STANDARD &POOR'S Maalot

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

26 דצמבר, 2011

קבוצת דלק

דלק פטרוליום

אשרור דירוג 'ilA' ושינוי תחזית הדירוג ליציבה

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

תמצית

- הביצועים התפעוליים והפיננסים של קבוצת דלק בשנת 2011 עלו על ציפיותינו, זאת כתוצאה מגידול בתזרימי המזומנים כתוצאה מעלייה במכירות גז טבעי וממרווח זיקוק גבוה בארה"ב.
- בעוד שאנו מעריכים תזרימי מזומנים נמוכים יותר והשקעות הוניות גבוהות יותר בשנת 2012, תרחיש הבסיס שלנו מניח עלייה מהותית בתזרים המזומנים החל משנת 2013 בשל עלייה במכירות הגז.
- אנו מעדכנים את תחזית הדירוג ליציבה משלילית ומאשררים את הדירוג 'ilA' של קונגלומרט האנרגיה והתשתיות קבוצת דלק בע"מ, וחברת הבת בבעלות מלאה, דלק פטרוליום בע"מ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו לכך שביצועיה של החברה ייחלשו במהלך שנת 2012 אולם ישתפרו חזרה החל משנת 2013.

פעולת הדירוג

ביום 26 לדצמבר, 2011, Standard & Poor's Maalot אשררה את דירוג קונגלומרט האנרגיה והתשתיות, קבוצת דלק בע"מ וחברת הבת בבעלות מלאה, דלק פטרוליום בע"מ, בדירוג 'ilA' ובאותה עת עדכנה את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

אישרור הדירוג של קבוצת דלק ודלק פטרוליום ושינוי תחזית הדירוג ליציבה משקף את הביצועים של הקבוצה בשנת 2011, אשר עלו על הערכתנו המוקדמת. הקבוצה ייצרה תזרים מזומנים חזק כתוצאה מעלייה במכירות גז טבעי, בשל גידול הן בכמויות והן במחירי המכירה, ומתנאי זיקוק טובים מאד בארה"ב. העלייה בתזרים המזומנים אף שיפר את היחסים הפיננסים המאוחדים של הקבוצה. אנו מצפים שהקבוצה תסיים את שנת 2011 עם EBITDA של כ- 3.4

STANDARD &POOR'S Maalot

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

מיליארד ₪ לעומת EBITDA של כ- 1.3 מיליארד ₪ בשנת 2010. אנו גם מאמינים שיחס ה- FFO (funds from operations) לחוב מתואם יעמוד על כ- 14% בשנת 2011 לעומת 7% בשנת 2010, וגבוה יותר מהערכתנו הקודמת של כ- 11%. יחד עם זאת, בתרחיש הבסיס שלנו אנו מצפים לירידה בשיעור דו ספרתי ב- EBITDA בשנת 2012, כאשר אנו מניחים ירידה בכמויות הגז שיימכרו ובתנאי זיקוק ממוצעים בארה"ב, בעוד שאנו ממשיכים להניח יציבות בפעילות שיווק הדלקים. אנו גם מעריכים כי התרומה של פעילות הביטוח והפיננסים לתזרימי המזומנים של הקבוצה תמשיך להיות נמוכה, אך מעריכים המשך קבלת דיבידנדים מדלק מערכות רכב בע"מ ו- IDE Technologies. בנוסף, אנו מצפים לגידול בהשקעות ההוניות לכ- 2 מיליארד ₪ בשנת 2012, בעיקר בשל המשך ההשקעות בפיתוח שדה הגז תמר והשקעות בפעילות הזיקוק. להערכתנו, השילוב הזה של ירידה ב- EBITDA ועלייה בהשקעות יובילו להחלשות ביחסים הפיננסים בשנת 2012 ולירידה ביחס ה- FFO לחוב לכ- 11%. אולם, אנו מצפים לעלייה בתזרימי המזומנים בשנת 2013 לאחר תחילת ההפקה מתמר אשר ישפרו את היחסים הפיננסים חזרה לרמה המתאימה לדירוג הנוכחי, משמע FFO לחוב גבוה מ- 12%. אנו גם מצפים מהקבוצה לממש חלק מנכסיה אשר אינם כלולים בליבת העסקים במהלך השנתיים הקרובות ולהשתמש במרבית מהתקבולים לצורך פירעון חוב.

