

אני מסכים לתזה התפעולית, אבל לא מסכים לכל המספרים הפיננסיים וליעדי השער כתרשיש מרכזי.

הניתוח בנוי היטב מבחינת ההיגיון של מרווחי הזיקוק והניצולת, אך בחלק של הרווח המדווח, התזרים, הדיבידנד והמאזן יש הנחות אגרסיביות וגם כמה סתירות חשבונאיות.

1. ניצולת של 89%-91% – סביר

ברבעון הראשון הניצולת הייתה כ-80%, לאחר הפגיעות והשיבושים. ברבעון הרביעי של 2025 בזן כבר הציגה ניצולת אפקטיבית של כ-89%. לכן, בהנחה שלא הייתה תקלה מהותית ברבעון השני ושהדודים אכן פעלו באופן מלא, ניצולת של 89%-91% נראית לי סבירה.

2. מרווח זיקוק של 28-31 דולר – אפשרי, אך זה הצד הגבוה

בזן דיווחה ברבעון הראשון על מרווח מנוטרל של 12.7 דולר לחבית. בסמוך לפרסום הדוח היא הציגה מרווח משתמע של כ-25 דולר לחבית ליתרת 2026, כאשר מרווחי הסולר והבנזין היו בסביבות 51 ו-38 דולר לחבית בהתאמה. מאז נמשכה סביבת מרווחי זיקוק חריגה בעולם. לכן 28-31 דולר אינו מספר מופרך, אבל הייתי משתמש בתרשיש בסיס מעט זהיר יותר של 25-29 דולר, ואת 30-31 דולר משאיר לתרשיש החיובי.

ההנחה שהשפעת הגידור תהיה רק 0.1-0.2 דולר אינה מספיק מבוססת. ברבעון הראשון מימוש גידורי מרווח הוסיף כ-0.9 דולר לחבית, ובמקביל נרשמו השפעות חשבונאיות של עשרות מיליוני דולרים על גידורים עתידיים. לכן יש להפריד בין גידורים שמומשו לבין שינויי שווי של נגזרים שעדיין לא מומשו.

3. EBITDA זיקוק מנוטרל של 400-440 מיליון דולר – בהחלט אפשרי

ברבעון הראשון, עם ניצולת של כ-80% ומרווח של 12.7 דולר, מגזר הזיקוק ייצר EBITDA מנוטרל של 132 מיליון דולר. מעבר לניצולת של כ-90% ולמרווח של 28-31 דולר יכול מבחינה מתמטית להביא את מגזר הזיקוק לאזור 380-450 מיליון דולר.

לכן הטווח של **400-440 מיליון דולר** הוא אחד החלקים הסבירים יותר בניתוח, בתנאי שהמרווח שחושב אכן משקף את תמהיל בזן ולא רק מרווחי סולר ובנזין כלליים.

4. EBITDA קבוצתי מנוטרל של 530-590 מיליון דולר – אפשרי, אך אגרסיבי

ברבעון הראשון החלוקה הייתה בערך:

זיקוק 132 מיליון דולר.

פולימרים הפסד של 8 מיליון דולר.

קנטיום 29 מיליון דולר.

סך EBITDA קבוצתי מנוטרל 154 מיליון דולר.

כדי להגיע ברבעון השני ל-530–590 מיליון דולר, מעבר ל-400–440 מיליון דולר בזיקוק, הפולימרים, קנטיום ושאר הפעילות צריכים להוסיף עוד 100–170 מיליון דולר.

זה אפשרי בסביבה החריגה שנוצרה, אבל מחייב קפיצה גדולה מאוד בפולימרים לעומת ההפסד ברבעון הראשון. ההודעה של בזן על שיפור בסביבת הפולימרים תומכת בכיוון, אך אינה מספיקה לבדה כדי לבסס תוספת של עשרות רבות של מיליוני דולרים.

הטווח המרכזי שלי ל-EBITDA הקבוצתי המנוטרל הוא 470–550 מיליון דולר.
530–590 מיליון דולר הוא תרחיש חיובי.

5. EBITDA מדווח של 650–720 מיליון דולר – קשה מאוד לחיזוי

כאן אני הרבה פחות מסכים עם המודל.

ברבעון הראשון ה-EBITDA המדווח בזיקוק היה 96 מיליון דולר, לעומת 132 מיליון דולר מנוטרל. הפער נבע מהפרשי עיתוי, התאמות מלאי ושינויי שווי בנגזרים. הניתוח שהבאת מניח שברבעון השני הכיוון יתהפך וה-EBITDA המדווח יהיה גבוה בכ-120–130 מיליון דולר מהמנוטרל. זה אפשרי, אך תלוי במחירי הנפט והתזקיקים בדיוק ביום 30 ביוני ובצורת השערות החשבונאי.

