

קבוצת דלק בע"מ

1 באפריל, 2020

עדכון דירוג

הורדת דירוגי החברה ל-'BBB' והשארתם ברשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל נזילות חלשה המתבטאת בפער משמעותי בין המקורות לשימושים בטווח הקצר

אנליסט אשראי ראשי:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

איש קשר נוסף:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

תוכן עניינים

2.....	תמצית פעולת הדירוג
2.....	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
3.....	רשימת מעקב
4.....	נזילות
5.....	ניתוח שיקום חוב
5.....	שיקולים עיקריים
5.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
5.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
6.....	התאמות לדירוג
6.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
7.....	רשימת דירוגים

הורדת דירוגי החברה ל-'ilBBB' והשאתם ברשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל נזילות חלשה המתבטאת בפער משמעותי בין המקורות לשימושים בטווח הקצר

תמצית פעולת הדירוג

- בשניים עשר החודשים הקרובים נדרשת קבוצת דלק ("החברה" או "דלק") לפרוע תשלומי חוב (קרן וריבית) ותשלומים אחרים בהיקף כולל של כ-2.5 מיליארד ש"ח, מתוך זה כ-488 מיליון ש"ח בששת החודשים הקרובים. למיטב ידיעתנו, אין כיום לחברה מקורות מספיקים כדי לעמוד בפירעונות אלה, ויכולת הפירעון תלויה במימוש נכסים, מחזור חוב או איגוח תמלוגי על. על כן, במקביל ועד לקבלת מקורות אלה, פועלת החברה לקידום עסקאות מימון בדמות הלואות גישור ממשקיעים מוסדיים ומבנקים.
- מאז פרסומנו האחרון נדרשה החברה לחזק בטחונות עבור מספר בנקים נוכח אי עמידה בחלק מההתניות הפיננסיות כלפיהם ובהתקיים עילות לפירעון מידי מצדם.
- ב-29 במרץ, 2020, שילמה החברה כ-121 מיליון ש"ח לבעלי אג"ח סדרה י"ג בהתאם ללוח הסילוקין של האג"ח. במקביל התאגדו כל מחזיקי בעלי האג"ח של החברה לבחירת נציג משותף בהתנהלותם מולה.
- ב-31 במרץ, 2020, הורדנו את הדירוג של קבוצת דלק בע"מ לדירוג 'ilBBB' מדירוג 'ilA'. הורדת הדירוג עולה בקנה אחד עם עדכון הדירוג שפרסמנו ב-12 במרץ, 2020, עת הכנסנו את החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות. כמו כן, הורדנו את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח של החברה לדירוג 'ilBBB' בשל הערכה לשיעור שיקום חוב של 30%-50%.
- הימצאות הדירוג ברשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות משקפת את חוסר הוודאות הקיים בתנאי השוק הנוכחיים באשר להשלמת עסקאות המימון ומכירת הנכסים לצורך שיפור רמת הנזילות והשגת מקורות מספיקים, ובאשר להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על סביבת הפעילות של החברה. בכוונתנו להביא את הדירוג לבחינה נוספת בשבועות הקרובים, ובהתאם להתפתחויות נעדכן את הדירוג.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת דירוגי קבוצת דלק והשאתם ברשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות משקפת את הערכתנו כי חלה התדרדרות ברמת הנזילות של החברה וביכולתה לעמוד בהתחייבויותיה בטווח הקרוב, בין היתר בשל אי בהירות בשווקים העולמיים ובעקבות הירידה החדה במחירי הגז והנפט, כפי שצינו בפרסומנו האחרון. זאת לנוכח הערכתנו כי לחברה אין כיום מקורות ודאיים מספיקים לתשלום התחייבויותיה בשנה הקרובה ואף בששת החודשים הקרובים (עד סוף ספטמבר 2020). כיום עומדת החברה בפני תשלומי קרן

