז"ן הופרטה בשנת 2007). בעקבות פרסום הדוח התעורר רעש תקשורתי והתקבלו תגובות נזעמות מה שגרר תגובה מעריית חיפה אשר כללה חסימה ע"י משאיות זבל של מפעלי הקבוצה, הוצאת צו לביטול רישיון העסק של מפעלי הקבוצה ועוד. בית המשפט ביטל את צו ביטול הרישיון ובהמשך נפסקו כל הפעולות נגד החברה. הפעולות הנ"ל אינן הסבו כל נזק לפעילות השוטפת של החברה ומהחברה נמסר כי החברה עומדת בכל המגבלות על זיהום וכמו כן שהדוח מתייחס לתקופה בא הייתה הפעילות ממשלתית ומאז הפרטה החברה הוציא יותר ממיליארד ₪ לצורך שיפור איכות האוויר והסביבה.

### תקלה במתקן המיד"ן

בספטמבר 2014 הודיע החברה כי ארעה תקלה בצנרת הכניסה למתקן המיד"ן, והחברה הדמימה המתקן עד לתיקונו והפעלתו מחדש במהלך חודש זה. להערכת החברה, האומדן הראשוני של היקף ההשפעה של ההדממה על הרווח הנקי (הנובעת בעיקרה מאי ייצור במתקן), הינו כ- 8-10 מיליון דולר. האירוע לא גרם לנזק לסביבה או לבטיחות. התיקון וההשבתה נמשכו כשבועיים. תקלה זו אינה מהותית ותקלות בסדרי הגודל הנ"ל אינן דבר חריג והן חלק מהגורמים המשפיעים על שיעור הניצולת של החברה (כ- 90% בשנת 2014). אין אנו מייחסים חשיבות רבה לאירוע זה.

### התפטרות מנכ"ל הקבוצה

ביולי 2014 הודיעה כי מנכ"ל קבוצת בז"ן, אריק יערי, נעתר לבקשת הדירקטוריון והסכים להמשיך את כהונתו כמנכ"ל הקבוצה ובכלל זה כמנכ"ל החברה, לתקופה של כשנה נוספת לאחר שבמרץ הודיע מר אהרון (אריק) יערי, לדירקטוריון כי הוא מבקש להפסיק את תפקידו מסיבות פרטיות במהלך קיץ 2014, עד 17.7.2014. במועד שיקבע. זהו המנכ"ל השני שעוזב תוך פרק זמן קצר. להערכתנו לאירועים אלו ישנה השפעה זניחה על תזרים המזומנים העתידי של החברה.

### הנפקת הון וחוב

בדצמבר 2013 וינואר 2014 ביצעה החברה הרחבת סדרה א' בכ- 560 מיליון ₪ ע.ג. בתמורה לכ- 633 מיליון ₪ וכ- 765 מיליון ₪ ע.ג. מניות תמורת כ- 528 מיליון ש"ח. בעקבות הגיוס הגבוה גברה משמעותית נזילותה של הקבוצה וכן גם ירדה רמת הסיכון בטווח הקצר בינוני.

## הכנסות ורווחיות

נתוני הרווח והפסד על פי דוחות מאוחדים (במיליוני דולר) :

Q1 2015	Q1 2014	FY 2014	FY 2013	FY 2012	סעיף
1,432	2,248	9,328	9,995	9,673	הכנסות
(36%)	-	(7%)	3%	1%	שיעור שינוי
(1,270)	(2,164)	(9,131)	(9,737)	(9,570)	הוצאות
(41%)	-	(6%)	2%	2%	שיעור שינוי
162	84	197	259	103	רווח גולמי
93%	-	(24%)	151%	(40%)	שיעור שינוי
11.3%	3.7%	2.1%	2.6%	1%	רווחיות גולמית
(24)	(26)	(107)	(112)	(113)	הוצאות מכירה ושיווק
(13)	(14)	(46)	(65)	(63)	הוצאות הנהלה וכלליות
0	0	0	(18)	0	הוצאות/ הכנסות אחרות
(2)	(2)	(8)	(20)	(17)	הוצאות פרישה מוקדמת
(39)	(42)	(160)	(215)	(176)	סך הוצאות תפעוליות
123	42	37	44	(73)	רווח תפעולי
195%	-	(15%)	(160%)	(628%)	שיעור שינוי
8.6%	1.8%	0.4%	0.4%	-	רווחיות תפעולית
125	44	213	256	71	EBITDA חשבונאי
(41%)	-	(17%)	259%	(52%)	שיעור שינוי
185	37	421	262	117	EBITDA מנוטרל
400%	-	61%	124%	-	שיעור שינוי
8.7%	1.9%	2.3%	2.6%	1%	EBITDA / הכנסות
13	5	73	35	13	הכנסות מימון
(49)	(38)	(215)	(212)	(182)	הוצאות מימון
(35)	(33)	(142)	(177)	(169)	(הוצאות) הכנסות מימון נטו
6%	-	(20%)	5%	89%	שיעור שינוי
0.2	(0.0)	0.2	0.6	(4.6)	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות
88	8	(105)	(132)	(247)	רווח לפני מס
69	4	(93)	(167)	(198)	רווח נקי
4.8%	0.2%	-	-	-	רווחיות נקייה