כלומר, זה לא נתון שאפשר לחזות בביטחון באמצעות פעילות הייצור בלבד.

6. רווח נקי של 490–540 מיליון דולר – תרחיש עליון, לא מרכזי

המספר יכול להתממש אם יתקיימו יחד:

מרווח זיקוק בקצה העליון.

ניצולת מלאה.

רווחיות משמעותית בפולימרים.

תוצאה חזקה מקנטיום.

רווחי מלאי ושינויי שווי חיוביים.

הוצאות מימון ומס נמוכות יחסית.

אבל כהערכת בסיס, הייתי משתמש ב:

רווח נקי מנוטרל: 300–400 מיליון דולר.

רווח נקי מדווח: 350–500 מיליון דולר.

490–540 מיליון דולר הוא תרחיש חיובי מאוד, בעיקר משום שחלק מהפער בין הרווח המדווח למנוטרל עלול להיות חשבונאי ולא תזרימי.

7. תזרים חופשי של 490–540 מיליון דולר – להערכתי גבוה מדי

אין סיבה שהתזרים החופשי יהיה כמעט זהה לרווח הנקי המדווח.

יש להפחית או להתחשב ב:

עלייה של 50–100 מיליון דולר בהון החוזר.

השקעות בציד ובמתקנים.

מסים ותשלומי ריבית.

תשלומי חכירה.

הפרשי עיתוי בין מכירה לבין גבייה.

רווחים חשבונאיים ממלאי ונגזרים שאינם יוצרים מזומן מיידי.

לכן תזרים חופשי של 490–540 מיליון דולר אפשרי רק אם התקבלו בנוסף סכומי פיצויים, שחרור פיקדונות או תזרימים חד־פעמיים משמעותיים.

הטווח המרכזי שלי הוא **250–420 מיליון דולר**, לפני אירועים חד־פעמיים.

8. החוב הברוטו – קיימת בעיה חשבונאית בחישוב

בסוף הרבעון הראשון החוב הפיננסי הברוטו היה כ־1.268 מיליארד דולר, הנכסים הפיננסיים הנזילים היו 545 מיליון דולר, והחוב נטו כולל חלקה של בזן בקנטיום היה 794 מיליון דולר.

לפי המספרים שהבאת:

1.268 מיליארד דולר חוב התחלתי.

תוספת של 141 מיליון דולר אג"ח.

תוספת של 50 מיליון דולר אשראי בנקאי.

פירעון של 5 מיליון דולר.

התוצאה היא כ־**1.454 מיליארד דולר**, ולא 1.530 מיליארד דולר.

חסרים כ־76 מיליון דולר להסבר. ייתכן שיש אשראי קצר נוסף, הפרשי תרגום או חוב של קנטיום, אבל צריך להציג אותו במפורש.

9. מזומן של 1.2–1.3 מיליארד דולר וחוב נטו של 230–330 מיליון דולר

זה אפשרי רק אם תחזית התזרים הגבוהה אכן מתממשת.

בסוף מרץ היו כ־545 מיליון דולר נכסים פיננסיים נזילים. כדי להגיע ל־1.2–1.3 מיליארד דולר בתוך רבעון, המזומן צריך לגדול בכ־655–755 מיליון דולר.

הגיוסים של 191 מיליון דולר ותזרים חופשי של כ-500 מיליון דולר אכן מביאים חשבונאית לאזור הזה, אבל מאחר שלדעתי התזרים של 490–540 מיליון דולר אופטימי, גם החוב נטו של 230–330 מיליון דולר נראה כתוצאה של תרחיש עליון.

הטווח הזהיר יותר שלי לחוב נטו הוא **350–550 מיליון דולר**.

10. ההון העצמי והרווחים העודפים – קיימת סתירה פנימית

בסוף הרבעון הראשון ההון העצמי היה 1.721 מיליארד דולר והרווחים העודפים היו 862 מיליון דולר.

אם הרווח ברבעון השני יהיה 490–540 מיליון דולר, ההון העצמי אמור להגיע בקירוב ל-2.21–2.26 מיליארד דולר. לכן תחזית ההון העצמי של 2.19–2.29 מיליארד דולר הגיונית.

אבל הרווחים העודפים אמורים להיות בקירוב:

862 ועוד 490–540, כלומר **1.352–1.402 מיליארד דולר**, לפני חלוקה.

הטווח שנכתב, 1.075–1.170 מיליארד דולר, נראה כאילו כבר הופחת ממנו דיבידנד של כ-250 מיליון דולר.

