

1.7.20

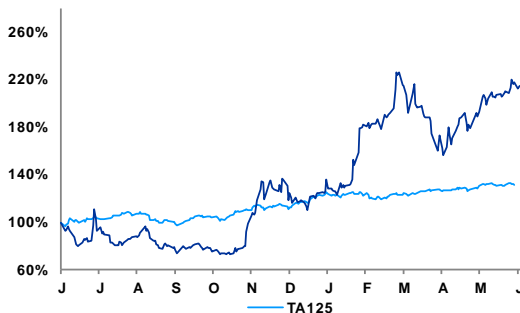
קבוצת דלק: פרופיל סיכון גבוה

אלה פריד

קבוצת דלק: השקעה ספקולטיבית בסיכון גבוה

חברה	שוי שוק למניה (₪)	מחיר יעד למניה (₪)	המלצה
דלק קבוצה	220	209	HOLD

גרף מניה/מדד (12 חודשים אחרונים)



מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות
eyald@bll.co.il
אלה פריד | אנליסטית - אנרגיה
ella.fried@bll.co.il

מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה
merav@leumipartners.com

ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן
barryg@leumipartners.com

רוני סלוצקי | אנליסטית - תעשייה
ronis@leumipartners.com

עומרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה
omril@leumipartners.com

מעין בק-מרומ | אנליסטית - מזון
maayan@leumipartners.com

מחקר ניירות ערך זרים

גיל דטנר | אסטרטג ניירות ערך זרים
gil.dattner@bll.co.il

אנו מעלים את ההמלצה שלנו למניית קבוצת דלק ל"החזק", עם מרכיב ספקולטיבי גבוה, ומעדכנים את מחיר היעד ל-209 ש"ח. ההמלצה שלנו נשענת על שילוב גורמים חיוביים, שיפור חד בסביבה העסקית והמשך הפעולה הנחושה של החברה למימוש נכסי המשנה.

התפיסה שלנו פשוטה: מימוש נכסי קבוצת דלק מספיק בכדי לממן את התחייבויותיה, גם בשוק אנרגיה הרבה פחות חזק מהיום. משכך, למרות שהלחץ השמרני מגיע באופן טבעי מבעלי החוב, הרי שהסיכון כולו נמצא במגרש של בעלי ההון.

בנוסף, להערכתנו קיים סיכוי סביר שפרופיל הסיכון של מניות הקבוצה ימשיך להיות גבוה - גם בתרחישים אופטימיים. זה נובע משילוב בין מבנה הון ממונף בחברת ההחזקות לבין פרופיל הסיכון של חברות גז ונפט - נכסים פוסיליים שנתפסים כיום, יותר מאי-פעם, כנכסי סיכון. התפיסה שלנו בקשר לתפקידו של הגז הטבעי בטווח הבינוני אופטימית למדי, והשיעור הגבוה שלו בתמהיל ההפקה היומית של הקבוצה boe/d 103,000 - העומד על שיעור של 73% מההפקה - תומך בהעלאת המלצה.

רישום איתקה למסחר: הזהירות בקשר רישום למסחר של נכס מרכזי מובנת, וייתכן שאף מוצדקת, למרות ההשפעה הקריטית של המהלך על יכולת מיחזור חוב בריביות נורמטיביות. נציין שבהתאם ללוחות הסילוקין המקוריים, בתקופה של אפריל 2021 עד מרץ 2022 לחברה פירעונות קרן וריבית בסך 2.4 מיליארד שקלים, ובתקופה של אפריל 2022 עד מרץ 2023 כ-1.2 מיליארד שקלים נוספים. להערכתנו, נוצר חלון הזדמנויות למוניטציה של איתקה, הנתמכת גם ע"י השפל במרווחי הריביות, שמעניק לדלק סיכוי הוגן להסדרת החוב - בהנחה שההתאוששות לא תבלם ע"י התפשטות ווריאנט דלתא.

