

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

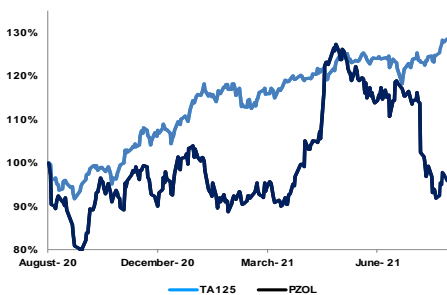
1.9.202

פז: משקיעה את האנרגיה בקמעונאות

פז נפט - קניה

המלצה	פער כלכלי (אחוזים)	מחיר יעד למניה (₪)	שווי שוק למניה (₪)
BUY	35%	440	330

גרף מניה/מדד (12 חודשים)



מחלקת מחקר מניות

- אייל דבי | מנהל מחקר מניות
eyald@bll.co.il
- אלה פריד | אנליסטית - אנרגיה
ella.fried@bll.co.il
- מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה
merav@leumipartners.com
- ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן
barry@leumipartners.com
- רוני סלוצקי | אנליסטית - תעשייה
ronis@leumipartners.com
- עומרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה
omril@leumipartners.com
- מעין בק-מרום | אנליסטית - מזון
maayan@leumipartners.com

אג"ח וריביות

דודי רזניק | אסטרטג ריביות
dudir@bll.co.il

מט"ח ונגזרים

קובי לוי | אסטרטג מט"ח
Kobby.levi@bankleumi.co.il

ניירות ערך זרים

גיל דטנר | אסטרטג מניות חו"ל
gil.dattner@bll.co.il

אלה פריד - אנליסטית בכירה

אנו חוזרים לסקר את מניית פז, עם המלצת קנייה ואפ-סייד כלכלי של 34%-50%, בהתאם לתרחישי הנפקת הזיקוק (עמוד 2). נציין כי 22% מהאפ-סייד נגזרים ממודל סכום החלקים המוכר שלנו. האפ-סייד הנותר ייגזר מהשווי הכלכלי שיקבע למגזר הזיקוק והלוגיסטיקה, כך שבחרנו להציג בעמוד הבא את שני התרחישים המשקפים להערכתנו את התמחור האפשרי - תחת מגבלות המידע הקיימות בעת הזו. אנו בחרנו בשלב זה לבסס את מחיר היעד על 34% אפ-סייד מטעמי שמרנות.

הערכת השווי שלנו מתבססת על ההנחות הבאות:

שווי פרש מרקט: עומד על סך של 2.147 מיליארד שקל, על פי שווי העסקה שנחתמה. אנו מניחים בשלב זה שהפרמיה ששולמה מוצדקת, לא בהכרח בגלל הרווחיות הגולמית הגבוהה והחריגה, אלא בשל תפיסת המעמד של קמעונאית מס 2 בישראל, תוך ניצול המותגים של פז ו-YELLOW והיתרון לגודל מול הספקים.

שווי עודף לנדל"ן: לא הענקנו את מלוא השווי בספרים, אך הגדלנו את הפרמיה לנדל"ן לכדי 420 מ' ש' (אולי באופן שמרני), בשל סימון 23 אתרים, קיום מכרז לגורמים מובילים בענף לשיתופי פעולה ועליית השווי ההוגן בספרים.

הכרזה על פיצול בית הזיקוק (עמוד 2): נציין שוב, הניתוח שלנו מבוסס על מידע חלקי ואינו כולל נקודות משמעותיות כמו דרישות רגולטוריות להיקף ההפעלה של מפעל חיוני, קריטריונים נדרשים, דרישות הון עצמי, צורך בערבויות ועוד. החברה פרסמה הערכת שווי של BDO, המעניקה למגזר שווי של כ-700 מ' ד'. אומדן השווי שלנו בתרחישים השונים, נמוך בהרבה ועומד על 120-280 מ' דולר. אומדן זה נובע מהקושי למצוא רוכשים לזיקוק לאורך תקופה, והעיתוי המתוכנן של ההנפקה - בעיצומו של שפל מחזורי. לפי גישת השוק, מכפילי הרווח של בתי זיקוק רלבנטיים להשוואה נעים בין 3.5-5.0 EBITDA/EV X. הפוטנציאל הנדלני העצום, הטמון בשווי המגרש של בית הזיקוק, נלקח במודל שלנו כערך גרט בלבד - בשל העובדה שלא נעשה בו שימוש והוא צפוי לצאת מפז יחד עם תחנות הכוח והניפוק.

