

קבוצת דלק בע"מ

דוח מיוחד - הערת מנפיק | אפריל 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

ליאת קדיש, ר"ח
ראש צוות בכירה, מעריך דירוג ראשי
Liatk@midroog.co.il

קובי רחמני
אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
kobir@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

קבוצת דלק בע"מ

רכישת 22.45% ממאגר הנפט Caesar-Tonga במפרץ מקסיקו בארה"ב הינה ניטרלית לסיכון האשראי של החברה. העסקה תמומן ברובה בחוב ייעודי והיא צפויה לייצר תזרים פנוי משמעותי לשירות החוב תוך ניהול סיכונים בדמות עסקת גידור לשלוש השנים הקרובות.

ביום 11 באפריל 2019, דיווחה קבוצת דלק בע"מ ("החברה" או "דלק קבוצה") (דירוג A2.il באופק יציב), על כך שהתקשרה עם Shell Offshore Inc (להלן: "Shell" או "המוכרת"), בהסכם לרכישת זכויות בשיעור 22.45% (מתוך 100%) שבבעלות המוכרת בארבעה זיכיונות פדראליים לחיפוש, פיתוח והפקת נפט וגז במימי מפרץ מקסיקו בארה"ב, בשטח מצוי שדה הנפט Caesar-Tonga, בתמורה לסך של כ-965 מיליוני דולר (להלן: "העסקה" או "עסקת סוזר-טונגה"), או כ-785 מיליון דולר לאחר התאמה למזומנים שיצטברו בגין הנכס עד למועד ההשלמה. לכל אחת מבין השותפות האחרות בנכס הנפט (Chevron, Anadarko ו-Equinor) קיימת זכות סירוב ראשונה לרכישת הזכויות בנכס הנפט מהמוכרת. נכון למועד זה, השלמת העסקה תלויה בין השאר באי מימוש זכות הסירוב ע"י אחד מהצדדים (אשר תתבהר עד ליום ה-11.05.2019) ובהשלמת מערך ההסכמים.

נכס הנפט Caesar-Tonga מפיק נפט וגז בכמויות מסחריות החל מחודש מרץ 2012. בסמוך למועד דו"ח זה בנכס הנפט שמונה בארות מפיקות, בקצב הפקה יומי של כ-71,000 חביות נפט (כ-16,000 חלקה של דלק קבוצה). בנוסף, בנכס הנפט עתודות רזרבות מוכחות וצפויות (2P) של כ-78 מיליון חביות נפט (חלקה של דלק קבוצה).

מקורות המימון לעסקה צפויים להתבסס על מסגרות אשראי מבוססות עתודות (RBL) מקונסורציום של בנקים בינלאומיים בסך של כ-440 מיליון דולר ארה"ב ובתנאי Non-Recourse, הלוואות Non-Recourse ממוסדות פיננסים והשארית תמומן במזומן ו/או בדרך של הכנסת שותפים. אנו מעריכים כי סביב 150 מיליון דולר מתמורת העסקה יהוו את מרכיב ההון העצמי שתידרש החברה להזרים לנכס, קרי שמרבית העסקה תמומן בחוב ייעודי. החברה ביצעה עסקאות גידור על מחיר הנפט ביחס למרבית התפוקה הצפויה בנכס לשלוש השנים הקרובות במחיר של 57 דולר לחבית. אנו מניחים כי בשנים הקרובות העסקה צפויה לייצר תזרימים בדיקים משמעותיים, בהתבסס על מדיניות הגידור כאמור ואף בסביבה של מחזור שלילי במחירי הנפט וכן נוכח עלויות הפקה לחבית נמוכות יחסית. עם זאת בטווח הקצר-הבינוני אנו מניחים כי לאור מפל התשלומים, תזרימים אלו יופנו לשירות חוב ה-RBL והלוואות ה-Non-Recourse. נציין כי בדומה ליתר המחזיקים בנכס הנפט סוזר-טונגה, גם החברה תחזיק השקעת מיעוט בנכס הנפט, שהינה בטיבעה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יותר.