קבוצת דלק בע"מ

ורביית בסך של 488 מיליון ₪ בששת החודשים הקרובים. מנגד, מקורות החברה הוודאיים או ברמת ודאות גבוהה יחסית כוללים יתרת מזומנים של 216 מיליון ₪, כולל תמורה בסך 164 מיליון ₪ ממימוש החזקה (20%) בחברת IDE והערכתנו לדיבידנד מחברת הבת איתקה בסך של כ-185 מיליון ₪. יחד עם זאת, החברה נמצאת בתהליכים מתקדמים להגדלת מקורות המימון שלה, המתבססים בין היתר על מכירת חברת הבת דלק ישראל, על קבלת הלוואה בגין תמלוגים מכריש ותנן ועל איגוח תמלוגי על בגין מאגר לווייתן. מנגד, תנאי השוק המאתגרים, ובפרט מצבו של שוק האנרגיה, מעצימים את הסיכון לאי ביצוע בזמן (execution risk) של פעולות החברה לפי תכניותיה, ולפיכך את סיכון האשראי של החברה, בטווח הקרוב. לכן, במקביל ועד לקבלת מקורות אלה, פועלת החברה לקידום עסקאות מימון בדמות הלוואות גישור ממשקיעים מוסדיים ומבנקים. יצוין כי בשלב זה איננו מניחים בתרחיש שלנו קבלת דיבידנד משותפות דלק קידוחים במהלך 2020.

ב-29 במרץ, 2020, שילמה החברה כ-121 מיליון ₪ לבעלי אג"ח סדרה י"ג בהתאם ללוח הסילוקין של האג"ח. במקביל התאגדו כל מחזיקי בעלי האג"ח של החברה לבחירת נציג משותף בהתנהלותם מולה.

לאחרונה מימש סיטי בנק, אחד הבנקים המממנים של החברה, שעבוד על 15% מיחידות ההשתתפות של דלק קידוחים בתמורה ליתרת הלוואה של 57 מיליון דולר ומכירת 12% מהיחידות לצד שלישי. ב-25 במרץ, 2020, חתמה קבוצת דלק עם הצד השלישי על הסכם לרכישת 7% מתוך יחידות ההשתתפות. כתוצאה מצעדים אלה, קטנה החזקתה של קבוצת דלק בדלק קידוחים ל-55% מכ-59.1%. פעולה זו הקטינה את מצבת המזומנים של החברה ובכך את מקורותיה הזמינים לתשלום התחייבויותיה בטווח הקרוב.

בתנאי השוק הנוכחיים, אנו מעריכים כי גמישותה הפיננסית של החברה למימוש נכסים ונגישותה לשוק ההון מוגבלות. אולם הפעולות האמורות לעיל מעידות כי ייתכן שהחברה תוכל להוציא לפועל חלק מתכניותיה תוך שבועות ספורים. בכוונתנו לעקוב אחר ההתפתחויות בחברה, ככל שיהיו, בשבועות הקרובים, ובהתאם לעדכן את הדירוג.

יודגש כי קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שנקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

רשימת מעקב

הכנסת הדירוג לרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות משקפת את חוסר הוודאות הקיים בתנאי השוק הנוכחיים באשר להשלמת עסקאות המימון ומכירת הנכסים לצורך שיפור רמת הנזילות של החברה, ובאשר להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על סביבת הפעילות של החברה.

קבוצת דלק בע"מ

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תשלים את המהלכים להגדלת מקורותיה בטווח המידי, קרי בשבועות הקרובים, וכתוצאה מכך לא יהיו לה בפועל מקורות מספיקים לפירעון מלוא התחייבויותיה בששת החודשים הקרובים. במקרה כזה תיתכן אף פעולת דירוג שלילית של מספר רמות דירוג (נוצ'ים) ככל שתגדל אי הוודאות לגבי המקורות המיידים והערכתנו לחשיפת החברה לסיכוני אי ביצוע בזמן (execution risk) של מהלכים אלו, שמטבעם מושפעים לשלילה מתנאי השוק הנוכחיים.

נשקול את הוצאת הדירוג מרשימת המעקב בהתאם להשלמת התהליכים, כולל קבלת מימון מבנקים, קבלת דיבידנדים מחברות בנות ומימוש נכסים תוך חיזוק הנזילות של החברה לשנה הקרובה. פעולת דירוג חיובית אינה סבירה בטווח הקרוב, בשל פרופיל הנזילות החלש ורמות המינוף הגבוהות של החברה, ולנוכח תנאי השוק הקיימים המשפיעים מהותית לשלילה על מחירי הדלקים והביקושים ועל שווי נכסי החברות הבנות.

נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של קבוצת דלק כ"חלשה". אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יהיה נמוך משמעותית מ-1.0x בשנה הקרובה. רמת הנזילות החלשה מתבססת בין היתר על הערכתנו כי מקורותיה הוודאיים של החברה אינם מספיקים כרגע למימון שימושיה אף בששת החודשים הקרובים.

כאמור, בימים אלה מקדמת החברה מספר מהלכים לשיפור מקורותיה, ביניהם מכירת חברת הבת דלק ישראל, קבלת הלוואה בגין תמלוגים מכריש ותנין ואיגוח תמלוגי על בגין מאגר לווייתן. מהלכים אלה, אם יצאו לפועל, צפויים להניב לחברה תזרימים לשירות חלויותיה, שכן הנכסים חופשיים משעבוד. בהינתן מצב השווקים המקומי והעולמי והאי ודאות השוררת בשוק, חשופה החברה לסיכוני אי ביצוע בזמן (execution risk) של מהלכים אלה שהם מורכבים יחסית ועל כן לא נלקחו בתרחיש הבסיס שלנו.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה, ברמת ודאות גבוהה יחסית, בששת החודשים שיחלו ב-1 באפריל, 2020, הם:

- מזומן בהיקף של 216 מיליון ₪.
- דיבידנד מאיתקה בסך 185 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות אג"ח והוצאות ריבית של כ-318 מיליון ₪.
- תשלום חלויות חוב בנקאי והוצאות ריבית של כ-116 מיליון ₪.
- תשלומים אחרים בסך של כ-54 מיליון ₪.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את דירוג סדרות האג"ח הלא מובטחות של קבוצת דלק (סדרות י"ג, כ"ב, ל"א, ל"ג, ל"ד) לדירוג 'ilBBB', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא 4, ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50% (בחלק העליון של טווח זה).
- דירוג שיקום החוב של סדרות האג"ח הלא מובטחות מושפע מירידת השווי של תיק הנכסים יחד עם התגברות הלחץ על הנזילות והצורך במימוש מהיר יותר של נכסים.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2022
- שווי השוק של תיק ההשקעות יחד עם המזומן שבקופת החברה יפחת ביום כשל הפירעון עד ליתרת החוב בשל ירידה חדה בשווי השוק של מניות דלק קידוחים וכהן פיתוח גז ונפט. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-40% במימוש מהיר.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי אין פעילות ברמת החברה וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- הנושים יפעלו לממש את הבטוחות וההחזקות בחברות הבנות או בחלק מהן.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי נכסי החברה (ברוטו) בעת הפירוק: כ-4,430 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-4,209 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (לא מדורג): כ-1,272 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-2,937 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-6,112 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח (סדרות י"ג, כ"ב, ל"א, ל"ג, ל"ד): 30%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (סדרות י"ג, כ"ב, ל"א, ל"ג, ל"ד): (1 עד 6): 4 נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדירוג

נזילות: חלשה

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לשימוש בדירוגים בקבוצת ה-CC וה-CCC](#), 1 באוקטובר, 2012
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה](#), 1 בדצמבר, 2015
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019

קבוצת דלק בע"מ

- הגדרות הדירוג של [S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-1 באפריל, 2020)	
קבוצת דלק בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
ilBBB-Watch Neg	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
ilBBB-Watch Neg	סדרה יג,כב,לא,לג,לד
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilBBB-Watch Neg	אפריל 01, 2020
ilA-Watch Neg	מרץ 12, 2020
ilA-Stable	דצמבר 26, 2011
ilA-Negative	ינואר 05, 2011
ilA-Stable	מאי 26, 2009
ilAA-Watch Neg	נובמבר 30, 2008
ilAA-Stable	מרץ 26, 2007
ilAA	יוני 29, 2005
ilAA-	ספטמבר 01, 2001
פרטים נוספים	
12:38 01/04/2020	זמן בו התרחש האירוע
12:38 01/04/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, S&P") צדדים (הקשורים) אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האכזריות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.