נזילות בית הזיקוק המונפק: נזילות זו קריטית ביציאה לעצמאות, בפרט בשל הקוּטן היחסי והעובדה שהמגזר מונפק בזמן שאינו מצליח להתאזן. כידוע, ענף הזיקוק הגלובאלי נמצא בחזית הפגיעות של מגפת הקורונה. בנוסף, התפתחויות אקלימיות והסנטימנט האנטי-פוסילי עשויים להביא להתעצמות דרישות ה-ESG ולהגדיל בכך את החוב הפיננסי ברוטו ונטו (לפי הערכה שלנו חוב פיננסי נטו יעלה בין 100 ל-60 מ' ד'). מעמדה העצמאי של החברה וודאי לא צפוי לשפר את עלויות המימון שלה ואת הדירוג.

תוצאות הרבעון

פז רשמה גם ברבעון זה הפסד נקי מאוחד מתואם, של 35 מ' שקלים, שנבע מהפסד מגזר הזיקוק והוצאות מימון גבוהות בגין שערך נכסים פיננסיים. ה-EBITDA המנוטרל המאוחד עמד על 183 מ' ש"ח (127 מ' ש"ח מנוטרל IFRS16). תוצאות שאר המגזרים היו טובות או יציבות.

מגזר הקו"מ: במחצית הראשונה של שנת 2021 רשם מגזר הקו"מ EBITDA מתואם (כולל השפעת IFRS) של 265 מ' ש' ו-EBITDA מתואם בניטרול IFRS של 182 מ' ש'. תוצאות המגזר ברבעון השלישי צפויות להיות חזקות מאוד בשל העומס בכבישים וריבוי הנופשים בארץ.

תוצאות מגזר התעשייה היו נמוכות משמעותית מהצפי, בשל ירידה חדה ברווח התפעולי של פזגז, שצנח ב-33% לכדי 22 מ' ש"ח בלבד. התוצאה הושפעה ממזג האוויר ומפתיחת המשק ומקומות ההסעדה. להערכתנו, בנוסף לכך חלה ירידה

מסוימת במרווחי ה-LPG. יתר חברות התעשייה רשמו ביצועים יציבים (למעט נכסי שירותי תעופה).
 מגזר הזיקוק והלוגיסטיקה חושפע מהנצילות הנמוכה, מהתגודתיות במרווחי הייחוס וממרווחי החשמל שנחלשו ומתקלה בחשמל שתוקנה.
חטיבת שוקי הון גילוי נאות בעמוד 5

חדר עסקאות

Sum-of-the-Parts

אומדני שווי: מניית פז לפי מודל סך חלקים ומגזר הזיקוק, הלוגיסטיקה וניפוק לפי גישת השוק

פעילות	רווח תפעולי	מכפיל	שווי פעילות מ' ש'
קו"מ	300	13	3,900
פרשמרקט לפי שווי העסקה			2,147
נדל"ן תפעולי קיים	94	11.5	1,020
השבחת נדל"ן עתידית שלב א'			420
תעשיות כולל פזקר	220	12	2,640
שווי פעילות עתידי SOTP לפני מס וחוב			8,830
שווי פעילות ללא השפעת פרשמרקט לאחר מס		16%	6,703
חוב פיננסי נטו			2,629
שווי פעילות SOTP אחרי מס וחוב			4,074
שווי שוק			3,230
אפ-סייד למניית פז לעם שווי 0 למגזר הזיקוק			26%
אפ-סייד כולל ללא מס דיבידנדים לפי תרחיש חיובי שלנו לפיצול			54%
אפ-סייד אחרי מס של 25% על הדיבידנד בתרחיש חיובי שלנו בעין של מניחה 47%			47%