נקודות מרכזיות ביחס לחברה ולתחום הפעילות:

תמהיל ההפקה היומית של אחזקות הקבוצה (דלק קידוחים ואיתקה) - 73% גז, הינו התמהיל האנרגטי המועדף כיום ע"י המשקיעים.

מחיר הנפט עלה בממוצע בשיעור של 25%. חבית נפט נסחרת כיום במחיר של 75 ד', כאשר ב-6 החודשים האחרונים עמד המחיר הממוצע שלה על 65 ד' - עליה של 25% ביחס למחיר הממוצע בחודשי יולי-דצמבר 2020.

חוזה גז טבעי לאספקה באוגוסט בבורסת ICE בבריטניה עלה בשיעור של 485% ב-12 החודשים האחרונים, ונסחר בשיא היסטורי של 0.86 ליש"ט ל"תרמל", שווה ערך ל-12 דולר ל-mmbtu.

הושגה הסכמה בין החברה לבעלי אגרות החוב, שהקפיאה למעשה את קובנת הדירוג המינימלי (BBB- מול B שהיה במועד הדוח) כעילה לפירעון עד ל-15 בספטמבר 2021, עם אופציה לדחייה עד ל-31 במרץ 2022, ובלבד שהחברה תפקיד לחשבון הנאמנים את מלוא הסכומים הדרושים לפירעונות.

תוכנית להנפקת איתקה: אנו ממשיכים לאמוד את איתקה באופן שמרני, בגישת השוק, עם עלייה של כ-20% לכדי 1,400 מ' ד', בניכוי חוב שירד וקפקס שעלה. נציין, שהקבוצה התחייבה לבעלי החוב לפעול כמיטב יכולתה להנפקת איתקה עד לאמצע ספטמבר לצד עדכון הנאמנים על ההתקדמות מדי חודש.

הנאמנים על ההתקדמות מדי חודש.

הנפקת אג"ח סדרה לה' השבוע: הונפקה השבוע, בסך של 517 מ' ש', בתשואה של 7.2% (3.6% חצי שנתית).

שורה תחתונה: ייתכן שיהיו מי שימצאו עניין במניית דלק קבוצה בטווח הקצר, בשל המינוף הגבוה, החשיפה לנפט וגז והנחישות לשלם את החוב. עם זאת, בטווח הארוך, הסיכון הגבוה תומך בהעדפה העקבית שלנו לאג"ח של הקבוצה.

גילוי נאות בעמוד 6

מחירי הנפט והגז בשיא. הגז הטבעי בבריטניה - בשיא כל הזמנים

סופר סייקל בסחורות ורוטציה בין המגזרים: מגפת הקורונה הביאה לירידה דרסטית בהיקף הפקת גז ונפט בעולם, לצד ירידה חדה בהשקעות הון בתעשייה, שהושפעו גם מדרישות המשקיעים להגדיל חלוקות. מחירי השיא מהווים גם תמרור אזהרה מבחינת חלק מהמשקיעים, הרואים בהם איום על הביקושים.

תמצית הפעילות של איתקה ברבעון הראשון

		Q1 2021	Q1 2020
Average Production	kboe/d	65	75
Average Realised Oil Price ⁽¹⁾	\$/bbl	60	58
Revenue ⁽²⁾	M\$	321	332
Revenue ⁽²⁾		321	332
Opex ⁽³⁾	M\$	(94)	(106)
G&A and Foreign Exchange	M\$	(6)	(5)
EBITDAX	M\$	221	221
DD&A & Impairment	M\$	(113)	(1,319)
Finance Costs	M\$	(54)	(63)
Other Non-Cash Costs	M\$	8	(7)
Taxation	M\$	(26)	373
Earnings	M\$	36	(795)
Fair value (loss)/gain on hedges	M\$	(112)	510
Taxation	M\$	45	(204)
Total Comprehensive expense	M\$	(31)	(489)

(1) Average realized oil price before hedging

(2) Revenue, realized hedging gains/losses and inventory movements net of royalty costs