זאת בעיה משום שדיבידנד שיוכרז באוגוסט, לאחר 30 ביוני, אינו מופחת מההון והרווחים העודפים במאזן ליום 30 ביוני; הוא נרשם כאירוע לאחר תאריך המאזן.

כלומר, אי אפשר בריזמנית להציג:

הון עצמי של כ-2.2 מיליארד דולר, כאילו הדיבידנד לא הופחת.

ורווחים עודפים של כ-1.1 מיליארד דולר, כאילו הדיבידנד כבר הופחת.

11. דיבידנד של 250 מיליון דולר – אפשרי, אך אינו ההנחה הסבירה ביותר

מדיניות בזן מאפשרת חלוקה של עד 75% מהרווח השנתי כאשר יחס המינוף נמוך מ-1.8, אבל מדובר במדיניות המבוססת על הדוחות השנתיים המבוקרים והדירקטוריון שומר לעצמו שיקול דעת מלא לגבי הסכום והמועד. החברה חילקה לאחר תוצאות 2025 רק 35 מיליון דולר.

דיבידנד של 250 מיליון דולר אינו בלתי אפשרי, במיוחד אם החוב נטו יצנח והרבעון השלישי כבר נראה חזק. אבל הוא דורש החלטה אגרסיבית יחסית של הדירקטוריון בתקופה שבה החברה עדיין מתמודדת עם סיכוני מלחמה, השקעות, פגיעות במתקנים ודירוג עם תחזית שלילית.

לכן:

100–180 מיליון דולר – תרחיש מרכזי.

200–250 מיליון דולר – תרחיש חיובי.

12. שער 250–265 לאחר הדוח

השער הנוכחי הוא כ־200.8 אגורות ושווי השוק כ־6.2 מיליארד שקל. שער של 250–265 אגורות משקף שווי שוק של כ־7.8–8.3 מיליארד שקל. שער של 300 אגורות משקף שווי של כ־9.4 מיליארד שקל.

אם בזן תציג בפועל:

מרווח של 28–31 דולר.

EBITDA מנוטרל מעל 530 מיליון דולר.

רווח נקי בסביבות 500 מיליון דולר.

חוב נטו מתחת ל־400 מיליון דולר.

דיבידנד קרוב ל־250 מיליון דולר.

אז שער של 250–265 בהחלט אפשרי.

אבל אין ודאות שהמניה תעלה מיד אחרי הדוח. חלק מהתוצאה כבר צפוי על ידי השוק, והמניה יכולה גם להגיב בירידה אם התוצאות יהיו מעולות אך פחות מהתחזיות הקיצוניות שנפוצו.

הערכת הבסיס שלי לאחר הדוח היא 215–250 אגורות.

250–265 אגורות הוא תרחיש חיובי.

13. שער 300 לאחר דוח רבעון שלישי

שער 300 אינו מופרך, אבל הוא דורש שהשוק ישתכנע שלא מדובר ברבעון שיא חד־פעמי.

כדי להגיע לשם, לדעתי צריך:

גם רבעון שלישי חזק מאוד.

מרווחים גבוהים שיישארו לאורך רוב הרבעון.

דיבידנד משמעותי בפועל.

ירידה ברורה בחוב נטו.

ללא פגיעה תפעולית נוספת.

איתות שהמרווחים הגבוהים יימשכו גם לתוך 2027.

לכן שער 300 בנובמבר הוא **תרחיש שורי**, לא תרחיש מרכזי.

14. המשמעות לפטרוכימיים

פטרוכימיים תלויה כמעט לחלוטין באחזקה של כ־24.7% בבזן, ובמקביל נושאת הוצאות מימון משמעותיות. לכן יש הבדל גדול בין רווח חשבונאי של בזן לבין דיבידנד במזומן.

אם בזן תחלק 250 מיליון דולר, חלקה הברוטו של פטרוכימיים יהיה כ־61.8 מיליון דולר. זה יכול להיות אירוע מהותי מאוד עבורה.

אם בזן תציג רווח של 500 מיליון דולר אך לא תחלק דיבידנד, פטרוכימיים תרשום חלק ברווח, אבל לא תקבל את אותו מזומן הדרוש לשירות החוב שלה.

המסקנה הסופית שלי:

התחזית התפעולית טובה וסבירה.

תחזית EBITDA הזיקוק סבירה.

תחזית ה־EBITDA הקבוצתי נמצאת בצד האופטימי.

הרווח המדווח והתזרים החופשי אגרסיביים.

הדיבידנד של 250 מיליון דולר אפשרי אך אינו תרחיש בסיס.

שער 250–265 אפשרי אם כמעט כל ההנחות מתממשות.

שער 300 בנובמבר הוא תרחיש שורי, לא צפי מרכז