

בז"ן – תגובה לדוח רבעון שלישי 2024

המרווחים עדיין גבוהים אבל השיפוך וסביבת הביקושים הביאו לרבעון חלש

לירן לובלין, מנהל מחלקת מחקר

Liran_l@ibi.co.il

03-5193430

בזן

תשואת יתר 1.35 ₪

בן מול מדד ת"א 125 שנה אחרונה



נתונים עיקריים

₪	0.93	מחיר שוק
₪	1.35	מחיר יעד
	45%	אפסייד
₪	2,898.38	שווי שוק
₪	1.28	גבוה 52 שבועות
₪	0.82	נמוך 52 שבועות
	15.08%	תשואת דיבידנד
\$/bbi	8.9	מרווח זיקוק רבעון אחרון
		נתונים פיננסיים
	1.18	בטא
	7.38x	מכפיל רווח
	-11.8%	תשואה מתחילת שנה
	6%	תשואה להון

Q3-24A	מיליוני \$	
17.5		מרווח סולר (\$ לחבית)
8.9		מרווח זיקוק בז"ן (\$ לחבית)
63		EBITDA זיקוק (מנוטרל)
1		EBITDA פולימרים (כולל דוקור)
6		EBITDA אחרים
70		סה"כ מאוחד

בז"ן פרסמה ביום חמישי את התוצאות לרבעון השלישי שהיה מעט מאכזב (אך צפוי) עם 70 מיליון דולר EBITDA ברבעון, והפסד נקי של 15 מיליון דולר שנשענו על מרווח זיקוק מנוטרל של 8.9 דולר לחבית ועל השפעות של המשך השיפוך במתקן הזיקוק העיקרי (מז"ג 4) שחזר לפעילות רק בסוף חודש יולי. מרווח היחוס שוב ירד אך עדיין מדובר במרווחים גבוהים בראיה היסטורית.

אלמלא השיפוך, ה-EBITDA המנוטרל המאוחד היה נאמד בכ-86 מיליון דולר (מתוכם כ-77 מיליון דולר במגזר הזיקוק וכ-3 מיליון דולר במגזר הפולימרים). בסה"כ בז"ן מסכמת רבעון עם הפסד שמקורו בירידת מחיר הברנט וכמובן השיפוך. לא נעים אבל לא נורא.

מגזר הזיקוק עם רבעון חלש ברקע למרווחים שמתכווצים והשפעות השיפוך

החברה הציגה מרווח זיקוק מנוטרל של \$8.9 לחבית ברבעון השלישי, אל מול \$10.3 ברבעון הקודם. מרווחי הסולר היו כאמור נמוכים מרבעונים קודמים ועמדו על 17.5 דולר לחבית (אל מול 20.7 ברבעון הקודם). בעקבות ההדממה של מתקן מז"ג 4 לצורך השיפוך, ירדה הניצולת של בית הזיקוק ל 73% בלבד - אלמלא השיפוך היה עומד שיעור הניצולת על 82%. השפעת השיפוך על הרווח היתה בהיקף של 16 מ' ₪ ברבעון. בראיה לרבעון הבא, מרווחי הסולר עלו מעט ומרווחי הבנדין המשיכו במגמת הירידה כך שאנו מעריכים שבז"ן תציג רבעון טוב יותר במגזר הזיקוק.

מגזר הפולימרים – תרומה זניחה לתוצאות וירידה במרווחים ברבעון 4

הציג גם כן ירידה בתוצאות אל מול הרבעון הקודם וזאת על אף עליה במרווחים. מרווח הפוליפרופילן עמד על 651 דולר לטון והפוליאתילן עלה ל-690, רמות נמוכות מאוד ביחס לעבר אך למרות המרווחים הנמוכים בז"ן מצליחה להציג רבעון עם EBITDA של מיליון ד' לרבעון השלישי – הטיפול התקופתי גרע כ 2 מיליון דולר מהתוצאות של המגזר ברבעון. נציין כי בסמוך למועד אישור הדוח ירדו מרווחי הפוליפרופילן והפוליאתילן לרמה של 571 וכ-603 דולר לטון, כך שנצפה להפסד במגזר ברבעון הבא.

המרווח יורד והרעב לגידור גדל

ברבעון השלישי 2024 הכירה החברה ב-EBITDA המנוטרל ברווח בגין מימוש עסקאות לגידור מרווח הזיקוק בסך של כ-7 מיליון דולר (כ-0.5 דולר לחבית). בנוסף, בוצע נטרול בגין הרווח הנבע מהעסקאות העתידיות לגידור מרווח הזיקוק של כ-8 מיליון דולר ב-EBITDA המנוטרל של החברה לרבעון שלישי. בנוסף להגנות לשנת 2024 על 9.5 מיליון חביות לפי מרווח של כ-11 דולר לחבית. החברה עדכנה כי לאחר מועד הדוח היא התקשרה בעסקאות גידור לשנת 2025 בהיקף של 3.5 מיליון חביות לפי 11 דולר לחבית והיא שואפת להגדיל את היקף הגידור ל 2025 ל-20% מהייצור.