רית הזיקוק כולל חשמל ומתקני ניפוק	לפי מכפיל EV/BITTDA	שווי פעילות
מ' ש'	מכפיל*	מי ש'
146	5	730
ה-EBITDA הממוצע 5 שנים		390
ערר גרט נדלני 18 שנה		-210
עליה חזויה בחוב פיננסי נטו		
שווי מגזר הזיקוק בפיצול לפני מס לפי מכפיל 5		910
אחרי מס בחלוקה כדיבידנד בעין		683

תרחיש שלילי

ה-EBITDA הממוצע 5 שנים	146	3.5	511
ערר גרט 18 שנה			200
עליה חזויה בחוב פיננסי נטו			-330
שווי מגזר מפוצל לפני מס			381
אפ-סייד לפי תרחיש פיצול זהיר ללא מס דיבידנדים			34%
אפ-סייד לפי תרחיש פיצול שלילי עם מס של 25% על הדיבידנד 25%			31%

השיערוך מתבסס על העצמת האי-וודאות והחסרון לגודל עם הניתוק מפז, הותרת הרגולציה המגבילה ככל הנראה, עיתוי ההנפקה בשפל סיקליקלי, הצורך בהשקעות, עליה בחוב פיננסי נטו, עליית ה-KD וספק ביחס לפרוטנציאל מכירת נכסים תפעוליים ונדל"ניים קיימים, כל עוד החברה תפעולית (מפעל חיובי), נציין שמכפילי בתי זיקוק בפרופיל דומה באירופה עומדים כעת במכפיל X3.5-5 וגם בז"ן נסחרת כעת במכפיל 5 עם אפ-סייד משמעותי לצד איומי הווריאנטים. נציין שאנו מנטרלים את הלוואת הבעלים שהעניקה פז לבז"א

מקור הנתונים: דוחות החברה, הנחות לאומי שוק הון

מכפילי רווחיות של בתי זיקוק בקבוצת ההשוואה ל-12 חודשים

Name	Mkt Cap (USD)	P/E TTM	Est P/E Current Yr	P/E FY1	P/E FY2	EV/EBITDA TTM
Median	2195.72	8.08	8.73	8.73	8.96	4.28
SARAS SPA	802.10					3.68
POLSKI KONCERN NAFT	8340.74		7.69	7.69		4.07
MOTOR OIL (HELLAS) SA	1819.53	9.62	9.35	9.35		8.38
GRUPA LOTOS SA	2833.63	6.55	8.12	8.12		4.28

