

קבוצת דלק בע"מ

מעקב | אוקטובר 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

kobir@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות יג, יח, יט, כב, לב, לא, לג) שהנפיקה קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק" או "החברה"), וכן קובעת דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה לד) במחזור שהונפקו על ידי החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
29/09/2021	יציב	A2.il	1105543	יג'
31/10/2022	יציב	A2.il	1115823	יח'
10/11/2022	יציב	A2.il	1121326	יט'
31/12/2021	יציב	A2.il	1106046	כב'
20/02/2025	יציב	A2.il	1134790	לא'
10/07/2019	יציב	A2.il	1138874	לב'
10/01/2022	יציב	A2.il	1138882	לג'
31/12/2028	יציב	A2.il	1143361	לד'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בתיק אחזקות בהיקף משמעותי ומיצוב עסקי גבוה בשוק הגז הטבעי בישראל, באמצעות אחזקה (ישירות ובשרשור) בדלק קידוחים-שותפות מוגבלת (A1.il באופק יציב, "דלק קידוחים" או "השותפות") המחזיקה, בין היתר, בזכויות במאגר הגז המפיק תמור ובמאגר הגז לווייתן המצוי בשלבי פיתוח. דלק קידוחים מימשה חלק מזכויותיה במאגר תמור והיא צפויה לממש את מלוא אחזקותיה במאגר בטווח הזמן הבינוני. מאגר לווייתן מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית בשל המורכבות של חוזי היצוא שנחתמו עד כה לגבי תפוקת המאגר, לרבות בשל סיכונים גיאופוליטיים בקשר לייצוא לירדן ולמצרים. בשלב זה, המאגר עודנו חשוף לסיכון הקמה, אם כי התקדמות ההקמה מפחיתה סיכון זה. פעילות החברה בתחום הגז הטבעי בישראל מהווה גורם חיובי בדירוג בשל היות נכסי הגז נכס בעל חשיבות כלכלית לאומית, בשל הביקושים הגדלים לגז טבעי ובשל חסמי הכניסה הגבוהים וריכוזיות הענף. לצד זאת, עם התחלת ההפקה הצפויה של מאגר לווייתן בשנים 2019-2020 צפויה התחרות במשק הגז להתגבר, כתלות גם בהיקף הסכמי הייצוא שייחתמו עד אז. ההסכמים המותנים שחתמו לאחרונה דלק קידוחים ושותפים נוספים, לרכישת 39% ממניות EMG המחזיקה בצינור הובלת הגז מישראל למצרים נועדו לקדם את אפשרויות הייצוא של החברה. אחזקה אסטרטגית מהותית נוספת הינה Ithaca Energy Inc ("איתקה", 100%) הפועלת בתחום הפקה של גז ונפט באזור הים הצפוני. להערכת מידרוג, פרופיל הסיכון של איתקה גבוה מפרופיל הסיכון הממוצע של תיק האחזקות של קבוצת דלק בשל היותה חברה קטנה בקנה מידה בינ"ל, בעלת עתודות מוגבלות וחשיפה גבוהה ואינהרנטית למחיר הנפט בעולם. העלייה במחירי הנפט מאז רכישת איתקה על ידי החברה מהווה גורם חיובי התומך בפעילותה של איתקה. לאחרונה התקשרה איתקה בעסקה להגדלת זכויותיה ברישיונות נכסי הנפט באזור פעילותה העיקרי GSA באמצעות רכישת חלקה של שותפיה במאגרים ובפלטפורמת ההפקה. להערכת מידרוג, עסקה זו תשפר את מיצובה העסקי של איתקה, עם הגדלת היקף העתודות שבבעלותה וחיזוק מעמדה בתחום האופרציה. עם העברתה של איתקה לבעלותה המלאה של החברה, העמידה החברה ערבות לטובת מממניה של איתקה במידה שתרמה להוזלת עלויות המימון. איתקה צפויה להשלים מהלך של מחזור חלק מהתחייבויותיה בשנה הקרובה. מידרוג מעריכה כי איתקה מהווה עמוד תווך באסטרטגיית החברה להפוך לשחקנית בינלאומית בתחום האנרגיה.

הדירוג מושפע לשלילה מהריכוזיות של תיק האחזקות בתחום האנרגיה בישראל, המהווה מעל למחצית משווי נכסי החברה. אסטרטגיית החברה להתמקד בתחום האנרגיה בישראל ומחוצה לה, המלווה בתוכנית מימושים נרחבת צפויה להגדיל את החשיפה לתחום האנרגיה.

