

דלק קידוחים ש.מ.

דירוג ראשוני ו דצמבר 2016

אנשי קשר:

ישי טריגר- ראש צוות בכיר- מעריך דירוג ראשי
yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק- ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yuvals@midroog.co.il

דלק קידוחים ש.מ.

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג קובעת דירוג A1.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק דלק קידוחים ש.מ. (להלן: "השותפות") בסך של עד 200 מ' דולר ע.ג. (להלן: "סדרה א"). תמורת ההנפקה תשמש למימון צרכיה ומטרותיה של השותפות ובין היתר לחלוקות רווחים. קרן אגרות החוב תעמוד לפירעון בתשלום אחד בדצמבר 2021, כאשר הריבית תשולם בתדירות חצי שנתית.¹

אודות השותפות

דלק קידוחים ש.מ. הינה שותפות מוגבלת אשר התאגדה ביולי 1993, מכוח הסכם שנערך בין דלק ניהול קידוחים (1993) בע"מ, כשותף כללי (להלן: "דלק ניהול קידוחים"), לבין חברת דלק נאמנויות קידוחים בע"מ, כשותף מוגבל, המשמש כנאמן (להלן: "דלק נאמנויות"). דלק ניהול קידוחים ודלק נאמנויות הינן חברות בנות של דלק מערכות אנרגיה בע"מ, חברה ציבורית אשר נמצאת בשליטת קבוצת דלק בע"מ (להלן: "קבוצת דלק")², אשר בעל השליטה בה הינו יצחק תשובה.

השותפות עוסקת בהפקה ומכירה של גז טבעי וקונדנסט (Condensate) ממאגר הגז "תמר" (להלן: "תמר"). בנוסף עוסקת השותפות בפעילויות קידום ותכנון הרחבת מאגר תמר, תכנון ופיתוח המאגרים "לויתן" (להלן: "לויתן") ו-"אפרודיטה" (להלן: "אפרודיטה"), וכן בפעילויות חיפושי נפט וגז. יחידות ההשתתפות של השותפות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א ונכללות במדד ת"א 25.

השותפות מחזיקה בשיעור של כ- 15.6% במאגר תמר, כ- 22.7% במאגר לויתן ו- 15% במאגר אפרודיטה. מאגר תמר החל בהפעלה מסחרית במרץ 2013, ומספק את מרבית הביקוש לגז טבעי במשק הישראלי. בהתאם להערכת NSAI³ ונכון לסוף שנת 2015, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 291, לפי קטגוריה 2P⁴, שמתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 207 לפי קטגוריה 1P⁵. בין לקוחות המאגר ניתן למנות את חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל"), יצרני חשמל פרטיים (יח"פים) ומפעלי תעשייה. בעלי הזכויות במאגר תמר פועלים לקידום ופיתוח תכניות הרחבה של מערך הפקת הגז הטבעי מן המאגר, לצרכי שיווק למשק המקומי ולשוקים גלובליים כאחד. ביוני 2014, הנפיקו דלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט ש.מ. (להלן: "השותפויות"), באמצעות חברת דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, אגרות חוב המדורגות Aa2.il באופק יציב. נכון למועד הדוח, היקף החוב הבכיר המדורג עומד על כ- 1.6 מיליארד דולר⁶ (להלן: "החוב הבכיר"). בנוסף, פועלת השותפות לקידום, תכנון ופיתוח של מאגרי הגז לויתן ואפרודיטה. מאגר לויתן נמצא לקראת שלב הפיתוח ובהתאם להערכת NSAI⁷ כולל עתודות גז של כ- BCM 621, לפי קטגוריה 2C⁸, שמתוכן עתודות מוכחות של כ- BCM 151 לפי קטגוריה 1C⁹, המצריכות השקעה מהותית לצורך פיתוחו, הנאמדת בשלב הראשון בסך של כ- 4 מיליארד דולר עד לתחילת הזרמת גז טבעי מן המאגר (First Gas). מאגר אפרודיטה נמצא טרם שלב הפיתוח.