(3) Opex costs net of tariff income

תמצית המאזן של איתקה

M\$	31 Mar 2021	31 Dec 2020
Cash and Equivalents	2	1
Other Current Assets	240	258
PP&E	2,577	2,655
Goodwill	722	722
Deferred Tax Asset	401	382
Other Non-Current Assets	249	250
Total Assets	4,191	4,265
Current Liabilities	(457)	(368)
Borrowings	(1,289)	(1,437)
Asset Retirement Obligations	(1,418)	(1,416)
Other Non-Current Liabilities	(97)	(83)
Total Liabilities	(3,261)	(3,304)
Net Assets	930	961
Share Capital	1,250	1,250
Cashflow Hedge Reserve	(23)	44
Retained earnings	(297)	(333)
Shareholders' Equity	930	961

אומדן שמרני בגישת השוק - מכפילים של מדד הנפט והגז ב-FTSE, בים הצפוני ושל חברות הנסחרות בבריטניה

Ticker	Name	EV to Daily Production	EV to Total Reserves	Net Debt to EBITDA LF	B/Est Curr EV/B/Est EBITDA:1FY	EV/DACF
Median	Median	36.89	19.89	2.54	2.86	4.20
TLW LN Equity	TULLOW OIL PLC	63.66	18.33		5.78	2.65
CNELN Equity	CAIRN ENERGY PLC	33.07	21.46	-2.15	5.73	4.67
GENLLN Equity	GENEL ENERGY PLC	18.47			2.19	5.08
GKPLN Equity	GULF KEYSTONE PETROLEUM LTI	13.59		-0.96	3.07	5.80
ENQ LN Equity	ENQUEST PLC	40.71	12.73	14.16	2.56	4.20
DNO NO Equity	DNO ASA	16.12		6.72	2.57	2.18
NORNO Equity	NORWEGIAN ENERGY CO ASA	52.24		4.42	6.05	6.27
TETYSS Equity	TETHYS OIL AB			-1.40	2.65	2.71

כפי שמשתקף ממחירי הנפט בתקופה זו, חל שיפור משמעותי בסביבה העסקית בה פועלת הקבוצה. לנו נראה, כי אם לא תחול נסיגה בבלימת הקורונה, קיים סיכוי טוב להצפת שווי של איתקה, באמצעות הנפקה או הכנסת שותפים. עם זאת, יש לזכור כי המשבר טרם חלף. אנו מניחים דיסקאונט של 10% על שווי איתקה, לצד הנחות אופטימיות ביחס לאפשרויות להנזלת הנכס. אנו אומדים את שווי איתקה בכ-2.340 מ' ד' לפני חוב. אנו מתייחסים להחזר הרוואה צפויה + דיווידנד כמרכיבים בשווי איתקה.

דלק קידוחים – שותפות מוגבלת

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

דלק קידוחים		
22.00%	שיעור ההחזקה בתמר	
17%	שיעור ההחזקה בתמר בניכוי תמלוגים	
45.34%	שיעור האחזקה בלוויתן	
38.1%	שיעור האחזקה בלוויתן בניכוי תמלוגים	
9.40%	שיעור היוון משוקלל של תזרים מזומנים תפעולי	
-57%	%חוב פיננסי משווי כלכלי של הפעילות	
50%	%חוב פיננסי משווי כלכלי של הפעילות ללא תמר	
1,050,000	שווי מכירת ההחזקה בתמר בניכוי תמלוג לפני מס	
- 156,500	מס עתידי (15%+) הוצאות בגין מכירת 22% ממאגר תמר	
3,834,001	שווי ההחזקה בלוויתן בניכוי תמלוגי על, מס והוצאות	
305,000	שווי תמלוג מאנג'אן + חוב	
30,731	שווי תמר פטרוליום 22.6%	
155,000	אפרודיטה 30%	
-76,000	שווי מניות רציו פטרוליום	
	סילוקים טטיס	
5,142,232	סה"כ שווי פעילות	
-2,910,000	חוב פיננסי נטו	
2,232,232	שווי כלכלי לשותפות \$	
1,173,814,691	מספר יחידות השתפות	
\$1.90	שווי כלכלי למניה /יה"ש \$	
₪ 6.19	שווי כלכלי למניה / יה"ש ש"ח	
₪ 5.30	שווי שוק למניה /יה"ש	
17%	אפ-סייד	