אנו ממשיכים להאמין כי הקבוצה תתמיד במדיניות הפיננסית שאנו רואים כאגרסיבית. מדיניות זו כוללת בעיקר חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ- 50% מהרווח הנקי, ונובעת, להערכתנו, מצרכי המימון של בעל השליטה בחברה. בתחזיות שלנו אנו מניחים שהקבוצה תמשיך במדיניות זו, אך שחלוקת דיבידנדים מתוך רווחי שיערוך, או לאחר מימוש נכסים תהיה מוגבלת.

דירוג הקבוצה ממשיך לשקף את הערכתנו לגידול מהותי בתזרימי המזמנים החל משנת 2013 עם תחילת ההפקה בתמר, קיומם של תגליות גז נוספות בהיקפים משמעותיים, מעמדה התחרותי של פעילות שיווק הדלקים באירופה וישראל, החזקה בפעילויות ביטוח המאופיינות ברמת סיכון נמוכה, פיזור עסקי וגיאוגרפי הולם, גמישות פיננסית הולמת בשל החזקות בחברות סחירות וכוונות החברה לממש נכסים ולהפחית חוב. מנגד, מבנה ההון של דלק ממשיך להיות 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.

נזילות

על פי המתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של הקבוצה הינה "פחות ממספקת". אנו בוחנים את הנזילות של הקבוצה ברמת חברת ההחזקות וחברות המימון בבעלות מלאה. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעמוד ב- 12 החודשים הקרובים על 1.0x, וירד מתחת ל- 1.0x בשנת 2013. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה והערכתנו לתקבולים שוטפים, כגון דיבידנדים או החזר הלוואות מחברות בנות. התרחיש שלנו אינו כולל תקבולים בגין מימושים או מיחזור חוב באמצעות קווי אשראי שאינן מובטחים וחתומים.

STANDARD &POOR'S Maalot

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

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה נכון ליום ה- 30 בספטמבר, 2011 הן:

- מזומן ונכסים פיננסים סחירים (אשר אנו מניחים כי רובם יומרו למזומן עד לסוף שנת 2011) בהיקף של כ- 1,829 מיליון ₪;
- הכנסות צפויות מדיבידנדים, דמי ניהול והכנסות מימון של כ- 580 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2013;
- הכנסות מתמלוגי גז והחזר הלוואות שניתנו לחברות בנות של כ- 470 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2013;
- מימון מחדש בהיקף של כ- 261 מיליון ₪ (גויס בנובמבר).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ליום ה- 30 בספטמבר, 2011 הן:

- הוצאות מימון של כ- 1,180 מיליון עד לסוף שנת 2013;
- תשלום חלויות חוב של כ- 2,650 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2013;
- השקעה בחברות בנות בהיקף של כ- 110 מיליון ₪ (בעיקר בגדות תעשיות ביוכימיה ודלק תשתיות);
- הוצאות הנהלה וכלליות של כ- 70 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2013;
- תשלום דיבידנד של כ- 100 מיליון ₪.

להערכתנו לקבוצה גמישות פיננסית הולמת הנובעת מהחזקתה בנכסים סחירים, היות והרוב המוחלט של נכסיה חופשיים משעבודים או התניות פיננסיות, ומיכולתה לשעבד את חלקם לצורך קבלת מימון או האפשרות לממש חלק מהנכסים או שיעורים נמוכים ועדיין לשמור על שליטה.

אנו רואים לחיוב את המעמד של קבוצת דלק בשוק ההון ובמערכת הבנקאית. יחד עם זאת אנו מאמינים כי להתארכות הסדר החוב בחברה האחות דלק נדל"ן בע"מ השפעה שלילית על הנגישות של הקבוצה להנפקת אג"ח ציבוריות. אנו מצפים מקבוצת דלק לפעול לגיוס חלק מהפירעונות של שנת 2013 כבר ברבעונים הקרובים ומצפים מבעל השליטה להגיע במהרה לסיכום לגבי מתווה ההסדר בדלק נדל"ן. בנוסף, החברה מסווגת כחלק מקבוצת לווים יחד עם חברות נוספות בשליטת מר יצחק תשובה ולפיכך עשויה להיות מוגבלת בנגישותה לבנקים ישראלים.

תחזית לדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו לכך שביצועיה של קבוצת דלק ייחלשו במהלך שנת 2012 אולם ישתפרו החל משנת 2013, לאחר תחילת ההפקה של תמר. לפיכך, אנו מצפים להחלשות ביחסים הפיננסים של הקבוצה בשנת 2012, אך חזרה ליחסים פיננסים התואמים את הדירוג החל משנת 2013, דהיינו יחס FFO לחוב מתואם של לפחות 12%. אנו גם מצפים מהחברה לפעול לחיזוק הנזילות במהלך הרבעונים הקרובים ומצפים מבעל השליטה להגיע להסדר מהיר בדלק נדל"ן ובכך להגדיל את נגישות קבוצת דלק לגיוסי חוב ציבוריים.

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג שלילית במידה והקבוצה לא תעמוד ביחסים הפיננסים העומדים בבסיס הערכתנו לדירוג. אי עמידה ביחסים עשויה לקרות כתוצאה מעיכובים בלתי צפויים בפיתוח תמר או מכירת כמויות קטנות מכפי שצפינו, מרווחי זיקוק נמוכים מהערכתנו או חלוקת דיבידנדים בהיקפים גבוהים, וזאת ללא מקורות הולמים.

STANDARD &POOR'S Maalot

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

פעולת דירוג חיובית פחות סבירה בטווח הזמן הקצר עד הבינוני בשל הגידול הצפוי בהשקעות ההוניות יחד עם מינוף גבוה. יחד עם זאת אנו נשקול פעולת דירוג חיובית במידה והחברה תצליח להוריד מינוף בקצב גבוה מזה שאנו מעריכים, כך שתגיע ליחס FFO לחוב של לפחות 20%, לאורך זמן. להערכתנו התממשות תרחיש זה תדרוש המשך תנאי זיקוק טובים מאד בארה"ב, מכירה של מספר נכסים שאינם נכסי ליבה תוך שימוש במרבית מהתקבולים להפחתת חוב וחלוקת דיבידנדים נמוכה משמעותית לעומת החלוקה בשנים האחרונות.

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 והפיננסים, לרבות החוב ברמת הפניקס החזקות, איחוד מלא של אבנר – שותפות מוגבלת והתאמות שונות בגין חוזי חכירה והתחייבויות לעובדים בגין פרישה. 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. לפיכך אנו בוחנים את הנזילות של הקבוצה ברמת חברת ההחזקות וחברות המימון בבעלות מלאה. בחינת יחס ה- LTV (loan to value) משמשת כבחינה לגמישות הפיננסית של הקבוצה וליכולתה לממש חלק מהנכסים או לשעבד נכסים לטובת קווי אשראי חדשים. יחס ה- LTV, כפי שאנו מחשבים אותו (מחירי שוק, הערכת שווי שמרנית לנכסים לא סחירים, הכללת השקעות לז"ק והלוואות לחברות בנות כחלק מהפורטפוליו בעוד שמניות באוצר ויתרת ההלוואה לדלק נדל"ן אינן נלקחות בחישוב), עמד על כ- 48% באמצע דצמבר, עלייה מכ- 40% בתחילת השנה.

מחקר קשור

- *Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, September 28, 2011*
- *Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, May 27, 2009*
- *Criteria | Corporates | Rating Methodology for European Investment Holding and Operating Holding Companies, May 28, 2004*

את המאמרים המתודולוגיים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's בכתובת 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/Stable	ilA/Negative
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/Stable	ilA/Negative
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.