¹ במידה ויחול קיטון בשיעור ההחזקה של השותפות בחזקת תמר, מתחת ל- 5% (מתוך סך ההחזקות בתמר של כלל השותפים) בשרשור מלא, תפרע השותפות בפירעון מיידי כפוי, כך שלאחר הפירעון יותרו מחצית מן הערך הנקוב של אגרות החוב שהונפקו.

² קבוצת דלק בע"מ מדרגת A2.il באופק יציב.

³ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁴ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מהכמות שצוינה.

⁵ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מהכמות שצוינה.

⁶ לפני ניכוי קרנות ייעודיות.

⁷ נכון לסוף הרבעון השלישי לשנת 2016.

⁸ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר ימצאו יהיו שוות או גבוהות יותר מהכמות שצוינה.

⁹ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר ימצאו יהיו שוות או גבוהות יותר מהכמות שצוינה.

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחים בחשבון, בין היתר, הגורמים הבאים: (1) מאגרי הגז הטבעי עונים על צרכים לאומיים ומאפשרים עצמאות אנרגטית למדינת ישראל, תוך צמצום התלות בפחם ונפט וכן הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה למשך עשור, תוך הסדרת יציבות מחירים, כמויות ייצוא ואבני דרך לפיתוח מאגרים קיימים; (3) להערכת מידרוג, פרופיל הסיכון הענפי בה פועלת השותפות הינו בינוני עד גבוה. עם זאת, הענף הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לחיפוש והפקה של נפט וגז טבעי, השקעות הוניות גבוהות ויכולת טכנית מוכחת; (4) יציבות ביקושים והסכמים ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP¹⁰ ומחיר רצפה, אשר עולים בקנה אחד עם הביקוש הגובר לגז טבעי במשק. ב- 12 החודשים שהסתיימו ב- 30 בספטמבר 2016, הצריכה המשקית של גז טבעי הסתכמה בכ- 9.5 BCM, לעומת כ- 8.4 BCM בתקופה המקבילה אשתקד. לפי הערכות במשק, היקף צריכת הגז הטבעי בשנת 2016 צפוי להסתכם בכ- 9.4 BCM, המשקף גידול של כ- 12% ביחס לשנת 2015; (5) אסטרטגיית השותפות בקשר עם מכירת החזקותיה במאגרים כריש, תנין¹¹ ותמר, במקביל לפיתוח מאגר לווייתן; (6) נתח שוק משמעותי בשוק המקומי, לרבות מקטע ההפקה, העתודות המפותחות וסך משאבי הגז אשר מותנים בפיתוח מאגרים. עם זאת, לאחר השלמת מכירת המאגרים כריש, תנין ותמר, צפוי נתח השוק של השותפות להצטמצם במידה מסוימת; (7) ניסיונו ויכולתו של קבלן ההקמה והתפעול, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"), בקשר עם פיתוח מאגר לווייתן, ממתן במידת מה את סיכוני ההקמה והתפעול. עם זאת, פיתוח מאגר גז טבעי טומן בחובו מנעד רחב של סיכונים, לרבות השקעות CAPEX גבוהות, חוסר ודאות וסיכונים גאופוליטיים; (8) גמישות פיננסית הנשענת על רמת מינוף נמוכה, אשר תומכת בדירוג השותפות. בהתאם לנתוני דצמבר 2016, עומד יחס ה-LTV לפי שווי שוק על כ- 32%, טרם הנפקת סדרה א'; (9) רווחיות תפעולית ותזרימי מזומנים גבוהים ויציבים, הנשענים על מאגר תמר בטווח הבינוני. ביתר פירוט, משנת 2014 שומרת השותפות על רמת רווחיות תפעולית ממוצעת של כ- 60%. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2016, הציגה השותפות EBITDA בהיקף של כ- 155 מ' דולר ו-FFO בהיקף של כ- 137 מ' דולר, לעומת כ- 140 מ' דולר וכ- 125 מ' דולר, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד; (10) יחסי כיסוי הריבית מהירים, אולם יחסי כיסוי החוב איטיים ביחס לדירוג, ונגזרים מהפעילות. בהתאם לפרפורמה לשנת 2016¹², יחס כיסוי הריבית צפוי לעמוד על כ- 5.4, יחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO על כ- 4.8, ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA על כ- 3.9; (11) נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על רווחיות איתנה ויציבה. עם זאת, חלוקת רווחים בהיקפים משמעותיים אשר תשחק את תזרים המזומנים החופשי שלה, עלולה להשפיע לרעה על הדירוג.

בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, תתמקד השותפות בפיתוח מאגר לווייתן, במקביל למכירת החזקותיה במאגרי כריש ותנין בטווח הקצר ומכירת החזקותיה במאגר תמר, החל משנת 2017 ועד לשנת 2020. כמו כן, צפויה נובל אנרג'י לעמוד בלו"ז ההקמה (עד לשנת 2020), ובמסגרת התקציבית לפיתוח מאגר לווייתן. בד בבד, תשמור השותפות על גמישות פיננסית הנגזרת מרמת מינוף נמוכה, כאשר יחס ה-LTV לפי DCF¹³ ינוע בטווח של 28%-37%. יתר על כן, שיעורי הרווחיות יהיו דומים לשנים קודמות, היקף ה-EBITDA השנתי ינוע בטווח של 170-220 מ' דולר, וה-FFO ינוע בטווח של 100-150 מ' דולר. בטווח הקצר והבינוני, יחס כיסוי הריבית ינוע בטווח של 3.1-5.0 ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ינוע בטווח של 4.0-6.7. שמירה על רמת נזילות ההולמת את הדירוג, וחלוקת רווחים לא תשחק את תזרים המזומנים החופשי של השותפות. ב- 12 החודשים שיסתיימו ב- 31 בדצמבר 2017, הוצאות ה-CAPEX במאגר תמר יסתכמו בכ- 155 מ' דולר, ובמאגר לווייתן בכ- 295 מ' דולר, תשלומי הריבית¹⁴ יסתכמו בכ- 48 מ' דולר, במקביל לחלוקת רווחים, הן מהפעילות השוטפת והן בגין מכירת החזקותיה במאגרים השונים.

¹⁰ Take Or Pay

¹¹ ביום 16.8.2016 נחתם הסכם למכירת החזקות השותפויות ונובל אנרג'י במאגרים כריש ותנין. עסקת המכירה טרם הושלמה.

¹² לא כולל את סדרה א'.

¹³ DCF תרחיש מידרוג.

¹⁴ בהתאם למבנה חובות השותפות, אין פירעון קרן במהלך שנת 2017.

דלק קידוחים: נתונים פיננסיים עיקריים, במ' דולר¹⁵

31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/09/2015	30/09/2016	
205	230	247	188	202	הכנסות
30	36	36	27	29	תשלום תמלוגים
84	131	150	117	132	רווח תפעולי
164	165	185	140	155	EBITDA
61	70	112	95	107	רווח נקי
113	117	145	125	137	FFO
238	115	81	69	68	הוצאות CAPEX
686	988	982	986	976	חוב פיננסי
583	705	740	700	633	חוב פיננסי, נטו
4.2	3.1	4.4	4.8	5.3	*FFO+Interest / Interest
6.1	8.5	6.8	5.9	5.3	חוב ל- FFO*

*גילום לערכים שנתיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיבות מאגרי הגז הטבעי, תמר ולויתן, למשק הישראלי

פיתוח מאגרי הגז עונה על צרכים לאומיים של מדינת ישראל ומובילים אותה לעצמאות אנרגטית. באמצעות המאגרים ניתן לספק את צרכיה האנרגטיים של המדינה למשך עשרות שנים ואף למצב אותה כספקית גז אזורית, לפיכך מהווים המאגרים גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי. הגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל ולקטר הצמיחה המשקית, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בפחם ונפט, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות בעת ובעונה אחת. לאור זאת, הבטחת זמינות מתמדת של מגוון מקורות גז טבעי הינה בעלת חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה.