מקור הנתונים: דוחות החברה – תחזית תזרימי המזומנים

בציין, שמטעמי שמרנות אנו מציבים את השווי הסחיר של דלק קידוחים במודל שווי הנכסי של קבוצת דלק, ולא את אומדן השווי הכלכלי שלנו, המוסיף ל-NAV של דלק כ-14%.

תחזית תזרים מזומנים של קבוצת דלק שפורסמה על-ידי החברה

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

מ- 01/01/2023 עד 31/3/2023	2022	מ- 01/04/2021 עד 31/12/2021	הנחות	
410	277	84	1	יתרת פתיחה של מזומנים
				תקבולים
141	141	-	2	חלוקות רווחים חזויות מדלק קידוחים
-	-	1,024	3	חלוקות דיבידנדים חזויות מאיתקה / פרעון הלוואות בעלים
-	19	38	4	חלוקות דיבידנדים חזויות מדלק ישראל
141	160	1,062		סה"כ דיבידנדים ממוחזקות
-	-	190	5	מימוש נדל"ן - עכו
-	-	38	5	מימוש דלק ישראל - רוכשי דלק ישראל
455	244	18	5	מימוש - נכסים אחרים
-	74	147	6	גיוס הון - מניות החברה
-	-	32	7	תקבולים אחרים
-	-	962	8	מהלך הוני באיתקה
455	318	1,387		סה"כ תקבולים אחרים
-	250	260	9	מימון כנגד שעבוד יחידות דלק קידוחים
-	250	260		סה"כ הלוואות וגיוס נוסף
596	728	2,709		סה"כ תקבולים
				תשלומים
732	1,778	642	10	תשלומי קרן אגרות חוב
61	199	166	10	תשלומי ריבית אגרות חוב
-	-	26	11	פרעון הלוואה מ-BNP
2	32	17	12	תשלומי ריבית הלוואות מבנקים והתחייבויות אחרות
795	2,009	851		סה"כ תשלומי חוב (קרן וריבית)
25	118	133	13	תשלומים אחרים
25	118	133		סה"כ תשלומים אחרים
-	(1,532)	1,532	14	העברה לחשבון המשועבד לטובת נאמן אג"ח
820	595	2,516		סה"כ תשלומים
186	410	277		יתרת סגירה של מזומנים

מקור הנתונים: דוחות החברה – תחזית תזרימי המזומנים

מודל NAV של קבוצת דלק *

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

מיליוני ₪

3,330.0

3,208.0

1,004.0

-320.8

0.0

280.0

280.0

213.0

242.0

-340.0

-4,204.0

4,311.0

3,692.2

3,872.1

-5%

נכסים עיקריים

שווי שוק האחזקה בדלק קידוחים

*איתקה - מרכיבי שווי

איתקה בפנסי דיווידנד + החזר הלואה

הזרמה הונית צפויה מאיתקה (החזר הלואה + דיווידנד)

דיסקאונט היעדר סחירות 10%

מזומן, פקדונות והשקעות שוטפות

יתרת ההחזקה בדלק ישראל

יתרת תמלוג לויתן

הלוואות מוכרים הפניקס 50%

נדלן הלוואות בעלים

מטה

חוב פנסי נטו

** שווי NAV לפי מחיר כלכלי לדלק קידוחים

שווי NAV סחיר

דלק קבוצה שוי שוק 30.62021

אפסייד/דאונסייד

מקור הנתונים: דוחות החברה – מבוסס על הנחות לאומי שוק הון

* מרכיבי שווי של איתקה פוצלו על-ידינו לצורך התאמה ל-NAV. אנו אומדים את איתקה בגישת השוק באופן שמרן לפי מכפיל הפקה. עמוד 2.