להלן פילוח הכנסות החברה לפי מגזרי הפעילות העיקריים (הכנסות מחיצוניים, במיליוני דולר):



סה"כ מאוחד	פטרולימיה			סחר	דלקים	
	שמנים	ארומטים	פולימרים			
1,432	12	104	221	0	1,094	הכנסות Q1 2015
100.0%	0.9%	7.3%	15.4%	0.0%	76.4%	% מסה"כ
2,248	16	163	267	0	1,801	הכנסות Q1 2014
157.0%	0.7%	7.3%	11.9%	0.0%	80.2%	% מסה"כ
9,328	80	624	1,092	0	7,531	הכנסות 2014
100.0%	0.9%	6.7%	11.7%	0.0%	80.7%	% מסה"כ
9,995	65	783	1,069	23	8,054	הכנסות 2013
100%	1%	8%	11%	0.2%	80.6%	% מסה"כ
9,673	86	804	1,087	0	7,696	הכנסות 2012
100%	1%	8%	11%	0%	79.6%	% מסה"כ

## הכנסות

נציין כי השינוי בהכנסות אינו אינדיקטור איכותי מאחר וזהו נתון חשבונאי לא מייצג התלוי במחיר המכירה אשר נגזר בין היתר במחיר חבית הנפט בעוד הרווחיות של החברה נובעת ממרווח הזיקוק.

- הירידה בהכנסות בשנת 2014 וברבעון הראשון של שנת 2015 נבע מירידה בהכנסות ממכירת דלקים בעיקר לאור ירידה במחירי הנפט אשר הובילו לירידה במחיר הממוצע לטון של סל המוצרים באזור הים כאשר מנגד חלה עליה בצריכת התזקיקים ובצריכת דלקי תחבורה לעומת התקופה המקבילה אשתקד.
- הגידול במחזור המכירות בפעילות הפולימרים במהלך 2014 נבע בעיקר מעליה במחירי המכירה במקביל לעלייה בכמויות המכירה. הקיטון במגזר זה ברבעון הראשון של שנת 2015 נבע בעיקר מירידה במחירי המכירה בקיזוז עליה בכמויות המכירה.
- הקיטון במחזור המכירות של פעילות הארומטיים בשנת 2014, נובע בעיקר מירידה בכמויות המכירה, מירידה במחירי המכירה וכתוצאה מעצירה זמנית של המתקנים בעקבות השריפה. הקיטון במגזר זה ברבעון הראשון של שנת 2015 נבע בעיקר מירידה במחירי המכירה בקיזוז עליה בכמויות המכירה.

בסה"כ לחברה גידול בהכנסות השנתיות משנת 2010 אשר נובע ברובו ממגזר הדלקים כאשר עיקר הכנסות החברה הן ממכירות בישראל. הגידול בהכנסות במהלך שנת 2013 ממכירת דלקים נבע בעיקר בגלל עליה בהיקף הזיקוק, העלייה הנ"ל קוזזה חלקית ע"י ירידה במחיר הממוצע לטון של סל המוצרים באזור הים התיכון, הדומה לסל מוצרי החברה. בתקופת הדוח מרווחי הזיקוק של החברה היו גבוהים מהמרווחים בתקופה המקבילה אשתקד, מרווח של כ- 11.7 דולר לחבית לעומת כ- 5.1 בתקופה המקבילה אשתקד.

## רווח תפעולי

הגידול החד ברווח התפעולי נבע בעיקר מעליה ברווח התפעולי המנוטרל (במגזרים) ובעיקר מעליה במרווחי מגזר הדלקים ומגזר הפולימרים. בנוסף במהלך התקופה השוטפת החברה הקטינה את הוצאות בעיקר עקב ירידה בפחת ובהוצאות האחזקה.