מסקנות והמלצות

התוצאות של בז"ן לרבעון השלישי של השנה היו חלשות, והצפי הוא לרבעון רביעי עם מגמות דומות אבל עם שיעור ניצולת גבה יותר. שנת 2023 אמנם לא תחזור אבל שנת שיפוך עם הערכה ל-EBITDA מנוטרלת של 350-400 מ' דולר היא לא תוצאה רעה בכלל. עדכנו מעט את מודל הערכת השווי במגזר הפולימרים והנחנו המשך ירידה במרווח הזיקוק ב-2025. אנו מורידים מעט את מחיר יעד ל 1.35 ₪

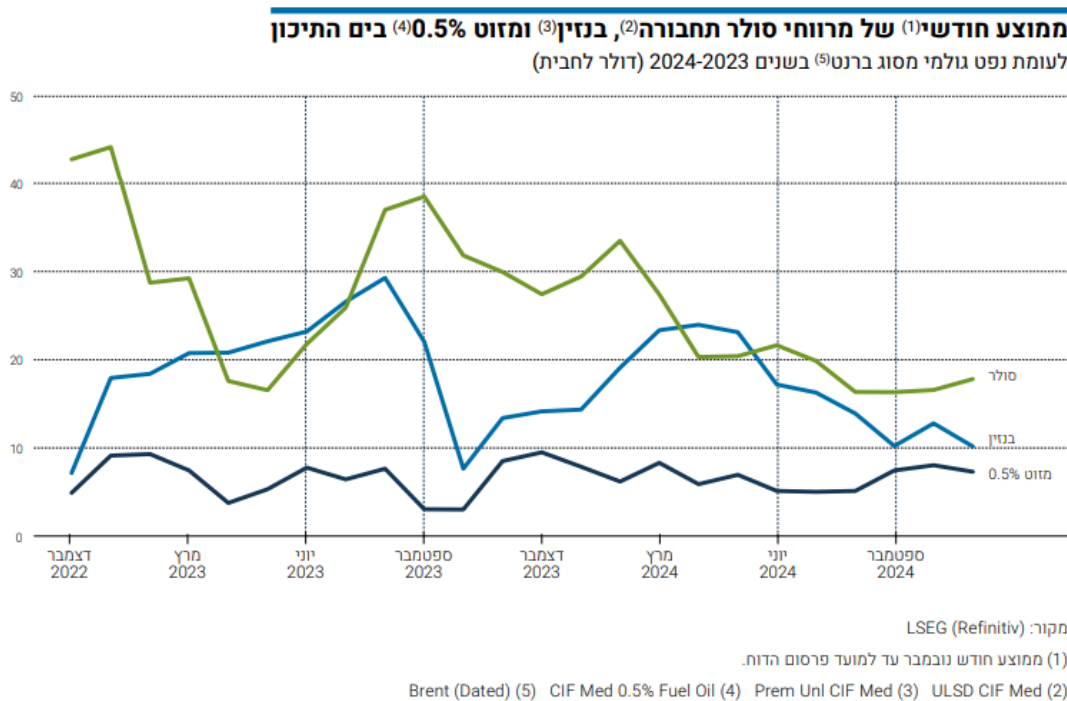
למניה ושומרים על המלצת תשואת יתר.

ללקוחות כשירים בלבד

תוצאות הרבעון השלישי

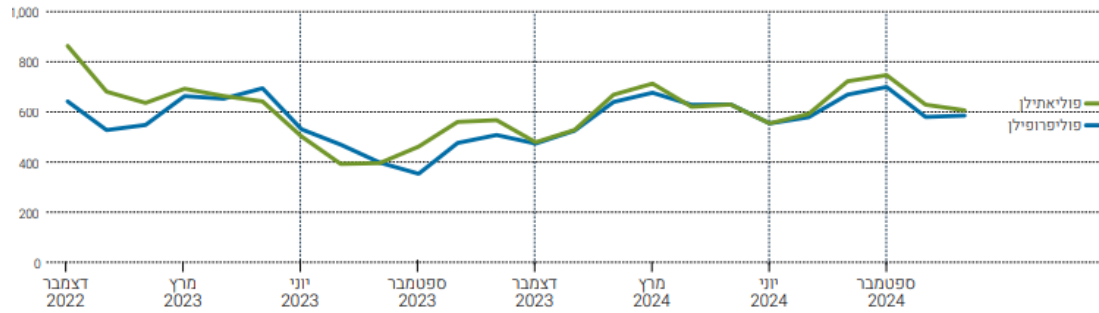
החברה הציגה מרווח זיקוק מנוטרל של \$8.9 לחבית ברבעון השלישי, אל מול \$10.3 ברבעון הקודם. מרווחי הסולר היו כאמור נמוכים מרבעונים קודמים ועמדו על 17.5 דולר לחבית (אל מול 20.7 ברבעון הקודם). בעקבות ההדממה של מתקן מז"ג 4 לצורך השיפוץ ירדה הניצולת של בית הזיקוק ל 73% בלבד - אלמלא השיפוץ היה עומד שיעור הניצולת על 82%. כמובן שלשיפוץ יש השפעה על התוצאות של מגזר הזיקוק אך גם לירידה בביקושים בשוק המקומי יש השפעה לא מבוטלת ובגדול ניתן לומר שמתחילת המלחמה בז"ן חווה תקופה לא פשוטה בגזרת הביקוש שמחייבת אותה לבצע אופטימיזציה לתמהיל התזקימים ומכאן גם הצפי להמשך שיעור נצילות נמוך ברבעון הרביעי.

