12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

6 ינואר 2011

קבוצת דלק

דלק פטרוליום

אשרור דירוג 'ilA'; שינוי תחזית הדירוג לשלילית

אנליסט אשראי ראשי: איציק מאיסי itzik_maissi@standardandpoors.com
אנליסט אשראי משני: יובל טורבטי yuval_torbati@standardandpoors.com

תמצית

- המינוף של הקבוצה ממשיך להיות גבוה מציפיותינו עבור הדירוג הנוכחי. מנגד, הקבוצה הגדילה את גמישותה הפיננסית ברמת חברת ההחזקות ע"י שחרור מרבית השעבודים על נכסיה.
- המשך פיתוח תמר צפוי להגדיל משמעותית את היקף ההשקעות של הקבוצה בשנתיים הקרובות, בד בבד עם עלייה בהיקף החוב ללא הפקה מקבילה של תזרימי מזומנים.
- אנו מעדכנים את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה ומאשררים את הדירוג 'ilA' של הקונגלומרט הפועל בעיקר בתחומי האנרגיה והתשתיות קבוצת דלק בע"מ, וחברת הבת בבעלות מלאה דלק פטרוליום בע"מ.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו מפני המשך עלייה במינוף של החברה ושחיקה ביחסים הפיננסים לרמה שאינה תואמת את הדירוג הנוכחי.

פעולת הדירוג

ב- 6 לינואר 2011, Standard & Poor's Maalot אשררה את דירוג הקונגלומרט הפועל בעיקר בתחומי האנרגיה והתשתיות קבוצת דלק בע"מ וחברת הבת בבעלות מלאה דלק פטרוליום בע"מ, בדירוג 'ilA' ובאותה עת עדכנה את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי תחזית הדירוג משקף את העלייה במינוף של הקבוצה אל מעבר לרמות המינוף התואמות את הדירוג הנוכחי, זאת בהמשך לתוצאות חלשות של פעילות הזיקוק בארה"ב ופעילות שיווק הדלקים בישראל אשר קוזזה בחלקה על ידי היציבות בפעילות שיווק הדלקים באירופה ובפעילות האנרגיה. פעילות הביטוח ממשיכה להתאושש אך תרומתה לתזרימי המזומנים של הקבוצה נותרה נמוכה, אם כי הקבוצה החלה לקבל דיבידנדים מפעילות הביטוח בארה"ב ואנו מעריכים כי חברות הביטוח עשויות לחלק דיבידנדים גם בשנה הקרובה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

פיתוח תמר צפוי להגדיל את רמת הסיכון של הקבוצה בטווח הזמן הקצר עד הבינוני. הפיתוח כרוך בסיכוני הקמה, קבלת מימון, איתור לקוחות וחוזים לזמן ארוך ואי הוודאות בנוגע ליישום שינוי המיסוי על תגליות גז בישראל והשלכותיה על קצב הפיתוח והיקף תזרימי המזומנים שיעמדו לרשות הקבוצה בשנים הקרובות. בנוסף, פיתוח המאגר תוך כדי הסתמכות על רכיב גבוה של חוב יגדיל לערכתנו את המינוף של הקבוצה ויחליש את היחסים הפיננסים. סיכונים אלו מתקזזים בחלקם עם הערכתנו לסיכוני מחיר וכמות נמוכים בשל האופי הייחודי של שוק האנרגיה המקומי והתקשרויות ארוכת השנים עם לקוחות, והפעלת הפרויקט ע"י מפעיל בעל נסיון Noble Energy Inc. (BBB/Stable).

פיתוח לוויתן כרוך באי וודאות רבה הנובעת מהצורך להקים ולממן פלטפורמה תשתיתית לייצוא ולאתר לקוחות. אנו מעריכים כי פיתוח המאגר אינו צפוי בטווח הזמן הבינוני ולכן השפעת הגילוי על הדירוג נמוכה.