ההשקעה בנכס הנפט האמור צפויה לתרום למיצוב העסקי של החברה, דרך הגידול בהיקף העתודות שבעלות החברה וכן בגיוון העתודות שבבעלות החברה. ההשקעה הינה חלק מאסטרטגיית החברה להגדיל את אחזקותיה במקטע ה"אפסטרם" בתחום האנרגיה בחו"ל וזאת בהמשך לרכישת איתקה בשנת 2017. אנו לא מוציאים מכלל חשבון עסקאות נוספות לרכישת נכסי גז ונפט בעתיד הנראה לעין, כאשר לנגד החברה ניצבת גם המטרה לבסס את מעמדה כבעלת נכסי אנרגיה משמעותיים בדרך לתוכנית הפיצול והנפקת חטיבת האנרגיה בבורסה בינ"ל.

החל ממועד המעקב האחרון, חלו מספר תמורות בקשר עם המוחזקות הכוללות הסכם עקרונות למכירת החזקות החברה בפניקס¹ בתמורה כוללת של כ-1.6 מיליארד \$ ומימוש 30% ממניות IDE בתמורה לכ-350 מיליון \$. לאור העסקה המתגבשת, אנו מניחים כי חלק מהתמורות הצפויות מהמימושים הנ"ל ישמשו למימון מרכיב ההון העצמי בעסקת סוזר-טונגה. בנוסף נכון למועד דוח זה החברה

¹ ביום 26.2.2019 נחתם מזכר הבנות בלתי מחייב בין החברה לבין Gallatin Point Capital LLC ו-Centerbridge Partners LP אשר הינן קרנות Private Equity בינלאומיות. במסגרת העסקה הרוכשות ירכשו כ-30% מהון המניות של הפניקס, אשר מהווה את גרעין השליטה של החברה בהפניקס.

מתקדמת לקראת תחילת הפקה ממאגר לווייתן, העומד בהערכותיה הקודמות של החברה, אשר צופה תחילת הפקה מסחרית החל מחודש אוקטובר 2019.

השלכת העסקה על הדירוג תיבחן על ידי מידרוג עם התממשות העסקה והתבהרות תנאיה, כאשר ההשפעה על הדירוג וההשלכות ייבחנו גם לאורך זמן. כל זאת למול ההתפתחויות באספקטים נוספים בקשר עם שאר אחזקותיה של החברה ונכונות ויכולת החברה להתאים את רמת המינוף למאפיינים המתהווים של פורטפוליו נכסי החברה. בתוך כך, אנו נוסיף ונבחן את מערך האיזונים והבלמים של החברה בין בעלי מניותיה לבין מחזיקי החוב ברקע המימושים הצפויים וההשקעות הצפויות.

הרכישה מהווה שלב נוסף בהפיכתה של החברה לשחקנית אנרגיה בינ"ל בתחום הקידוחים והפקה (E&P) ואנו נבחן בהקשר זה גם את הצורך בהתאמת המתודולוגיה לסוג הפעילות של החברה, המדורגת כיום כחברת החזקות הממוקדת בתחום האנרגיה.

אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה במגוון חברות הפועלות בעיקר בתחום האנרגיה. החברה מחזיקה בדלק אנרגיה (100%), הפועלת בתחום הקידוחים וחיפושי נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפות דלק קידוחים (54.11%). לחברה גם אחזקה ישירה בדלק קידוחים (4.99%). הנכסים העיקריים של דלק קידוחים הם זכויות במאגר לווייתן (45.34%), זכויות בפרויקט תמר (22%) וכן אחזקה של 22.6% בתמר פטרוליום. בנוסף, החברה מחזיקה באיתקה (100%, חברה פרטית זרה), בדלק ישראל (100%, חברה פרטית), בדלק רכב (22.5%) ובפניקס אחזקות (30.14%). הקבוצה מחזיקה גם ב-20% מהון המניות של IDE Technologies Ltd הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם. בעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה, המחזיק בכ-60.77% מהון המניות של החברה וכ-62.09% בזכויות ההצבעה. מנכ"ל החברה הינו מר אסי ברטפלד ויו"ר הדירקטוריון הינו מר גבי לסט.

דוחות קשורים

[קבוצת דלק בע"מ](#)

[דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

[תמר פטרוליום בע"מ](#)

[דירוג חברות החזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת המנפיק: 30.04.2019

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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.midroog.co.il>