מתווה הגז יוצר יציבות רגולטורית בענף

באוגוסט 2015 התקבלה החלטת ממשלה בנושא מתווה להגדלת כמות הגז הטבעי אשר מופק ממאגר תמר, במקביל לפיתוח מהיר של המאגרים לויתן, כריש ותנין (להלן: "מתווה הגז"). מתווה הגז קיבל תוקף בדצמבר 2015, בעת שניתן לשותפות פטור מהוראות חוק ההגבלים העסקיים, מכוח הוראת סעיף 52 לחוק ההגבלים העסקיים (להלן: "הפטור"). לאור הפטור שניתן, עתרו גופים שונים לבג"צ כנגד מתווה הגז, וכן בקשר עם התחייבות הממשלה להגביל שינויים עתידיים ברגולציה על משק הגז הטבעי בישראל (להלן: "פסקת היציבות"). במאי 2016 אימצה הממשלה בשנית את החלטתה בנידון, תוך קביעת הסדר חלופי לפסקת היציבות, במסגרתו תהא "סביבה רגולטורית יציבה" למשך 10 שנים מיום קבלת ההחלטה, במקטע חיפושי הגז הטבעי והפקתו. ראוי לציין כי הפטור שניתן מותנה בקיום תנאים מקדימים, כמפורט בהחלטת הממשלה¹⁶ ובפס"ד שניתן ע"י בג"צ, הכוללים בין היתר, את מכירת החזקות השותפות במאגרים, כריש, תנין ותמר. להערכת מידרוג, מתווה הגז מאפשר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר, תוך יצירת אבני דרך לפיתוח מאגר לויתן ולהסדרת ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים.

ענף ריכוזי עם חסמי כניסה גבוהים, אשר צפוי להיפתח לתחרות מסוימת בשנת 2020

להערכת מידרוג, פרופיל הסיכון הענפי בה פועלת השותפות הינו בינוני עד גבוה. עם זאת, נכון למועד הדוח, מאגר תמר הינו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מהמצוף הימי (BUOY). למעשה, בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממרץ 2013¹⁷, ועד להפעלתו המסחרית של מאגר לויתן, אשר צפויה לחול עד לשנת 2020. בענף קיימים חסמי כניסה משמעותיים הנובעים, בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לביצוע חיפושי נפט וגז טבעי, עמידה בדרישות החוק והאסדרה בתחום, לרבות הנחיות וקריטריונים של הרגולטורים, השקעות CAPEX ניכרות ויכולת טכנית של המפעיל. חסמי הכניסה מקבלים משנה תוקף בכל הנוגע לפעילות חיפוש ו/או הפקה של גז טבעי בים, ומחייבים שימוש בטכנולוגיות ייחודיות, בהשוואה לממצא יבשתי אשר עלויות פיתוחו עשויות להיות נמוכות באופן משמעותי.

¹⁵ לפי הדוחות הכספיים של השותפות והתאמות מידרוג ליחסים הפיננסיים.

¹⁶ החלטת ממשלה מספר 476, מיום 16.08.2015.

¹⁷ מועד הפעלתו המסחרית של מאגר תמר.

לאור האמור, ניכר כי הענף מאופיין בחסמי כניסה רבים ובריכוזיות גבוהה, כאשר עם הזמן (ולאחר פיתוח מאגרים נוספים) צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין מספר מועט של שחקנים, המספקים שירותים דומים.

יציבות ביקושים הנובעת מהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז, בעלי רכיב TOP ומחיר רצפה

על פי הערכות ועדת צמח¹⁸, היעד לשימוש בגז הטבעי מתוך סך המקורות המשמשים לייצור חשמל במשק, הינו כ- 75% לטווח ארוך. משרד האנרגיה צופה כי עד לשנת 2020 יהווה הגז הטבעי כ- 69% מסך ההספק המותקן לייצור חשמל בישראל, בקרב חברת החשמל ויח"פים. בשנת 2015 שימש הגז הטבעי כמקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל במשק (כ- 60%). ב- 12 החודשים שהסתיימו ב- 30 בספטמבר 2016, צריכת הגז הטבעי ברמה המשקית הסתכמה בכ- BCM 9.5, לעומת כ- BCM 8.4 בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ- 13%. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי, נובע מהפעלתם המסחרית של יח"פים, ומתבטא בגידול מתמשך בביקושים לגז טבעי. בעלי הזכויות במאגר תמר מחזיקים בהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים מחיר רצפה, רכיב TOP והצמדות שונות, בהיקף מינימאלי הנע בין BCM 8.6-10.6 בטווח הבינוני, על בסיס שנתי. בעלי הזכויות במאגר לויתן מחזיקים בהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, בהיקף הנע בין BCM 4.5-4.9, על בסיס שנתי (המהווים כ- 40% מסך תפוקת הגז החזויה בשלב הפיתוח הראשוני), כאשר כ- BCM 3 מהכמות החתומה מיועדת לייצוא לירדן וטומנת בחובה סיכונים גאופוליטיים. כמו כן, מתנהלים מו"מ עם גורמים שונים, למכירת כמויות נוספות, בין היתר, למצרים, טורקיה וכן לצרפתים מקומיים. בדצמבר 2015, הכריז משרד האנרגיה על הפחתה מיידית של כ- 15% בשימוש בפחם לייצור חשמל בשנת 2016, כאשר בשנת 2017 ההפחתה צפויה להגיע לכדי 20%¹⁹. בד בבד, באוגוסט 2016, הורה משרד האנרגיה על סגירת היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (כ- 1,440 מגוואט), עד שנת 2022. להערכת מידרוג, הביקוש לגז טבעי צפוי להמשיך לגדול לאור התפתחות משק האנרגיה והחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם. בנוסף, קיים פוטנציאל בלתי מבוטל של צריכת גז טבעי בענף התחבורה הציבורית ובתעשייה, הצפויים לתרום בטווח הארוך לעלייה בהיקף ההסכמים ולפיזור לקוחות. להערכתנו, קיומם של מחירי רצפה, רכיב TOP והצמדות שונות במסגרת ההסכמים כאמור, תורמים ליציבות התזרימית של השותפות.

אסטרטגיית השותפות כוללת מכירת נכסים ופיתוח מאגר לויתן

אסטרטגיית השותפות הינה להשביח את נכסיה, אשר צפויים להימכר בטווח הקצר עד בינוני (מאגרי כריש, תנין ותמר), ולקדם את פיתוח מאגר לויתן עד לשנת 2020. השותפות מתכוונת להמשיך ולהפיק גז טבעי וקונדנסט ממאגר תמר, תוך קידום ותכנון הרחבתו, על מנת להשיא את ערכו של המאגר בטרם מכירת הזכויות בו, כפי שנקבע במסגרת מתווה הגז. בכוונת השותפות להשלים את מכירת מאגרי כריש ותנין בטווח הקצר, וכן למכור את החזקתה במאגר תמר, החל משנת 2017 ועד לשנת 2020. בד בבד, השותפות פועלת לקידום פיתוחו של מאגר לויתן, בשני שלבים: (1) בשלב הראשון, הפיתוח יאפשר הפקת גז מרבית של כ- 12 BCM בשנה; (2) בשלב השני, באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ- BCM 21 על בסיס שנתי, באופן שיספק את צרכי המשק המקומי ואף יאפשר לייצא כמויות משמעותיות של גז טבעי לשווקים שונים. כמו כן, בטווח הארוך מתכוונת השותפות לקדם את תכנון פיתוחו של מאגר אפרודיטה, לצד קידום תכניות מסחר הגז הטבעי באמצעות ייצוא בצורת אזורית ו/או באמצעות הנזלתו. ראוי לציין כי בימים אלה בוחנת השותפות דרכים לשיפור מיצובה ויכולתה בשוק ההון, לרבות ביצוע שינויים מבניים. במסגרת זו, נמצאת השותפות בתהליך למיזוג השותפות עם אבנר חיפוש נפט ש.מ.

נתח שוק משמעותי בשוק המקומי

השותפות מחזיקה בנתחי שוק משמעותיים בשוק המקומי בכל ההיבטים שנבחנו - סך ההפקה הנוכחית (production), סך עתודות הגז המפותחות (proved developed reserves) (1P) וסך משאבי הגז אשר מותנים בפיתוח מאגרים (proved reserves) (1C). נתחי השוק של השותפות מעידים על חוסנה ויציבותה, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך. למרות זאת, יש לציין כי לאחר מכירת החזקותיה במאגרים כריש, תנין ותמר, נתח השוק שלה צפוי להצטמצם על פני זמן.