למרות השליטה של הקבוצה בחברות המוחזקות, היקף הדיבידנדים המתקבלים נמוך במעט בהשוואה לצרכי שירות החוב ברמת חברת ההחזקות, והמימוש החלקי של דלק רכב יפחית עוד יותר את היקף ההכנסות מדיבידנדים. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות יחס כיסוי של הדיבידנדים שיתקבלו להוצאות המטה והמימון יהיה נמוך מ- 1.0x. בנוסף, מדיניות חלוקת הדיבידנדים הנדיבה של החברה עשויה להמשיך וללחוץ על היקף המזומנים ברמת חברת ההחזקות ולהוביל לגידול מתמשך במינוף לצורך חלוקת דיבידנדים. בכדי לשמר את הדירוג הנוכחי אנו מצפים מהחברה להקטין את המינוף, בין היתר, על ידי אימוץ מדיניות תגמול שמרנית יותר לבעלי המניות.

דירוג החברה נסמך על מעמדה התחרותי של פעילות שיווק הדלקים באירופה וישראל, החזקה בפעילויות ביטוח המאופיינות ברמת סיכון נמוכה, פיזור עסקי וגיאוגרפי הולם וגמישות פיננסית טובה בשל החזקות בחברות סחירות במינוף סביר. מנגד, מבנה ההון של דלק מאופיין במינוף גבוה, תוצאה של הצמיחה המהירה בעסקיה בשנים האחרונות, אשר מומנה בעיקר ע"י חוב, יחד עם חלוקת דיבידנדים נדיבה. לקבוצה חשיפה גבוהה לתחום האנרגיה שהמאופיין ברמות סיכון גבוהות יחסית והיא מיישמת מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית בהינתן המקורות השוטפים שלרשותה.

יחס ה-FFO לחוב מתואם ב- 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2010 עמד על כ-11%, בדומה ליחס בשנת 2009 והינו חלש עבור הדירוג הנוכחי. להערכתנו, המשך פיתוח מאגרי הגז והמימוש החלקי של דלק רכב (אינה מאוחדת יותר) עלול להמשיך וללחוץ על היחסים הפיננסים של הקבוצה. יחד עם זאת, יחס ה- LTV של הקבוצה עמד על כ- 41% בספטמבר 2010, בדומה ליחס בשנת 2009 ותואם את ציפיותינו ליחס LTV שלא יעלה על 50%.

אנו משווים את הדירוג של דלק פטרוליום לזה של קבוצת דלק בשל הערכתנו לקשר החזק מאד בין שתי החברות. קשר זה מתבטא בבעלות המלאה, זהות חברתית (שימוש בשם "דלק", זהות בצוות ההנהלה והנראות בעיני המשקיעים), החזקה בפעילות שיווק הדלקים שהינה פעילות ליבה של קבוצת דלק והבנתנו כי הנהלת החברה רואה בחוב של דלק פטרוליום כחוב שלה לכל דבר.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

נזילות

להערכתנו הנזילות של דלק 'מספקת' ונתמכת ביתרות מזומנים גבוהות לאחר מימוש חלק מהחזקותיה בדלק רכב וגיוס אג"ח שבוצע לאחרונה. אנו מעריכים כי היקף המזומן בדצמבר 2010 עמד על כמיליארד ₪ (לא כולל את תיק הנכסים הפיננסים של החברה המוערך על ידינו בכ-1.5 מיליארד ₪). להערכתנו, המזומן בקופה יחד עם הדיבידנדים והחזר הלוואות הצפויים להתקבל מהחברות הבנות יספיקו לתשלום הוצאות החברה והחלויות הצפויות ב-24 החודשים הקרובים ללא צורך בהנפקת הון או מיחזור חוב.

במהלך שנת 2010 הסירה החברה את הרוב המוחלט של השעבודים על נכסיה. בהתאם לכך, פועלת החברה ללא התניות פיננסיות מלבד החוב שעומד כנגד חלק מתיק ההשקעות הפיננסיות שלה (שהנו ללא זכות חזרה). לפיכך, לדלק גמישות פיננסית גבוהה בשל היעדר שעבודים וכן בשל יכולתה לממש אחוזים ניכרים מהחזקותיה בחברות הבנות ללא איבוד שליטה. מימושים אלו מהווים מקור פוטנציאלי נוסף של מזומנים לחברה. יחד עם זאת, נציין כי לסיווגה של החברה כחלק מקבוצת לווים יחד עם חברות נוספות בשליטת מר יצחק תשובה עשויה להיות השפעה שלילית על נגישותה לבנקים ישראלים.

הנזילות ברמת הקבוצה המאוחדת 'מספקת' אף היא ונתמכת בעיקר ביתרות מזומנים גבוהות. אנו מעריכים כי יתרת המזומנים בקופת הקבוצה, קצב יצירת המזומנים בשנתיים הקרובות, מימושים שונים ומסגרות אשראי מאושרות בבנקים, צפויים לממן חלק גדול מהחלויות הצפויות בשנתיים הקרובות, בעוד שהיתרה צפויה להיות ממוחזרת. לחברות הקבוצה יש מספר התניות פיננסיות שבהן הן עומדות עם מרווח מספק. נציין כי נפילה בקצב ייצור המזומנים של חברות הבנות עלול לגרום לפגיעה גם ברמת הנזילות של חברת האם.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו מהמשך הרעה ביחסים הפיננסים של החברה לנוכח מימוש דלק רכב והמשך השקעות בפעילות האנרגיה. אנו מעריכים כי פעילות האנרגיה מצריכה השקעות הוניות גבוהות, אשר אינן צפויות לתרום לתזרים המזומנים בשנים הראשונות. השקעות אלו צפויות להביא לגידול בהיקף החוב וברמות המינוף, ולפיכך להחלשת הפרופיל הפיננסי. אנו עלולים להוריד את הדירוג בנוטץ' אחד במידה ויחס ה- FFO לחוב המתואם ימשיך להיות נמוך מ- 12% או יחס ה- LTV יהיה גבוה מ- 50%. אנו יכולים לשנות את התחזית ל"יציבה" במידה והקבוצה תצליח להוריד חוב ולחזור ליחס FFO לחוב של לפחות 12%.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

מתודולוגיית דירוג

בהינתן מבנה האחזקות של דלק וצורת התנהלותה, אנו מסווגים אותה כקונגלומרט הפועל בעיקר בתחומי האנרגיה והתשתיות. לפיכך, אנו בעיקר בוחנים את פרופיל הסיכון של דלק ע"י ניתוח והערכת הסיכון העסקי והפיננסי המאוחד של החברה, כאשר בחינת הסיכון הפיננסי של החברה מבוצעת על בסיס ניתוח הדוחות הכספיים המאוחדים המתואמים (ללא איחוד פעילות הביטוח, איחוד מלא של אבנר – שותפות מוגבלת והתאמות שונות בגין חוזי חכירה והתחייבויות לעובדים בגין פרישה). יחד עם זאת, אנו גם מנתחים את הסיכון העסקי והפיננסי של חברת ההחזקה בשיטת ה"פורטפוליו" המתבססת על שווי ההחזקות בהשוואה לסך החוב הפיננסי ברמת חברת ההחזקה. יחסי כיסוי החוב ברמת חברת ההחזקה חשובים כאשר אנו מנתחים את יכולת החברה לשרת את החוב אשר גויס ברמת חברת ההחזקות, היות וחוב זה נחות, הן משפטית והן מבנית, לחוב אשר גויס ע"י החברות התפעוליות. אנו נוקטים במתודולוגיה דואלית גם משום שחלק מההחזקות של דלק הינן חברות ציבוריות וסחירות, ולדלק הגמישות הפיננסית למכור חלק מהחזקותיה (ולשמור על שליטה) או למכור את כל ההחזקה.

מחקר קשור

למידע אודות המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות החזקה ראה מאמר:

Criteria | Corporates | Rating Methodology for European Investment Holding and Operating Holding Companies, May 28, 2004

את המאמר המתודולוגי המוזכר לעיל ניתן למצוא באתר http://www.standardandpoors.com

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

רשימת דירוגים

	דירוג נוכחי	מדירוג קודם
קבוצת דלק	ilA/Negative	ilA/Stable
אג"ח סדרה ו'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ז'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ח'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ט'	ilA	ilA
אג"ח סדרה י'	ilA	ilA
אג"ח סדרה יא'	ilA	ilA
אג"ח סדרה יב'	ilA	ilA
אג"ח סדרה יג'	ilA	ilA
אג"ח סדרה כב'	ilA	ilA
אג"ח סדרה כג'	ilA	ilA
דלק פטרוליום בע"מ	ilA/Negative	ilA/Stable
אג"ח סדרה א'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ד'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ה'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ז'	ilA	ilA
אג"ח סדרה ח'	ilA	ilA

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו לS&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות לS&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.