## EBITDA מנוטרל

ברבעון הראשון של שנת 2015 ה- EBITDA הסתכמה בכ- 185 מיליון \$, עליה של כ- 148 מיליון \$, כ- 400%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, חלה עליה חדה בשיעור ה- EBITDA מההכנסות לכ- 8.7%, בעיקר לאור השינוי במרווח הזיקוק.

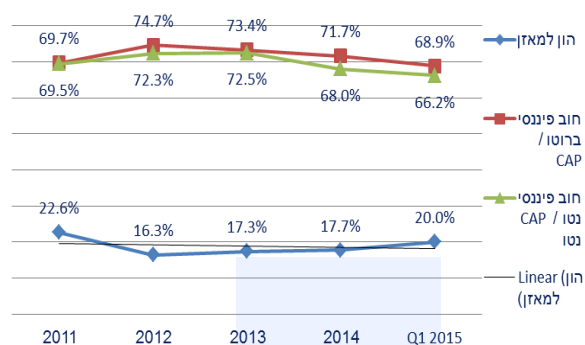
בשנת 2014 ה- EBITDA הסתכמה בכ- 421 מיליון \$, עליה של כ- 154 מיליון \$, כ- 58%, לעומת שנת 2013. כמו כן, חלה ירידה קלה שיעור ה- EBITDA מההכנסות לכ- 2.3%, בעיקר לאור השינוי במחיר הדלקים.



שנה	מרווח זיקוק אורל (מרווח ייחוס)	מרווח זיקוק ב"ז (מנוטרל)	מחיר חבית נפט	מחיר חבית נפט	מחיר חבית נפט
2005	5.4	7.6	54	7.6	54
2006	5.8	7.1	65	7.1	65
2007	5.3	6.1	73	6.1	73
2008	5.5	5.7	98	5.7	98
2009	1.9	4.9	62	4.9	62
2010	2.9	3.2	80	3.2	80
2011	1.2	2.7	106	2.7	106
2012	4.2	4.9	106	4.9	106
2013	1.7	5.4	111.65	5.4	111.65
2014	2	6.4	108.9	6.4	108.9
Q1 2015	6.0	11.7	53.8	11.7	53.8

## יחסי מינוף ונזילות

להלן יחסי מינוף ונזילות של החברה לפי דוח מאוחד:



תאריך מאזן	Q1 2015	FY 2014	FY 2013	FY 2012
סה"כ הון (מיליוני דולר)	710	654	785	809
סה"כ מאזן (מיליוני דולר)	3,546	3,702	4,528	4,948
הון למאזן	20.0%	17.7%	17.3%	16.3%
חוב פיננסי ברטו (במיליוני דולר)	1,620	1,676	2,173	2,384
חוב פיננסי ברטו / CAP	68.9%	71.7%	73.4%	74.7%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	66.2%	68.0%	72.5%	72.3%
יחס שוטף	0.78	0.76	0.82	0.83
יחס מהיר	0.44	0.46	0.43	0.43
יחס מיידני	0.13	0.16	0.04	0.1

נציין כי היחסים המוצגים בטבלה הינם הנתונים החשבונאיים של החברה והם אינם מנוטרלים. בשנים האחרונות חלה עלייה משמעותית ברמת המינוף (הון למאזן) של החברה כתוצאה מגידול בחוב הפיננסי (בשנת 2012 חל קיטון בהיקף החוב הפיננסי אך חל גידול משמעותי בהיקף הספקים) ולמול זה שחיקה מהותית בהון העצמי כתוצאה מההפסדים לתקופה. רמות המינוף של החברה קטנו במהלך החציון הראשון של שנת 2014 בעיקר בשל קיטון מהותי בהיקף החוב כתוצאה מאי ניצול מסגרות אשראי וכתוצאה מגידול בהון שנבע מהרווח הכולל לתקופה. רמת המינוף הנוכחית נחשבת לגבוהה ביחס לחברות הפועלות בענפי האנרגיה, המשאבים והתשתיות בישראל אך אנו מעריכים כי היא צפויה לקטון בשנים הקרובות. הקיטון ברמת הנזילות בשנים האחרונות נובע בעיקר כתוצאה מהשקעה ברכוש קבוע ובמיד"ן, אשר צפויה לשפר את יעילות התפעול של החברה. נזילות החברה נשארה יחסית יציבה במהלך שנת 2014 כאשר ההון החוזר התפעולי של החברה ירד בצורה משמעותית בשל ירידה ביתרת הלקוחות והמלאי וגידול ביתרות ספקים ולמול זה גידול משמעותי ביתרות המזומנים וירידה בחוב לז"א שנבע בעיקר מאי ניצול מסגרות אשראי. רמת הנזילות הנוכחית נחשבת לסבירה עד חלשה ביחס לחברות הפועלות בענפי האנרגיה, המשאבים והתשתיות.

## יחסי כיסוי (עפ"י דוח מאוחד)

תקופה	FY 2014	FY 2013	FY 2012	LTM
FFO	59	23	(102)	135
חוב פיננסי נטו / FFO	24.1	89.5	-	10.6
חוב פיננסי נטו / EBITDA מנוטרל	3.3	7.9	18.1	2.5
EBITDA מנוטרל / הוצאות מימון נטו	3.0	1.5	0.7	5.2

השיפור ביחסי ומדדי הכיסוי של החברה בשנים האחרונות נובעת מהשיפור של פעילות הזיקוק של החברה בשנים האחרונות על אף הירידה בברוווח החברה למול גידול בהיקף החוב. במהלך השנים 2013-2015 החברה הציגה שיפור משמעותי ב-EBITDA וב-FFO לעומת התקופה המקבילה אשר עזר לה לשפר את יחסי הכיסוי שלה.

## הנתונים הינם טרם הנפקת האג"ח במהלך הרבעון השני 2015.

<sup>1</sup> המתחרה היחידה בעלת פעילות דומה הינה חברת פז אשר מפעילה את בית זיקוק אשדוד (אך לא רק). ההשוואה מתייחסת בעיקר לחברות חיפושי הגז והנפט, משווקות דלקים, אנרגיה סולארית, כריית מחצבים, הולכת מים וחשמל וכו', אנו משווים את ב"ן לחברות שונות בענפים דומים, אשר כאמור, לא תמיד פועלות בתחומים זהים לחלוטין לחברה.

## תחזית מקורות ושימושים

להלן עיקרי ההנחות לתחזית לשנים 2015-2017:

**מרווח זיקוק:** הערכנו את מרווחי הזיקוק על בסיס תחזית המרווחים של חברת KBC, המבוססת על תחזית מחיר חומרי הגלם ומחיר תוצרי הזיקוק, תוך הערכות שמרניות שלנו ובבחינת ממוצע המרווחים ההיסטוריים. כמו כן השינויים במחירי הנפט ומרווחי הזיקוק הינם בלתי צפויים (כגון הצניחה האחרונה במחיר הנפט) ובעלי סבירות גבוהה לסטיית תקן גבוהה במרווחי הזיקוק השנתיים. לכן הערכנו מרווח זיקוק אחיד רב שנתי אשר יבטל את השונות החדה **אך ייצג את הממוצע הרב שנתי אשר להערכתנו יהיה כ- 3.5 דולר לחבית. נכון למועד האנליזה**, מרווח הייחוס הממוצע עד כה בשנת 2015 הינו כ- 5.5 דולר לחבית, גבוה משמעותית מהממוצע של השנים האחרונות.

**מרווח בז'ן:** באופן היסטורי לחברת בז'ן מרווח זיקוק הגבוהה ממרווח הייחוס בשוק. בנוסף לחברה יתרון על ידי הפעלת פרויקט המיד'ן ומעבר החברה לשימוש בגז. בשנת 2013 מרווח הזיקוק של בז'ן היה גבוהה ב- 3.7 דולר לחבית, בשנת 2014 היה מרווח הזיקוק של בז'ן גבוהה בכ- 4.4 דולר לחבית וברבעון הראשון של שנת 2015 בכ- 5.7 דולר לחבית. ! להערכתנו, תוך שימוש ביתרונותיה התחרותיים, לחברה יהיה מרווח זיקוק הגבוהה בכ- 4 דולר מעל למרווח הייחוס.

**הוצאות ייצור נוספות:** לחברה הוצאות ייצור נוספות בתחום הזיקוק מעבר למרווח אשר כוללות ברובן הוצאות קבועות כגון שכר, ביטוח, מסים עירוניים, דמי הרשאה, הוצאות בגין טיפול באיכות הסביבה והוצאות אחזקה. בנוסף לחברה הוצאות אנרגיה נוספות, מים וכימיקלים. בשנים האחרונות הוצאות הייצור הנוספות היו בטווח של 180-200 מיליון ש"ח בשנה והיו כ- 3 \$ לחבית. אנו הערכנו כי הוצאות הייצור בנוספות יהיו כ- 190 מיליון \$ בשנה עם גידול של כ- 1% בשנה וזאת בן היתר לאור תוכנית הייעול שהחברה ביצעה אשר צפויות להוריד את עלויות השכר ולאור הירידה במחירי החשמל.

**חביות לתקופה:** הערכנו על פי יכולת הזיקוק של החברה תוך שקלול הניצולת בהינתן תוכנית השיפוצים הצפויה אשר כוללת השבתה של פעילות הזיקוק.

**סולר וואקום:** בנוסף לנפט החברה רוכשת סולר וואקום, חומר ביניים המתקבל מזיקוק ראשוני ואשר משמש בתהליכי זיקוק מתקדמים לייצור מוצרי נפט בעלי ערך מוסף גבוה, בעיקר סולר וקרסין. המרווחים שהחברה מציגה כוללים בתוכם את השימוש בסולר וואקום מיבוא. מהדוחות הכספיים ומשיחה עם החברה עולה כי החברה רוכשת כ- 5-6 מיליון חביות סולר וואקום, אנו הערכנו כי החברה תייבא כ- 5 מיליון חביות בשנה לצורך פעילותה.

**EBITDA מנוטרל:** החברה מציגה EBITDA חשבונאי ומנוטרל. להערכתנו, ה- EBITDA המנוטרל הינו רלוונטי יותר מאחר והוא מציג שינוי תזרימי ולא חשבונאי. הערכנו את ה- EBITDA המנוטרל של פעילות זיקוק (כ- 65%) הדלקים ושל כ"א"ל (כ- 30%) על בסיס מרווחי זיקוק ויצור. לאור הפעילות בשנים האחרונות הערכנו כי במגזרים סחר ושמינים ה- EBITDA המנוטרל הרב שנתי יתקזז ויהיה שווה לאפס.

**השקעות (Capex):** בשנים האחרונות ההשקעה ברכוש קבוע הייתה גבוהה במיוחד בעיקר לאור עלויות הקמת פרויקט המיד'ן ופרויקט ה- FCC. שנת 2015 הינה שנת שיפוץ (תוספת של כ- 50 מיליון \$) ובנוסף עד שנת 2017 בכוונת החברה להמשיך להשקיע בפרויקט ה- FCC. הערכנו את ההשקעות של החברה שנים הקרובות על בסיס תחזית השיפוצים וההשקעות של החברה.

**פחת:** בשנים 2010-2014 עלתה ההוצאה על פחת מכ- 119 מיליון דולרים לכ- 168 מיליון, עיקר הגידול בהוצאת הפחת נבע בעיקר כתוצאה מהפחתת שיפוצים תקופתיים שבוצעו בשנים 2010-2011 ומתחילת הפחתת ההשקעה במיד'ן החל משנת 2013. הערכנו את הוצאת הפחת בשנות התחזית על בסיס הפחת בשנים הקודמות תוך שקלול ההשקעה העתידית ברכוש קבוע.

**מיסים:** בז'ן הינה חברה "תעשייתית" כמשמעותה בחוק עידוד התעשייה ובהתאם לכך זכאית להטבות. במסגרת החוק תוקנו שיעורי המס בתיקון לחוק כן שהחל משנת 2014 יעמוד שיעור המס. למפעל מועדף שאינו באזור פיתוח א' על 16%. כמו כן לחברה הפסדים צבורים ומועברים של כ- 1 מיליארד ₪ ולכן הערכנו כי בשנתיים הקרובות לא תשלם מס תזרימי.

**דיבידנד:** החברה לא חילקה דיבידנדים בשנים האחרונות לאור בעיות תזרימיות והפסדים שנתיים. לאחרונה החלו נתוני החברה ותזרימה להשתפר. בעלי העניין העיקריים של בז'ן הינם חברה לישראל ופטרוכימיים אשר זקוקות לתזרים דיבידנדים מהחברות הבנות. להערכתנו, אם המרווחים יישארו בטווח הסביר החברה תצטייד במהלך 2015 במזומנים והחל משנת 2017 "ילחצו" עליה מלמעלה לחלק דיבידנד. אנו מעריכים כי ישנו סיכוי סביר אך נמוך שהחברה תחלק דיבידנד בסך של כ- 80-100 מיליון \$ בשנת 2017. אנו לא הכללנו חלוקת דיבידנדים בתחזית.

**שינויים בהון חוזר:** השינויים בהון החוזר של החברה הינם בעיקר לאור שינויים במחיר הנפט ובשנים האחרונות היה תנודתיים בכיוון השינוי. לאור חוסר הוודאות לגבי מחיר הנפט העתידי לא התחשבנו בשינויים בהון חוזר.

2017	2016	9M 2015	תקופה
329	252	187	מזומנים והשקעה לטווח קצר יתרות פתיחה
			מקורות:
450	421	348	EBITDA מנוטרל
		137.3	הנפקת סדרות ה-ו-1
450	421	486	סה"כ מקורות:
			שימושים:
(72)	(75)	(78)	החזרי קרן וריבית אג"ח א'
0	0	(44)	החזרי קרן וריבית אג"ח ב'
(27)	(28)	(11)	החזרי קרן וריבית אג"ח ד'
(2)	(2)	(1)	החזרי קרן וריבית אג"ח ה'
(7)	(7)	(4)	החזרי קרן וריבית אג"ח ו'
(7)	(7)	(5)	החזרי אג"ח פרטיות
(1)	(1)	(1)	חכירה מימונית
(179)	(145)	(200)	הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים
(80)	(80)	(78)	CAPEX
(45)	0	0	מס תזרימי
			חלוקת דיבידנד
(419)	(344)	(421)	סה"כ שימושים:
360	329	252	מזומנים והשקעה לטווח קצר, יתרות סגירה

בשלוש השנים הקרובות צפויים לקבוצה פירעונות של קרן וריבית (בנקים ואג"ח) בסך של כ- 900 מיליוני \$, השקעות הוניות של כ- 238 מיליוני \$ וסיכוי סביר לחלוקת דיבידנד בסך של כ- מיליון \$100 בשנת 2017. נכון לסוף שנת 2014, לחברה כ- 187 מיליוני \$ בקופת המזומנים, נזילות סבירה, כאשר לחברה פוטנציאל ייצור מזומנים (EBITDA) של כ- 420-450 מיליון \$ בשנה ברמת סבירות גבוהה. לחברה יתרון תחרותי בשוק ובסה"כ נתוני החברה טובים וממשיכים להתחזק כך שאיננו צופים כל בעיה בשירות חוב ו/או מחזור חוב בשנים הבאות במקרה הצורך.



## פרטי האג"ח

סדרה	א'	ב'	ד'	ה'	ו'
הון רשום למסחר	1,125,218,119	140,502,810	683,872,600	146,637,000	383,866,000
ריבית נקובה + הצמדה	+ 5.3% מדד	+5.1% מדד	6.0% שקלי	שקלית ללא הצמדה, בריבית קבועה	6.7% דולרי
מועדי תשלום ריבית	31.12-ו 30.06	31.12-ו 30.06	30.06 ו- 31.12	31.12-ו 30.06	31.12-ו 30.06
מועדי תשלום קרן	31.12-ו 30.06	31.12-ו 30.06	שנתי החל מ- 31.12.2016	שנתי החל מ- 30.06.2019	שנתי החל מ- 30.06.2019
מועד גמר פדיון	30.06.2020	30.06.2015	31.12.2021	30.06.2024	30.06.2023
סוג פדיון	פדיון בתקבולים	לשיעורין	לשיעורין	לשיעורין	לשיעורין
שם הנאמן	משמרת חברה לנאמנות	רזניק פז נבו	משמרת חברה לנאמנות	רזניק פז נבו	רזניק פז נבו
<b>שער באג'</b>	<b>125.56</b>	<b>119.9</b>	<b>105.75</b>	<b>96.94</b>	<b>99.67</b>
<b>מח"מ ברוטו</b>	<b>2.39</b>	<b>0.06</b>	<b>3.85</b>	<b>6</b>	<b>5.61</b>
<b>תשואה ברוטו</b>	<b>2.74</b>	<b>1.78</b>	<b>5.31</b>	<b>6.55</b>	<b>6.92</b>
<b>מרווח ממשלתי</b>	<b>3.52</b>	<b>2.85</b>	<b>4.5</b>	<b>4.92</b>	<b>0</b>

### אג"ח לא סחירות

במהלך השנים 2003-2004 גייסה החברה מימון לזמן ארוך, מגופים מוסדיים בסך של כ-1,385 מיליון ₪ באמצעות הנפקת 9 סדרות אגרות חוב לא סחירות, הרשומות במערכת הנ.ש.ר של מסלקת הבורסה. יתרת החוב של החברה למחזיקי אגרות החוב שאינן נסחרות, נכון לסוף שנת 2014 עמדה יתרת האג"ח הפרטיות של החברה על סך של כ-19 מיליון \$.

להבטחת האשראי שקיבלה החברה בגין הנפקת אגרות החוב שאינן סחירות התחייבה החברה להימנע מיצירת שעבודים על רכושה (שיעבוד שלילי). כמו כן, כוללים שטרי הנאמנות בגין אגרות החוב האמורות התניות מקובלות המאפשרות במקרים מסוימים למחזיקי אגרות החוב להעמיד לפירעון מידי את יתרת אגרות החוב, לרבות הוראה על פי העמדה לפירעון מידי של אחת מסדרות אגרות החוב תהווה עילה להעמדה לפירעון מידי של סדרות אגרות החוב האחרות והוראה על פיה ניתן להעמיד לפירעון מידי את אגרות החוב, אם החברה תפר או לא תקיים איזה שהוא תנאי או התחייבויות מהותיות, המחייבים אותה בהתאם לשטרי הנאמנות ונספחיה.

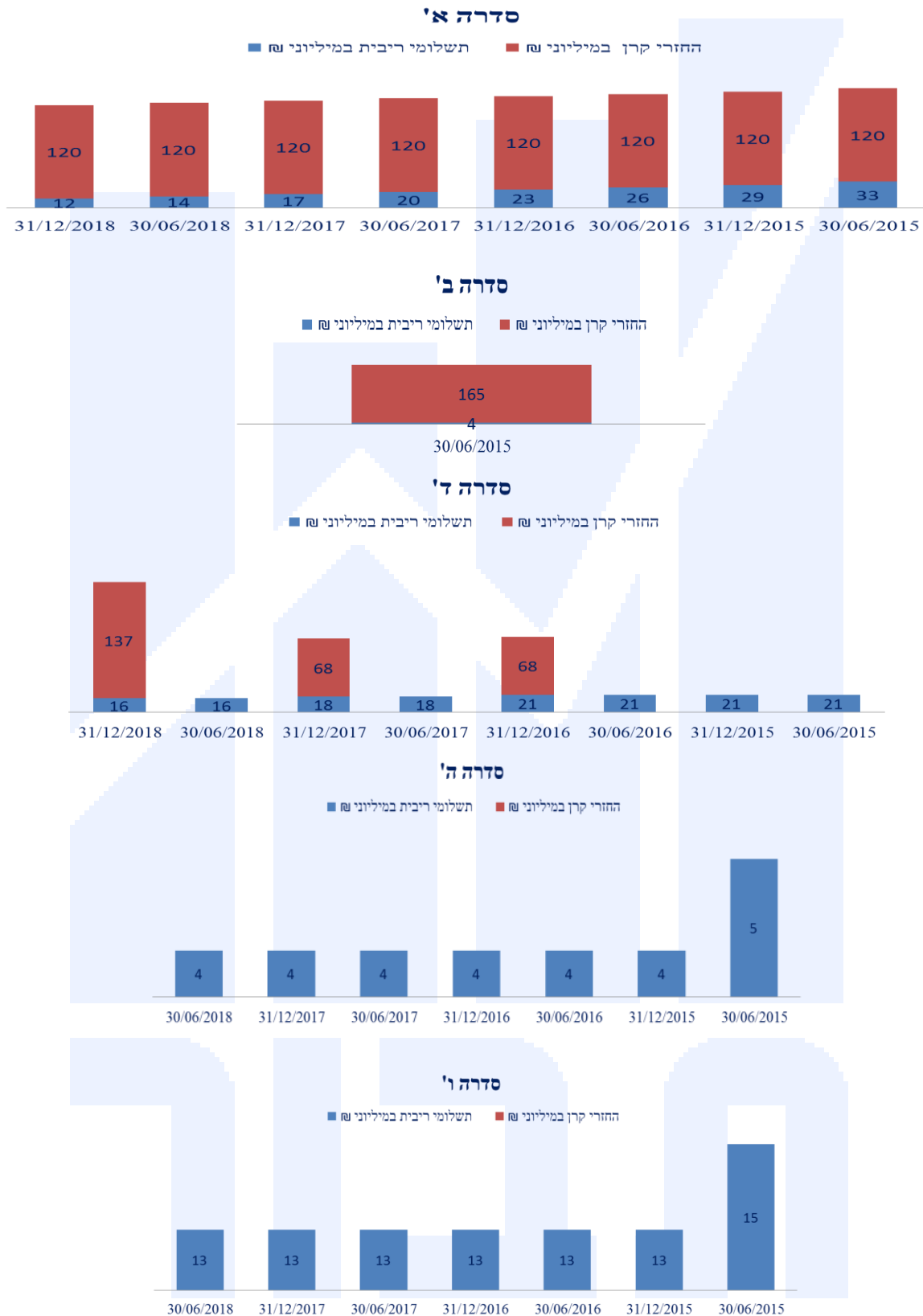
### זכויות משפטיות לבעלי האג"ח

אגרות החוב של החברה אינן מובטחות בבטוחה או בשעבוד ספציפי כלשהו.

### דירוג האג"ח

ביוני 2015 אישררה מעלות את דירוג החברה BBB+ לאחר שהעלתה את הדירוג במאי 2015.

## תזרים פירעונות האג"ח עד לתום שנת 2018



## הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה בתחום אג"ח

### שם אנליסט: צור אילן

השכלה: BA בכלכלה ומדעי החברה עם התמחות בחשבונאות ומימון מהאוניברסיטה הפתוחה.  
 MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון מהאוניברסיטה העברית בירושלים.  
 ניסיון באנליזה: אנליסט מחקר בשוק ההון החל משנת 2004 ועד היום בחברות הבאות: כרמים שוקי הון, הדס ארזים בית השקעות, ישיר בית השקעות (ביטוח ישיר) ובחברת הברוקרים מרץ השקעות בע"מ.

### שם האנליסט: הדר סגל

השכלה: BA בכלכלה ובמנהל עסקים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

### שם האנליסט: יאיר אביגור

השכלה: בעל רישיון לניהול תיקי השקעות משנת 2012.

BA בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן.

ניסיון מקצועי: אנליסט ומנהל תיקי השקעות בחברת דיבידנד השקעות(ת.א) בע"מ החל משנת 2011.

### התאגיד מטעמו פועל מכין האנליזה

תבור כלכלה ופיננסים בע"מ

בית קורקס, רח' זרחין 10 רעננה 4366238. טלפון משרד ראשי 09-7776800/1 [www.tavor.biz](http://www.tavor.biz)

מנהל מחלקת שוק ההון: צור אילן, טלפון 09-7776822 דוא"ל: [zury.ilan@tavor.biz](mailto:zury.ilan@tavor.biz)

### אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים העלולים להשפיע לרעה באופן מהותי על הערכת השווי וסיכון.

**שיטת הערכת השווי ומתודולוגיה:** נתונים מאזני בדוחות החברה, מערכי שווי של חיזוניים המלווים לדוחות, מודל NAV, מודל תבור.

**גורמי סיכון עיקריים:** חשיפת החברה לשינויים מהותיים בשע"ח (בעיקר דולר) מול השקל עלולים להשפיע על פעילות החברה ועל תזרים המזומנים. שינוי במחירי הסחורות הרלוונטיים עלולים לפגוע במרווחי הזיקוק, בתזרים המזומנים ובשווי הנכסי הנקי של הקבוצה.

### גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים מצדו אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

### הצהרת האנליסט

אני, יאיר אביגור, בעל רישיון לניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך מס' 11343, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יאיר אביגור

### הערה משפטית

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה ע"י מחלקת שוק ההון בחטיבת מחקר כלכלי ואסטרטגיה בחברת תבור כלכלה ופיננסים. מסמך זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 בלבד. דו"ח זה מבוסס על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע ציבוריים הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה היא כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונותם.

הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו המלצה ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר. הניתוח אינו מהווה צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו בלבד. החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו.

חברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ ("תבור"), חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה. תבור ותאגידים מקבוצת תבור עוסקים בייעוץ כלכלי ואסטרטגי, ניהול פרויקטים, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות, מחקר וייעוץ למוסדיים בשוק ההון ופעילות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתבור ותאגידים מקבוצת תבור, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו ו/או ימכרו ו/או יפיצו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תבור יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ו/או מוכרו ו/או מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון.

סוף מסמך

תבור כלכלה ופיננסים – מחלקת שוק ההון - מיועד לפעילות פנים בלבד