¹⁸ וועדה בין-משרדית, אשר מונתה באוקטובר 2011 לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל.
¹⁹ ביחס להיקף צריכת הפחם כפי שהייתה בשנת 2015.

סיכוני פיתוח והקמה של מאגר לווייתן

השותפות נמצאת לקראת תכנית פיתוח מאגר לווייתן, הכוללת שני שלבים כפי שפורט לעיל. עלות השלב הראשון צפויה להסתכם בכ- 4 מיליארד דולר (כאשר חלקן של השותפויות נאמד בכ- 1.8 מיליארד, כ- 900 מ' דולר כ"א) וצפוי להסתיים עד לשנת 2020. בהקשר זה נציין כי במהלך חודש נובמבר 2016 נחתם מכתב התחייבות להעמדת הלוואה למימון חלקן של השותפויות בהיקף של עד 1.75 מיליארד דולר, אשר תועמד לפירעון בסוף שנת 2020 (להלן: "הלוואת הגישור"). במסגרת הלוואת הגישור שעבדו השותפויות את זכויותיהן במאגר לווייתן. פיתוח המאגר טומן בחובו סיכוני הקמה רבים אשר לוקחים בחשבון את הפער, בין האופן בו אמור המאגר להיות מוקם ומתופעל לבין מועד השלמתו, תקציבו הסופי וביצועיו בפועל, לרבות: (1) פיתוח מאסיבי של מאגר לווייתן מצריך השקעות CAPEX משמעותיות; (2) פיתוח מאגר גז והפקתו המסחרית יכולים להימשך תקופות ממושכות ולהתאפיין במידה של חוסר ודאות בנוגע לעלויות, ללוחות זמנים וכיו"ב, בפרט כאשר מדובר במאגר ימי (off shore), שכן מדובר בפעילות מורכבת בעלת סיכון גבוה, המצריכה שימוש במתקני הפקה ייחודיים; (3) סיכונים גאופוליטיים אשר עלולים להשפיע על נכונותם של מדינות וגופים זרים (במזרח התיכון בפרט), להתקשר ביחסים עסקיים עם חברות ישראליות. להערכת היועץ הטכני אשר בחן את מאפייניו של מאגר לווייתן, ביכולתו של קבלן ההקמה, נובל אנרג'י, לעמוד בל"ז ובתקציב ההקמה שנקבע לפרויקט, לאור ניסיונו בפרויקטים מסוג זה.

ניסיונה של חברת נובל אנרג'י ממתנת את הסיכון התפעולי

נובל אנרג'י מתאפיינת בניסיון רב בקידוחים במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל. נובל אנרג'י מוחזקת ע"י חברת Noble Energy, Inc אשר מדורגת Baa3, באופק שלילי. נובל אנרג'י הקימה את המאגרים ים-תטיס ותמר, תוך עמידה בלוחות הזמנים ובתקציבים שנקבעו. נכון למועד הדוח, הזרמת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו במאגר, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל ועומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים. להערכת מידרוג, השותפות תלויה בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגרים השונים, כבעלים וכמפעיל, אשר מתוקף כך אחראית נובל על מינוי הצוות הניהולי והמסחרי.

שימוש בטכנולוגיה מוכחת להקמת מאגר לווייתן

על פי דוח היועץ הטכני אשר בחן את מאפייניו של מאגר לווייתן, פיתוח והקמת מאגר לווייתן מבוסס על טכנולוגיה מוכחת, התואמת את ניסיונה ויכולותיה של נובל אנרג'י בתחום הפקת הגז הטבעי. פיתוח ותפעול מאגר לווייתן דומה לטכנולוגיה המיושמת במאגרים תמר וים-תטיס. כמו כן, להערכת היועץ הטכני, הטכנולוגיה אשר תיושם במאגר, הינה מוכחת בעולם ואינה מאופיינת בסיכונים משמעותיים.