בסה"כ ה-EBITDA המנוטרל של מגזר הזיקוק עמד על 63 מיליון דולר ברבעון אל מול 78 מיליון דולר ברבעון הקודם.



מגזר הפולימרים, הציג גם כן ירידה בתוצאות אל מול הרבעון הקודם וזאת על אף עליה במרווחים. מרווח הפוליפרופילן עמד על 651 דולר לטון והפוליאתילן עלה ל-690, רמות נמוכות מאוד ביחס לעבר אך למרות המרווחים הנמוכים בז"ן מצליחה להציג רבעון עם EBITDA של מיליון ד' לרבעון השלישי – הטיפול התקופתי גרע כ-2 מיליון דולר מהתוצאות של המגזר ברבעון. נציין כי בסמוך למועד אישור הדוח ירדו מרווחי הפוליפרופילן והפוליאתילן לרמה של 571 וכ-603 דולר לטון, כך שנצפה להפסד במגזר ברבעון הבא.

ממוצע חודשי(1) של מרווחי הפולימרים לעומת נפטא בשנים 2023-2024 (דולר לטון)



מקור: ICIS
(1) ממוצע חודש נובמבר עד למועד פרסום הדוח.

מגזר האחרים, תרם 6 מיליון דולר והביא את ה-EBITDA המנוטרל המאוחד של החברה ל 70 מיליון דולר לרבעון השלישי.

השפעת הגידורים

ברבעון השלישי 2024 הכירה החברה ב-EBITDA המנוטרל ברווח בגין מימוש עסקאות לגידור מרווח הזיקוק בסך של כ-7 מיליון דולר (כ-0.5 דולר לחבית). בנוסף, בוצע נטרול בגין הרווח הנבע מהעסקאות העתידיות לגידור מרווח הזיקוק של כ-8 מיליון דולר ב-EBITDA המנוטרל של החברה לרבעון שלישי. בנוסף להגנות לשנת 2024 על 9.5 מיליון חביות לפי מרווח של כ-11 דולר לחבית. החברה עדכנה כי לאחר מועד הדוח היא התקשרה בעסקאות גידור לשנת 2025 בהיקף של 3.5 מיליון חביות לפי 11 דולר לחבית. בשיחת הוועידה ציינה הנהלת החברה כי היא שואפת להגיע להיקף גידור של 20% מהייצור ל 2025.

מבט להמשך השנה ומסקנות

התוצאות של בד"ן לרבעון השלישי של השנה אמנם היו חלשות והביאו לירידה חדה במחיר המניה אך בראיה שנתית (שנת שיפוץ) התוצאות לא רעות בכלל. בד"ן צפויה לסגור שנה עם EBITDA מנוטרלת של 350-450 מ' דולר ותמשיך לחלק רווחים נאים לבעלי המניות. ראינו את המניה יורדת בגלל עלייה בפרמיית הסיכון עם התחממות הגזרה הצפונית והתרחבות טווח ירי הטילים מלבנון אך בניגוד לכלל השוק, המניה לא הגיבה בצורה דומה לאפשרות של הסדרה בצפון ולא היתה שותפה לאופטימיות בשוק ורק זו לבד סיבה להערכה שלנו שהמניה מתומחרת בחסר. עדכנו מעט את מודל הערכת השווי במגזר הפולימרים והנחנו המשך ירידה במרווח הזיקוק ב-2025. אנו מורידים מעט את מחיר יעד ל 1.35 ש למניה ושומרים על המלצת תשואת יתר.

הודעת גילוי

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על-ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל - אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות כשירים בלבד. אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן שכן, מובא חומר מסייע למטרות אינפורמטיביות בלבד ואין לראות בו כמידע עובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים הנזכרים בו. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור, בין היתר, על-ידי החברה הנסקרת בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים.

במועד פרסום עבודה זו, שרותי בורסה ו/או מי מקבוצת אי.בי.אי בית השקעות בע"מ ("אי.בי.אי") ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים.

יובהר, כי אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לכותב המאמר ולחברת שרותי בורסה אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בבטיחות הנדרש מבעל רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. קבוצת אי.בי.אי, עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום דבר פרסומי ותוכן המסמך הינו רכוש הבלעדי של שירותי בורסה. אין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של שירותי בורסה.