החברה צמצמה את חובה הפיננסי בשנה האחרונה וזה צפוי להוסיף ולקטון עד לתום שנת 2018 נוכח מימושים שבוצעו לאחרונה. למרות זאת, עלתה בשנה האחרונה רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס בין החוב הפיננסי לבין שווי הנכסים (LTV¹), והוא עומד בסמוך למועד דוח זה סביב 52%. יחס זה סביר לרמת הדירוג, תוך שהחברה פועלת בשנים האחרונות להגדלת החשיפה של התיק לתחום האנרגיה המאופיין בתנודתיות גבוהה יותר, על חשבון אחזקות סולידיות יותר. בנוסף, החברה מאופיינת בחלוקת דיבידנדים משמעותית לאורך השנים הנובעת בעיקר מתקבולי החברה ממימושים ומכבידה על מגמת הקטנת החוב. מידרוג הביאה בחשבון בדירוג את מדיניות החברה להוסיף ולהקטין את החוב הפיננסי בטווח הקצר והבינוני, בעיקר באמצעות מימושים נוספים לרבות מימוש האחזקה בגרעין השליטה בחברת הפניקס.

היקף התקבולים הפרמננטיים מחברות מוחזקות נמוך יחסית לצורכי שירות החוב ומגביל את יכולת החברה לצבור מזומנים, והחברה נסמכת במידה רבה על מימוש נכסים ועל גמישותה הפיננסית הגבוהה לצורך שירות החוב. כמו כן מידרוג הביאה בחשבון בדירוג את הניסיון והיכולות הגבוהות של החברה בהשלמת עסקאות מורכבות ועמידה בתוכניות. יחס כיסוי הריבית (ICR), המשקף את היקף ההכנסות השוטפות מהמוחזקות בניכוי הוצאות המטה ביחס להוצאות הריבית צפוי לעמוד בטווח של 1.0-1.5 ואינו בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג. בד בבד, דירוג החברה נתמך לטובה בגמישות פיננסית גבוהה, המושתתת על מרכיב גבוה של אחזקות סחירות ונכסים פנויים משעבוד וכן על רמת מינוף סבירה.

יחס הכיסוי DSCR+Cash המשקף את היחס בין יתרות המזומן, המסגרות החתומות והכנסות הדיבידנדים הצפויות מהמוחזקות (ללא מימושים) לפי תרחיש הבסיס של מידרוג בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לבין שירות החוב (קרן וריבית) הינו סביר ועומד בטווח של 1.0-1.5 בשנים 2018-2019. מידרוג מניחה בסבירות גבוהה מימושים נוספים בטווח הנראה לעין, אולם הם לא נכללו בתרחיש הבסיס של מידרוג מפאת אי וודאות לגבי היקפם ועיתויים וכמו גם ייעוד תמורתם. תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג מביא בחשבון את המקורות והשימושים העיקריים לחברה הצפויים החל מ-30.06.2018 ועד לתום שנת 2019 (שישה רבעונים) וללא הנחת מימושים עתידיים או גיוס חוב בשוק ההון, כדלקמן: *מקורות עיקריים*: מזומן בהיקף של כ-850 מיליון ₪ ליום 30.06.2018, הנחת מידרוג לתקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ-800 מיליון ₪ ותקבולים מפירעון הלוואות מוכר בסך של כ-150 מיליון ₪, תקבולים מעסקאות שהושלמו למכירת מניות פניקס אחזקות (בניכוי מזומנים משועבדים לטובת עסקאות החלף) וכן תקבולים ממכירת תחנות כוח לחברה בת, בסך מצטבר של כ-1,100 מיליון ₪. נוסף לכך, לחברה מסגרות אשראי פנויות וחתומות בסך של כ-1.1 מיליארד ₪, מרביתן לתקופה של שנה. *שימושים עיקריים*: הוצאות ריבית ומטה בסך של כ-550 מיליון ₪, פירעונות אג"ח והלוואות לז"א בסך כ-2 מיליארד ₪ (שישה רבעונים קדימה), תשלום בגין הצעת רכש לדלק אנרגיה בסך כ-387 מיליון ₪, דיבידנד לבעלי המניות בסך 120 מיליון ₪ ששולם במהלך הרבעון השלישי ודיבידנד בסך 100 מיליון ₪ שהוכרז לאחרונה וכן השקעות ותשלומים שונים בסך של כ-200 מיליון ₪.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו כי החברה צפויה להקטין את החוב הפיננסי בטווח הקצר והבינוני, באמצעות המשך מימוש נכסים, לרבות מימוש ניירות ערך סחירים ככל שיידרש על מנת לשמור את רמת הדירוג וכן בהנחה כי החברה תוסיף לשמור על מעמדה המוביל במשק הגז באמצעות התקדמות מאגר לווייתן לקראת שלב ההפקה.

¹ שווי האחזקות חושב על בסיס שווי השוק של האחזקות הסחירות בממוצע על פני 90 ימי מסחר הסמוכים למועד דוח זה וכן שווי הספרים לאחר הפעלת מקדמי ניכיון של מידרוג, לגבי אחזקות שאינן סחירות. החוב המותאם מורכב מחוב פיננסי נטו של החברה סולו ומספר ערבויות חיצוניות לחברות בנות. נוכח קבלת הצעת הרכש למניות המיעוט בדלק אנרגיה ומחיקתה הצפויה מהמסחר, חישוב יחס המינוף מאחד את דלק אנרגיה בצד הנכסים (האחזקה בדלק קידוחים וכן נכסים נוספים) ובצד החוב הפיננסי (הוספת החוב הפיננסי נטו של דלק אנרגיה ליום 30.06.2018).

קבוצת דלק (סולו מורחב) - נתונים עיקריים, מיליוני ש"ח

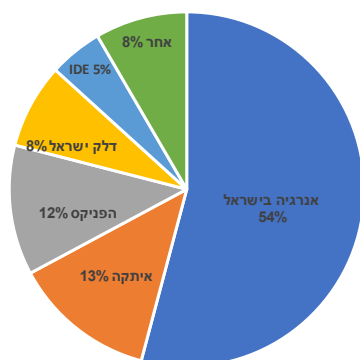
2014	2015	2016	2017	H1 2017	H1 2018	
(765)	25	625	1,216	400	413	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה
5,204	4,504	4,612	4,255	3,902	4,878	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
6,883	7,513	7,631	8,436	8,972	8,469	חוב פיננסי סולו וחברות מטה
1,053	642	953	564	453	856	מזומנים ופקדונות
5,830	6,871	6,678	7,872	8,519	7,613	חוב פיננסי בניכוי מזומנים ופקדונות
1,409	840	781	433	708	135	ניירות ערך סחירים
2,067	376	162	1,560	589	248	דיבידנדים שהתקבלו
(530)	(500)	(460)	(780)	(400)	(120)	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות בחברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תיק אחזקות ריכוזי בעל איכות אשראי בינונית המושפעת לחיוב מאחזקות במאגרי הגז בישראל

קבוצת דלק פועלת בעיקר בתחום חיפוי והפקת נפט וגז בישראל ובחול"ל באמצעות חברות מוחזקות. זרוע הפעילות העיקרית של החברה הינה פיתוח והפקה של גז טבעי בישראל באמצעות האחזקה בדלק מערכות אנרגיה בע"מ ("דלק אנרגיה", שיעור אחזקה של 100%)³ המחזיקה 54.11% מיחידות ההשתתפות בדלק קידוחים - שותפות מוגבלת ("דלק קידוחים" או "השותפות" A1.il) אשר נכסיה העיקריים כוללים כ-45.34% בזכויות מאגר לווייתן וכ-22% בזכויות מאגר תמר. כמו כן, קבוצת דלק מחזיקה ישירות בדלק קידוחים בשיעור של 4.99%³ מיחידות ההשתתפות. זרוע פעילות נוספת הינה בתחום האנרגיה בחול"ל באמצעות Lthaca Energy Inc ("איתקה", שיעור אחזקה של 100%) אשר לה מאגרי גז ונפט בים הצפוני, וכן השקעה ברכישת זכויות בנכסי נפט במפרץ מקסיקו. תיק האחזקות של החברה מושפע לחיוב מפרופיל האשראי של פעילות הגז הטבעי בישראל, וכן ממעמדה המוביל של דלק קידוחים בשוק המקומי. בד בבד, איכות התיק מושפעת לשלילה מפעילות האנרגיה בחול"ל, הגם שתורמת לפיזור מסוים בתיק, מאופיינת בסיכון עסקי גבוה בשל היקף פעילות קטן יחסית לשווקים הרלוונטיים, תחרות גבוהה ומשוכללת וחשיפה גבוהה למחיר הנפט העולמי. איתקה הרחיבה לאחרונה את זכויות הגז והנפט שבבעלותה באזור פעילותה העיקרי וזאת כחלק מאסטרטגיה של הקבוצה לבסס את פעילותה בתחום האנרגיה הבינלאומי.

דלק קבוצה: התפלגות שווי נכסים מותאם⁵ לפי אחזקות עיקריות



תחום האנרגיה בישראל באמצעות דלק קידוחים מהווה כ-55% משווי הנכסים המותאם של החברה וכ-14% נוספים מהווה האחזקה באיתקה. יתר הנכסים כוללים בעיקר את גרעין השליטה בקבוצת הביטוח הפניקס המיועד למכירה (שיעור אחזקה של כ-30.14%, Aa3.il)⁴ וכן אחזקה בדלק ישראל ובחברת התפלת המים IDE. משקל נכסי האנרגיה בישראל בתמהיל האחזקות נותר בשיעור דומה בשנה החולפת, למרות ירידה בשיעור האחזקה בפניקס ומכירת נכסים נוספים שאינם בליבת הפעילות, וזאת בשל הירידה שחלה בשווי השוק של מניות הגז בישראל.

² ללא נתוני דלק אנרגיה.

³ פרפורמה להשלמת הצעת הרכש של החברה למניות דלק אנרגיה כפי שדווחה ביום 9.10.2018.

⁴ נכון ליום 3.10.2018.

⁵ שווי נכסים מותאם מורכב משווי השוק של האחזקות הסחירות בהתאם לשיעור האחזקה בסמוך למועד דוח זה ובהתאם למוצג שווי המניה על פני 90 ימי המסחר האחרונים ומשווי הספרים של אחזקות ונכסים שאינם סחירים לאחר התאמות שערכת מידורג.

הריכוזיות הגבוהה של תיק האחזקות בתחום האנרגיה, המאופיין בתנודתיות וחשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים, משליכה לשלילה על סיכון האשראי. בהתאם לאסטרטגיית החברה ולמגבלות החלות עליה, קבוצת דלק צפויה למכור את גרעין השליטה בפניקס אחזקות בשנים 2018-2019, להקטין את חלקה (באמצעות השותפות) במאגר תמר וכן היא עשויה לממש נכסים נוספים שאינם בליבת פעילותה. מימוש הנכסים הללו עולה בקנה אחד עם אסטרטגיית החברה להתמקד בתחום האנרגיה בישראל ובעולם ולהרחיב את ההשקעות בתחום זה. בהתאם לכך ריכוזיות תיק האחזקות בתחום האנרגיה צפויה לגדול ועמה גם החשיפה לנכסים בעלי סיכון גבוה יותר, לפחות בטווח הקצר והבינוני, ועד להפקה של מאגר לווייתן והתבהרות אי וודאויות לגבי הסכמי הגז של מאגר זה.

מעמד מוביל במשק הגז בישראל צפוי להישמר עם השלמת פיתוח השלב הראשון בלווייתן

מאגרי הגז הטבעי עונים על צרכים לאומיים של מדינת ישראל ומאפשרים למדינה עצמאות אנרגטית ומכאן חשיבותם האסטרטגית והכלכלית למדינה. השימוש בגז הטבעי במשק הישראלי הלך וגדל על פני זמן עד כדי שהגז טבעי הפך למקור האנרגיה העיקרי במשק המחליף פחם ונפט. להערכת החברה, היקף השימוש בגז טבעי בישראל בשנת 2017 הסתכם בכ-10.4 BCM, מהווים גידול שנתי ממוצע בצריכה של כ-8.3% לעומת השנה הקודמת. להערכת מידורג, הביקוש לגז טבעי בישראל צפוי להמשיך ולגדול בשנים הקרובות בעקבות מדיניות הממשלה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, לצד הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, צמיחה טבעית וגידול בביקושים לייצוא.

לשותפות דלק קידוחים פרופיל עסקי גבוה נוכח מעמדה הדומיננטי במאגרי הגז טבעי בישראל. כיום מחזיקה השותפות בנתי שוק משמעותיים בסך ההפקה של גז טבעי ובהיקף העתודות בשוק המקומי. מאגר תמר בו מחזיקה השותפות ישירות בשיעור של כ-22% וכן באופן עקיף באמצעות אחזקה של 22.6% בתמר פטרוליום בע"מ (המחזיקה 16.75% מזכויות מאגר תמר) הינו נכס מניב המחזיק בהסכמים ארוכי טווח ובעל רווחיות גבוהה, וכפועל יוצא מאופיין בתזרימי מזמונים משמעותיים ויציבים ופרופיל אשראי גבוה. במקביל לפיתוח מאגר לווייתן, פועלת דלק קידוחים למכירת יתרת אחזקותיה במאגר תמר, הנדרשת לפי הוראות מתווה הגז עד לדצמבר 2021. מאגר לווייתן, בעל עתודות הפקה שנתיות של כ-21 BCM, מכך כ-12 BCM בגינם התקבלה החלטת השקעה, והיתר עתודות לפיתוח עתידי, מצוי עדיין בשלבי הקמה, וצפוי על פי תחזיות השותפים, להתחיל בהפקה ראשונית ברבעון הרביעי של שנת 2019. קבלת המימון לפיתוח מאגר לווייתן וניסיונה של נובל אנרג'י בפיתוח מאגרי גז מהווים גורמים ממתני סיכון באשר להקמת המאגר ועמידה בלוחות הזמנים. בנוסף, לדלק קידוחים אחזקה של 30% במאגר אפרודיטה בקפריסין שהינו מאגר בסדר גודל בינוני - קטן הנמצא בימים אלו בשלבים מתקדמים לקראת החלטת השקעה.

ענף הפקת הגז הטבעי בישראל הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים. אלו כוללים רישוי ואסדרה כבדה, השקעות הנויות משמעותיות וכן ניסיון וידע בפיתוח ובהפעלה. כיום, מאגר תמר הינו מקור אספקת גז כמעט בלעדי למשק הישראלי, כאשר בעלי הזכויות במאגר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי. עם הפעלתו הצפויה של מאגר לווייתן ובהמשך גם הפעלתו המסחרית של מאגר כריש (בשנים 2020-2022), צפויה להתפתח תחרות בין מאגרי הגז הגדולים בישראל, אשר תושפע בין היתר מהיקף הסכמי הייצוא של המאגרים (במסגרת מגבלות הייצוא שנקבעו במתווה הגז), אשר ישליכו על היצע הגז לשוק המקומי ומחירו. בתוך כך, בשנה האחרונה נחתמו הסכמים עתידיים לאספקת גז אל מול מאגר כריש, כאשר חלק מן הלקוחות צפויים לסיים ו/או להפחית את כמויות הגז הנרכשות ממאגר תמר. בד בבד, במאגר לווייתן נחתם הסכם לאספקת גז טבעי לחברת החשמל הירדנית וכן הסכם מותנה לאספקת גז טבעי לחברת דולפינוס המצרית, לצד מספר הסכמים נוספים בשוק המקומי. כמו כן, לאחרונה דיווחה השותפות על חתימת הסכמים מותנים לרכישת זכויות בצינור הגז של החברה המצרית EMG המחבר בין מערכת ההולכה הישראלית באזור אשקלון לבין מערכת ההולכה המצרית באזור אל-עריש ואשר לאחר התאמות שונות עשוי לתמוך בהובלת הגז מישראל למצרים. להערכת מידורג, מורכבות מימוש החוזים החתומים של מאגר לווייתן לצד ההתגברות הצפויה בתחרות במשק הגז הטבעי בישראל משליכים לשלילה על סיכון האשראי של החברה. הסכם EMG, ככל שיתממש, עשוי למתן את הסיכון באמצעות הנחת תשתית למימוש הסכם הייצוא מול דולפינוס באמצעות הובלת גז למצרים.

איתקה, המאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית לתיק האחזקות, מבצעת מהלכים להשבחת נכסיה בחסות תמיכה מקבוצת דלק

פעילות החברה בשוק האנרגיה בחו"ל נעשית כיום בעיקר באמצעות האחזקה באיתקה אשר עוסקת בתחום של חיפוש, הפקה ומכירה של נפט וגז באזור הים הצפוני במים הטריטוריאליים של בריטניה וכן מספקת שירותי מפעיל (operator). נכסי הנפט והגז העיקריים של איתקה מצויים באזור Great Stella Area (GSA). קצב ההפקה היומי של איתקה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2018 עמד על כ-15.4 אלף שווה ערך חביות נפט ליום, גידול משמעותי לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אז החלה ההפקה ממאגר סטלה, הגדול מבין המאגרים באזור. היקף עתודות הנפט והגז שבבעלות איתקה (ערב הודעת רכישת זכויות השותפים כדלהלן) הסתכם לפי דו"ח המשאבים של איתקה בכ-65 מיליון שווה ערך חביות נפט (Reserved Proved + Probable), הגוזר קצב התכלות מהיר יחסית של המאגר וצורך בהשקעות בנכסים נוספים. לאחרונה דיווחה החברה כי איתקה התקשרה בהסכמים לרכישת זכויות גז ונפט במאגר GSA מידי שותפיה למאגר (למעט רישיון VORLICH) וכן זכויות השותפים במתקן ההפקה הצף המשמש כפלטפורמת ההפקה של כלל מאגרי איתקה באזור GSA, וזאת תמורת תשלום במזומן של כ-130 מיליון דולר⁶. ניצול ההזדמנות לרכישת זכויות השותפים במאגרים מהווה להערכת מידרוג התפתחות חיובית בקשר למיצוב העסקי של איתקה, נוכח קבלת שליטה מלאה על פיתוח זכויות הנפט שנרכשו, בעלות מלאה על פלטפורמת ההפקה שעשויה לתרום לרווחיותה וכן גידול בהיקף העתודות P2 של כ-20 מיליון שווה ערך חביות נפט, לפי דו"ח המשאבים של איתקה. להערכת מידרוג, הסיכון העסקי של איתקה גבוה יחסית לרמת הסיכון הממוצעת של תיק האחזקות של קבוצת דלק: איתקה הנה חברה קטנה בקנה מידה בינ"ל, בעלת ריכוזיות בנכסי הנפט והגז וחיפה למחירי הנפט העולמיים המשפיעים על תזרימי המזומנים ושווי נכסיה. בטווח הקצר איתקה מגדרת באופן חלקי את מחירי האנרגיה, במידה אשר מקזזת באופן חלקי את השפעת התנודתיות במחירי האנרגיה. כמו כן העלייה במחירי הנפט מאז רכישת איתקה על ידי החברה מהווה גורם התומך בפעילותה של איתקה. לאיתקה צורכי שירות חוב גבוהים יחסית בשנים 2018-2019 הנובעים בין היתר מההשקעות בפיתוח מאגר סטלה. בשנת 2018 צפויה להשלים איתקה מיחזור של חלק מהתחייבויותיה בערבות קבוצת דלק, אשר סייעה לאיתקה להוזיל את עלויות המימון. בתרחיש הבסיס מידרוג לא הניחה קבלת דיבידנדים מאיתקה בשנים 2018-2019 וכן מידרוג אינה שוללת אפשרות של הזרמות הון נוספות לאיתקה.

ירידה בחוב הפיננסי לנוכח מימושים פיצתה על שחיקה בשווי מניות הגז בישראל ורמת המינוף נותרה בטווח סביר לרמת הדירוג.

המשך ירידת החוב מותנה בהיקף המימושים וחלוקת דיבידנדים

נכון ליום 30.06.2018 הסתכם החוב הפיננסי ברוטו של החברה (סולו מורחב) כולל ריבית צבורה בסך של כ-8.4 מיליארד ₪ לעומת כ-8.9 מיליארד ₪ ליום 30.06.2017. בניכוי מזומנים ופיקדונות, יתרת החוב הפיננסי נטו הסתכמה בכ-7.6 מיליארד ₪ לעומת כ-8.5 מיליארד ₪ ארבעה רבעונים קודם לכן. הקיטון בחוב הפיננסי נטו בארבעת הרבעונים האחרונים מומן בעיקר מתקבולי דיבידנדים משותפות דלק קידוחים (במישרין ובעקיפין באמצעות האחזקה בדלק אנרגיה), שמקורם במכירת חלק מזכויות מאגר תמר בידי השותפות. מקורות נוספים לקיטון בחוב נבעו ממימוש ני"ע סחירים בידי החברה, תוך שהחברה צמצמה את מרבית התיק הסחיר. התמורות ממקורות אלו ונוספים, שימשו בין היתר גם לתשלום דיבידנדים לבעלי המניות (כ-500 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים) וכן להשקעות במוחזקות, לרבות העמדת פיקדון לטובת איתקה בסך של כ-70 מיליון דולר. מידרוג מעריכה ירידה נוספת בחוב הפיננסי נטו עד לסוף שנת 2018 נוכח עסקאות החלף למכירה של כ-16.09% ממניות פניקס אחזקות אשר צפויות להזרים לחברה ברבעון השלישי 500-600 מיליון ₪ (ללא מזומנים משועבדים לטובת עסקאות החלף). כמו כן במהלך הרבעון השלישי מכרה החברה את תחנות הכוח אשקלון ושורק לחברה הבת (100%) דלק ישראל בע"מ בתמורה מיידית של כ-474 מיליון ₪. בהתחשב בעסקאות לעיל, בהשלמת הצעת הרכש לרכישת מניות הציבור בדלק אנרגיה וכן בדיבידנד לבעלי המניות שהוכרז במהלך הרבעון השלישי, מידרוג מעריכה את יחס המינוף של החברה (LTV - היחס בין החוב הפיננסי נטו לאחר התאמות מידרוג לבין שווי אחזקות החברה) סביב 52% - עלייה לעומת שיעור של 50% לפני כשנה, אשר נבעה בעיקר מהירידה בשווי השוק של מניות הגז.

⁶ לפרטים על פרטי התשלום לרבות בקשר עם תשלומים נדחים במסגרת העסקה ראה דיווח מידי מיום 26 באוגוסט 2018 - <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1180001-1181000/P1180942-00.pdf>

כנזכר לעיל, החברה צפויה למימושים נוספים: השלמת המכירה של תמר בידי דלק קידוחים במסגרת הוראות מתווה הגז ומכירת גרעין השליטה בפניקס אחזקות במסגרת הוראות חוק הריכוזיות. כמו כן החברה פועלת לממש את אחזקתה בתחום התפלת המים. מידרוג מצפה כי צמצום מספר האחזקות בעקבות המימושים שנעשו ואלו הצפויים, לצד הגדלת ריכוזיות תחום האנרגיה בפורטפוליו האחזקות תוביל לצמצום נוסף בחוב הפיננסי, כאשר הדבר נתמך גם במדיניות החברה כפי שהוצגה בפני מידרוג.

נראות נמוכה של תזרימים שוטפים מהמוחזקות בטווח זמן הקצר והבינוני והישענות גבוהה על מימוש אחזקות מגדילים את סיכון האשראי

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון כי היקף תקבולי הדיבידנדים השוטפים והכנסות אחרות של החברה מהמוחזקות יעמוד בטווח של 300-350 מיליון ₪ לשנה. סכום זה מורכב בעיקר מדיבידנדים מדלק אנרגיה בגין מימוש תמלוג העל שהושלם בשנה האחרונה 2018 והחזרי מס, ובמידה נמוכה יותר גם דיבידנדים שוטפים מאחזקות נוספות. היקף תקבולים זה בניכוי הוצאות ניהול ומטה מכסה את הוצאות המימון ביחס של 1.0 הנחשב בעינינו חלש ביחס לרמת הדירוג, במידה שאינה מאפשרת צבירת מזומנים משמעותית ללא מימוש נכסים.

נדגיש כי תחזית הדיבידנדים של מידרוג לעיל אינה כוללת דיבידנדים שעשויים לנבוע לחברה מהמכירה הצפויה של יתרת האחזקות במאגר תמר על ידי דלק קידוחים, זאת מפני אי וודאות לגבי מועד המכירה ותמורתה. מעבר לכך, על פי תרחיש מידרוג למכירת יתרת האחזקות בתמר לפי מחיר עסקת תמר פטרולים (אם כי אין וודאות כי זה יהיה מחיר העסקה), פוטנציאל החלוקה מתמורת המכירה נמוך יחסית, וזאת בשל צורכי פרעון החוב בגין מאגר תמר וכן צורכי השקעה של דלק קידוחים להשלמת פרויקט לויתן (חלקה באקוויטי במסגרת הסכמי המימון) והסכמי הייצוא בגינו. הערכה זו עשויה להשתנות גם כתלות ברמת המינוף שתקבע בדלק קידוחים לאחר המכירה.

נזילות החברה סבירה ונתמכת במימושים שבוצעו ברבעון החולף ומסגרות אשראי חתומות

תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג מביא בחשבון את המקורות והשימושים העיקריים לחברה הצפויים החל מ-30.06.2018 ועד לתום שנת 2019 (שישה רבעונים) וללא הנחת מימושים עתידיים או גיוס חוב בשוק ההון, כדלקמן:
מקורות עיקריים⁷: מזומן בהיקף של כ-850 מיליון ₪ ליום 30.06.2018, הנחת מידרוג לתקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ-800 מיליון ₪ ותקבולים מפירעון הלוואות מוכר בסך של כ-150 מיליון ₪, תקבולים מעסקאות החלף שהושלמו למכירת מניות פניקס אחזקות (בניכוי מזומנים משועבדים לטובת עסקאות החלף) וכן תקבולים ממכירת תחנות כוח לחברה בת בסך מצטבר של כ-1,100 מיליון ₪. נוסף לכך, לחברה מסגרות אשראי פנויות וחתומות בסך של כ-1.1 מיליארד ₪, מרביתן לתקופה של שנה. שימושים עיקריים: הוצאות ריבית ומטה בסך של כ-550 מיליון ₪, פירעונות אג"ח והלוואות לז"א בסך כ-2.0 מיליארד ₪ (שישה רבעונים קדימה), תשלום בגין הצעת רכש לדלק אנרגיה בסך כ-387 מיליון ₪, דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-220 מיליון ₪ (כולל דיבידנד בסך 120 מיליון ₪ ששולם במהלך הרבעון השלישי ודיבידנד בסך 100 מיליון ₪ שהוכרז לאחרונה) וכן השקעות צפויות בסך של כ-200 מיליון ₪.

הנחות מידרוג המתוארות לעיל גוזרות לששת הרבעונים הבאים מקורות, לרבות מסגרות חתומות, בהיקף של 4.0 מיליארד ₪ ושימושים שוטפים בהיקף של כ-3.4 מיליארד ₪, המהווה יחס מקורות לשימושים של 1.2 המצביע על נזילות סבירה. יש לציין עוד כי בשל היקפי פרעונות חוב משמעותיים מדי שנה, מידרוג מצפה כי החברה תשמור על יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מהיקף קרן שנתו. תרחיש המקורות והשימושים לעיל הינו בסיסי, בכך שאינו מביא בחשבון גיוס חוב (שאינם במסגרת חתומה), מימושים שטרם נחתם בגינם הסכם מחייב וכן אינו מניח דיבידנדים לבעלי המניות מעבר לסכומים שהוכרזו עד כה. מידרוג מקנה סבירות גבוהה למימושים בטווח הנראה לעין, אולם מתקשה לגלם זאת בתרחיש הבסיסי בשל אי וודאות לגבי היקפם, עיתויים וכן ייעוד תמורתם.

⁷ יתרת המזומנים ושווי המזומנים בצד המקורות אינה כוללת את המזומנים וני"ע שבידי דלק אנרגיה, אלא ההתזרימים מדלק אנרגיה נלקחים במסגרת תחזית הדיבידנדים.

גמישות פיננסית גבוהה נסמכת על אחזקות סחירות ומרכיב גבוה של נכסים פנויים משעבוד

גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתבטאת בעיקר בהיקף רחב של נכסים פנויים משעבוד, מרביתם נכסים סחירים. לחברה מסגרות אשראי חתומות ממספר בנקים בהיקף משמעותי של כ-1.1 מיליארד ₪ ליום 30.06.2018 לטובתן שעבדה החברה חלק מהאחזקות הסחירות. להערכתנו, גמישותה הפיננסית תאפשר לחברה, במידת הצורך, לגשר על פערי עיתוי, ונוכח צורכי שירות חוב גבוהים יחסית.

שיקולים נוספים

מידרוג מקנה משקל חיובי בדירוג ליכולת הביצוע של החברה ומוניטין חיובי של עמידה בתחזיות כפי שאלו התבטאו בהוצאה לפועל של מהלכים עסקיים ופיננסיים לאורך השנים האחרונות. בד בבד, מידרוג מקנה משקל שלילי בדירוג לחלוקה משמעותית יחסית של דיבידנדים לבעלי המניות, כפי שהתבטאה בשנים האחרונות. כנזכר לעיל, מידרוג הביאה בחשבון את מדיניות החברה, כפי שהוצהרה בפניה, לצמצם את החוב הפיננסי ואת מינופה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ניכר בנראות וביציבות תזרימי המזומנים השוטפים ממוחזקות

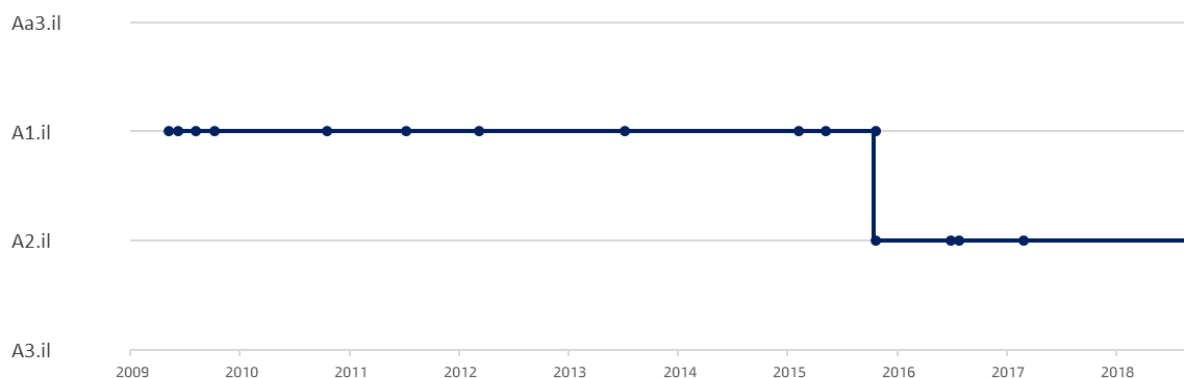
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ברמת החוב הפיננסי לאורך זמן וכן עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו המותאם לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 50% לאורך זמן
- עלייה בפרופיל הסיכון של תיק האחזקות

אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה במגוון חברות הפועלות בעיקר בתחום האנרגיה. החברה מחזיקה בדלק אנרגיה (100%³), הפועלת בתחום הקידוחים וחיפוש נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפות דלק קידוחים (54.11%). לחברה גם אחזקה ישירה בדלק קידוחים (4.99%³). הנכסים העיקריים של דלק קידוחים הם זכויות במאגר בלווייתן (45.34%), בקידוחי תמר ודלית (22%) וכן אחזקה של 22.6% בתמר פטרוליום. בנוסף, החברה מחזיקה באיתקה (100%, חברה פרטית זרה), בדלק ישראל (100%, חברה פרטית), בדלק רכב (22.5%) ובפיניקס אחזקות בביטוח (30.14%). הקבוצה מחזיקה גם ב-50% מהון המניות של IDE Technologies Ltd הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם. בעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה, המחזיק בכ-60.77% מהון המניות של החברה וכ-64.82% בזכויות ההצבעה. מנכ"ל החברה הינו מר אסי ברטפלד ויו"ר הדירקטוריון הינו מר גבי לסט.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת דלק בע"מ, דוחות קשורים](#)

[דלק קידוחים שותפות מוגבלת, דוחות קשורים](#)

[תמר פטרוליום בע"מ, דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות החזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

10.10.2018	תאריך דוח הדירוג:
08.10.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
26.05.2009	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת דלק בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת דלק בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>