גמישות פיננסית הנשענת על רמת מינוף נמוכה

לשותפות גמישות פיננסית גבוהה, הנשענת על רמת מינוף נמוכה, וזאת לאור שווי המאגרים תמר ולווייתן. בהתאם לנתוני דצמבר 2016, עומד יחס ה-LTV לפי שווי שוקעל כ- 32%, טרם הנפקת סדרה א'. יש לציין כי הזכויות בנכסים המהותיים של השותפויות משועבדות - הזכויות במאגר תמר משועבדות לבעלי החוב הבכיר, למעט 3% אשר ניתנים לשחרור מהשעבוד, בעוד שהזכויות במאגר לווייתן משועבדות למסמני הלוואת הגישור. בהתאם להסכם המימון של החוב הבכיר בתמר, מכירת החזקותיהן במאגר תוביל להאצת פירעון החוב הבכיר, על פי מנגנון מוגדר. כמו כן, בהתאם לתנאי אגרות החוב המדורגות בדוח זה, אם יחול קיטון בשיעור ההחזקה של השותפות בחזקת תמר, מתחת ל- 5% (מתוך סך החזקות בתמר של כלל השותפים) בשרשור מלא, תפרע השותפות בפירעון מיידי כפוי, כך שלאחר הפירעון יותרו מחצית מהערך הנקוב של אגרות החוב שהונפקו. אנו מניחים כי היקף החוב הפיננסי של השותפות יגדל משמעותית בטווח הקצר ויסתכם בכ- 1.25 מיליארד דולר, בשל גיוס אגרות החוב המדורגות ומשיכה חלקית של הלוואת הגישור לפיתוח לווייתן. עם זאת, מימוש מאגר תמר יוביל להפחתה משמעותית של החוב הפיננסי, אשר צפוי לעמוד על כמיליארד דולר, לאחר המימוש. לשותפות קיימת מגבלה על הרחבות עתידית של אגרות החוב המדורגות, אשר תוביל לפגיעה בדירוג, בנוסף לקיטון של התניות פיננסיות בקשר עם מינוף מקסימאלי (יחס הון כלכלי לחוב השותפויות). להערכתנו, יחס ה-LTV לפי DCF מידרוג ינוע בטווח של 28%-37%, המשקף רמת מינוף נמוכה התומכת בדירוג השותפות.

רווחיות תפעולית ותזרימי מזומנים גבוהים ויציבים הנשענים על מאגר תמר בטווח הבינוני

נכון למועד הדוח, לשותפויות מקור הכנסה יחיד, מאגר תמר, המתאפיין ברווחיות תפעולית גבוהה ותזרימי מזומנים יציבים. משנת 2014 שומרת השותפות על רמת רווחיות תפעולית ממוצעת של כ- 60%. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2016, הציגה השותפות EBITDA בהיקף של כ- 155 מ' דולר ו- FFO בהיקף של כ- 137 מ' דולר, לעומת כ- 140 וכ- 125 מ' דולר, בהתאמה, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. רמת הרווחיות ותזרימי המזומנים, נובעים מהזרמה סדירה ורציפה של גז טבעי למשק (ממאגר תמר). לפי תרחיש הבסיס, תשמור השותפות על שיעורי רווחיות הדומים לשנים קודמות, היקף EBITDA שנתי הנע בטווח של 170-220 מ' דולר, ו- FFO הנע בטווח של 100-150 מ' דולר.

יחסי כיסוי הריבית מהירים, אולם יחסי כיסוי החוב איטיים ביחס לדירוג ונגזרים מפעילות השותפות

על פי הפרופורמה לסוף שנת 2016²⁰, יחס כיסוי הריבית צפוי לעמוד על כ- 5.4, יחס חוב פיננסי ברוטו ל- FFO על כ- 4.8, ויחס חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA על כ- 3.9. כאמור, התזרים התפעולי וה- FFO של השותפות, מוערכים על ידי מידרוג כבעלי יציבות גבוהה, באופן התורם לצמצום פרופיל הסיכון, בעיקר בתקופת השקעות מאסיביות. בהתאם לתרחיש הבסיס, בטווח הקצר והבינוני, יחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח של 3.1-5.0 ויחס החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA צפוי לנוע בטווח של 4.0-6.7. יחסי הכיסוי מעידים על סטאטוס נכסי השותפות, כאשר מאגר תמר הינו מניב, בעוד שמאגר לווייתן נמצא בשלבי ייזום ופיתוח.

נזילות השותפות נתמכת בתזרים חופשי יציב ותלויה בהיקף חלוקת רווחים

נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על רווחיות איתנה ויציבה. בד בבד, חלוקות רווחים וצורכי השקעה מאסיביים מכבידים על התזרים. נכון ל- 1 בדצמבר 2016, לשותפות יתרות נזילות בהיקף של כ- 83 מ' דולר. בנוסף, במהלך ינואר 2017, צפויה השותפות למלא את הקרן הייעודית של החוב הבכיר (ראה פירוט מטה). בתרחיש הבסיס הנחננו כי הוצאות ה- CAPEX במאגר תמר יסתכמו בכ- 155 מ' דולר ובמאגר לווייתן בכ- 295 מ' דולר, תשלומי הריבית יסתכמו בכ- 48 מ' דולר, במקביל לחלוקת רווחים כחלק מהפעילות השוטפת (היקף החלוקה תלוי, בין היתר, במימוש החלקי של מאגר תמר), עד ליום 31.12.2017 (12 חודשים).

בהתאם לתנאי החוב הבכיר, על השותפויות להעמיד קרן ייעודית בהיקף של כ- 100 מ' דולר (50 מ' דולר כ"א) לפירעון העתי של כל סדרה. בנוסף, קיים מנגנון LOCK-UP הדרגתי, הנע בין 12-18 חודשים לפי מועדי הפירעון. מנגנון זה מגביל את גמישות הנזילות של השותפות בתקופות מסוימות, אולם מבנה חובותיה ומקורותיה האחרים (כגון הלוואת הגישור) נותנים מענה הולם לצרכיה העתיים. בד בבד, במסגרת הלוואת הגישור קיימים קובננטים בקשר עם נזילות השותפות, הן בטווח הקצר (12 חודשים קדימה), והן בטווח הבינוני (עד השלמת הפיתוח של לווייתן). למעשה, השותפות צריכות לעמוד ברמת נזילות מספקת לצרכיה השוטפים לפיתוח לווייתן. מדיניות חלוקת הרווחים של השותפות, הינה חלוקה של יתרות נזילות עודפות, מעבר לצרכיה השוטפים (הוצאות CAPEX, שירות החוב וכיו"ב), תוך שמירה על יתרות נזילות מינימאליות הולמות בהתאם לתחזית השותפות. חלוקת רווחים בהיקפים משמעותיים אשר תשחק את תזרים המזומנים החופשי של השותפות, עלולה להשפיע לרעה על הדירוג.

²⁰ לא כולל את סדרה א.

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחס המינוף וביחסי הכיסוי
- הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן

גורמים שיכולים להוביל להרעה בדירוג:

- פגיעה משמעותית ביציבותה הפיננסית של נובל אנרג'י באופן אשר עלול לפגוע בתפעול מאגר תמר ו/או בפיתוח מאגר לווייתן
- שחיקה בגמישות הפיננסית וגידול במינוף השותפות
- פגיעה בדירוג דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ
- אי עמידה בלו"ז ובתקציב של פיתוח מאגר לווייתן
- קיטון בנזילות השותפות וחלוקת רווחים אגרסיבית
- קיטון משמעותי בשווי המאגרים תמר ו/או לווייתן

דוחות קשורים

[דוח דירוג קבוצת דלק בע"מ](#)

[דוח דירוג דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא פיננסיים](#)

[מתודולוגיה לדירוג פרויקטים ותשתיות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 11.12.2016

שם יוזם הדירוג: דלק קידוחים ש.מ.

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: דלק קידוחים ש.מ.

מידע מן המנפיק

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

מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.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.	Baa.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.	Ba.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.	B.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.	Caa.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.	Ca.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.	C.il

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 קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדרג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיט'ס Moody's (להלן: "מודיט'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיט'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודיט'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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.midrog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.