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

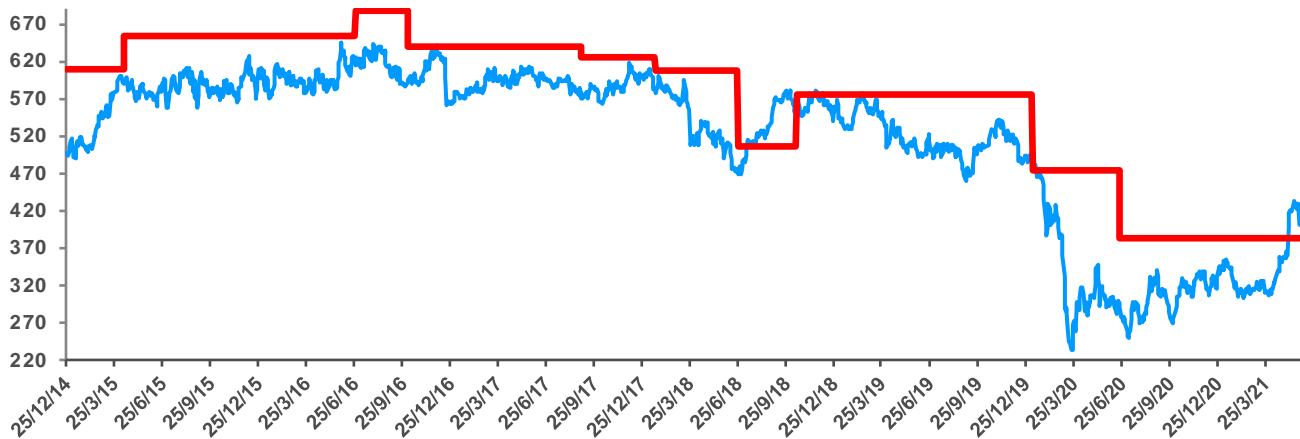
פז תחזית 2021

	2017a	2018a	2019a	2020IFRS	2021IFRSE
מרווח אורל \$ חבית	5.3	4.6	1.4	-0.2	1.2
KBC	5.9	4.4	5	1.4	2.4
מרווח פז \$ חבית	8.9*	7.5	5.9	4.8	4.5
פז קו"מ IFRS Adj. EBITDA			525	484	528
תפעולי מתואם חדש (ללא נדל"ן וחכירות)		305	316	248	292
פחת והפחתות מדווח		76	209	236	236
פז קו"מ דיווח קודם כולל נדל"ן לפני IFRS Adj. EBITDA	519	381			
תפעולי מתואם לפני IFRS 16 ^	415	412			
מגזר הנדל"ן Adj. EBITDA		138	138	151	151
חכירות				16	16
רווח תפעולי	96	119	126	97	105
פחת לפי שיטה חשבונאית ישנה שיעור פחת והפחתות קו"מ + נדל"ן ללא חכירות (שחטה קודמת)	29%	27	56	46	
מגזר הזיקוק ולוגיסטיקה	104	108	105	135	135
מגזר הזיקוק ולוגיסטיקה Adj. EBITDA	347	338	146	-107	-61
תפעולי מתואם	180	130	-74	-346	-300
חכירות בתפעולי					
פחת והפחתות שיטה חשבונאית ישנה	54%	208	237	239	242
נקודת איזון במגזר הזיקוק	\$6.6	\$6.5	\$6.0	7.8\$	6.8\$
מגזר התעשייה Adj. EBITDA	253	240	252	271	271
חכירות				9	
תפעולי מתואם	206	194	206	216	200
*פחת לפי שיטה חשבונאית ישנה-בארז		54	54	55	55
פחת והפחתות+התאמות *	17%	47	46	28	28
מטה והוצאות לא מקצות **	-69	-1	-86	-78	-70
רווח תפעולי מתואם מאוחד		657	448	146	
IFRS אחרי השפעת 16 Adj. EBITDA				721	819
EBITDA net of * Adj. EBITDA ה-EBITDA המאוחד בניטרול מרבית השפעת זכות שימוש ו-IFRS 16	1033	1029	817	492	518
פחת כולל השפעות זכות שימוש ועוד	354	367	577	603	603
פחת מאוחד ללא חכירות IFRS	354	372	379	385	387
השקעות הון	598	372	313	250	435
חוב פיננסי נטו	2,620	2,220	2,346	2,733	2,630

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

תיעוד המלצות



— Pzol — Target price

Date	TP	Recommendation
06/01/2015	610.00	Market Perform
02/06/2015	610.00	Market Perform
13/04/2016	655.00	Outperform
22/06/2016	688.00	Outperform
29/09/2016	640.00	Market Perform
09/04/2017	640.00	Market Perform
12/06/2017	640.00	Market Perform
30/08/2017	625.00	Equalweight
19/01/2018	607.00	Equalweight
21/03/2018	607.00	Equalweight
24/06/2018	507.00	Equalweight
25/06/2018	508.00	Equalweight
26/06/2018	509.00	Equalweight
27/06/2018	510.00	Equalweight
28/06/2018	511.00	Equalweight
29/06/2018	512.00	Equalweight
04/01/2019	475.00	Equalweight
20/03/2020	NA	Equalweight
06/04/2020	384.00	Outperform
22/06/2020	384.00	Overweight
20/08/2020	384.00	Outperform
06/12/2020	384.00	Outperform
06/04/2021	384.00	Outperform
09/05/2021	384.00	Outperform
1/06/2021	Suspended	coverage



חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

גילוי נאות מיאון אחריות:

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי שוקי הון ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשוי להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כיעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת ההחלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי שוקי הון ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדרך כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי שוקי הון, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי שוקי הון במישרין.

אני, אלה פריד, העובד/ת בבנק לאומי לישראל בע"מ, רח' יהודה הלוי 35 מס' טלפון 076-8858553, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק. ניירות ערך אלה

התגובה הוכנה בתאריך 30 אוגוסט 2021

תודת עסקאות

פוחסמה בתאריך 2 ספטמבר 2021
עבודה זו מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייצוא ושיווק השלמות ובניהול חיקי
השקעות, תש"ה - 1993. אין להפיץ, להעביר, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעמוד זה ללא קבלת אישור מורכב.

מראש ובכתב.



חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

חדר עסקאות – ענף מסחר בניירות ערך

רוני גיטלין

מנהל ענף מסחר בניירות ערך

03-5112605

Rony.gitlin@bankleumi.co.il

דסק מניות ונגזרים

דניאל רפפורט

מנהל הדסק

03-5112606

Isequity@Bankleumi.co.il

סער גולן

סוחר

03-5112606

Isequity@Bankleumi.co.il

דסק אג"ח

שחר ליבוביץ

מנהל הדסק

03-5112602

Isbond@Bankleumi.co.il

גיא גיל כהן

סוחר

03-5112606

Isbond@Bankleumi.co.il

דסק השאלות

דוד רובינשטיין

מנהל הדסק

03-5112605

isseclen@Bankleumi.co.il

גיא גזית

סוחר

03-5112605

isseclen@Bankleumi.co.il

שרון כתב

סוחר

03-5112605

isseclen@Bankleumi.co.il

מזי שמחוני לריה

סוחרת

03-5112602

Isequity@Bankleumi.co.il

מעוז הראל

סוחר

03-5112606

Isequity@Bankleumi.co.il

שני סלוקי

סוחרת

03-5112606

Isequity@Bankleumi.co.il

מיכאל סברדליק

סוחר

03-5112605

Isbond@Bankleumi.co.il

דניאל שרמן

סוחר

03-5112606

Isbond@Bankleumi.co.il

מיכל קלוג-גלנטי

סוחרת

03-5112606

Isbond@Bankleumi.co.il

אין למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה, את המידע שלעיל או חלקים ממנו. אין לראות באמור לעיל תחליף לשיקול דעתך העצמאי או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות או ייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. יצוין כי כל החלטה בקשר עם האמור לעיל (כולו או חלקו) תתקבל ותבוצע על ידך באחריותך המלאה.

המידע נמסר על סמך נתונים ופרטים עדכניים נכון למועד שליחתו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. תחזיות בדבר מגמות עתידיות עשויות שלא להתממש, בין היתר, משום שהן מבוססות על מידע צופה פני עתיד. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לבין התוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב לעדכן את המידע ו/או להודיע בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. אין לראות במידע האמור משום התחייבות מצד הבנק לביצוע עסקה ו/או לתנאי עסקה.

אין לראות במסמך זה משום המלצה בנושאי מיסוי ו/או רישום חשבונאי. מכשירים פיננסיים נגזרים כרוכים בסיכון מיוחד ובהם פועל הבנק כמשווק, באופציות ובחוזים עתידיים הבנק עוסק בשיווק השקעות. הבנק הינו בעל זיקה לנכסים האמורים ויש לו אינטרס כלכלי בשיווקם.

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל: bll.unsubscribe@bankleumi.co.il