** שווי ה-NAV שלנו עולה ב-14% בהנחת שווי כלכלי המבוסס על ההמלצה שלנו לדלק קידוחים.

שורה תחתונה: ייתכן שיהיו מי שימצאו עניין במניית דלק קבוצה בטווח הקצר, בשל המינוף הגבוה, החשיפה לנפט וגז והנחישות לשלם את החוב. עם זאת, בטווח הארוך, הסיכון הגבוה תומך בהעדפה העקבית שלנו לאג"ח של הקבוצה.

גילוי נאות (בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי שוקי הון ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשוי להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כיעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשקולם טרם קבלת ההחלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראות רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיעדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי שוקי הון ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדרך כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשות, מראש ובכתב, מאת לאומי שוקי הון, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי שוקי הון במישרין.

באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל: bl.unsubscribe@bankleumi.co.il

אני, אלה פריד, העובד/ת בבנק לאומי לישראל בע"מ, רח' יהודה הלוי 35 מס' טלפון 076-8858553, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ניסיוני: 12 שנים

פרטי השכלתי: מוסמך במנהל עסקים

רישיון ניהול תיקים שהותלה עקב עבודתי בבנק

התגובה הוכנה בתאריך 1 יולי 2021

התגובה פורסמה בתאריך 1 יולי 2021

הסקירה מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה - 1995. אין להפיץ, להעביר, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק מראש ובכתב.

מטעם בנק לאומי

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום עבודת האנליזה, התקיימה הנפקה פרטית או הצעה לציבור של ניירות ערך המסוקרים, שלאומי פרטנרס בע"מ, ניהל, ו/או ייעץ ו/או שימש בה כחתם.

חדר עסקאות בנק לאומי

מנהל מסחר נייע ישראליים

רוני גיטלין
03-5118691

Rony.gitlin@bankleumi.co.il

דסק אג"ח

שחר ליבוביץ
מנהל הדסק
076-8859342
shaharl@bll.co.il

מיכאל סברדליק
סוחר
03-5112605

Michel.sverdlik2@bankleumi.co.il

דניאל שרמן

סוחר
076-8859345

daniel.shermen@bll.co.il

גיא גיל כהן

סוחר
076-8859342

Guygil.cohen@bankleumi.co.il

מיכל קלוג-גלנטי

סוחרת
03-5112606

michal.klug-galanti@bll.co.il

דסק מניות ונגזרים

דניאל רפפורט
מנהל הדסק
03-5112606

daniel.rapoport@bll.co.il

מזי שמחוני לריה

סוחרת
076-8859345

Mazi.laria@bankleumi.co.il

מעוז הראל

סוחר
03-5112606

Maoz.harel@bankleumi.co.il

שני סלוקי כהן

סוחרת
03-5112606

shani.slukicohen@bankleumi.co.il

סער גולן

סוחר
03-5112606

Saar.golan@bankleumi.co.il

דסק השאלות

דודי רובינשטיין

מנהל דסק השאלות
03-5112605

Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il

גיא גזית

סוחר
03-5112605

Guy.gazit@bankleumi.co.il

שרון כתב

סוחר
03-5112605

sharon.katav@bankleumi.co.il

מחקר אג"ח וריביות

קובי לוי

ראש דסק אסטרטגיה
076-8858173

Koby.levi@bankleumi.co.il

דודי רזניק

אסטרטג ריביות
076-8857439

Dudi.reznik@bankleumi.co.il

עופר הילד

ראש דסק מחקר בנקאות פרטית
076-8858752

oferhi@bll.co.il

מחקר מניות

אייל דבי

מנהל תחום מחקר מיקרו
076-8858553

eyald@bll.co.il

גיל דטנר

אנליסט נייע זרים
076-8859343

gil.dattner@bll.co.il

אלה פריד

אנליסטית בכירה
076-8859699

ella.fried@bll.co.il



חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון