

תמר פטרוליום בע"מ

דירוג ראשוני | יוני 2017

אנשי קשר:

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות - מעריך דירוג ראשי
yishait@midroog.co.il

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג משני
moty@midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	חוב בכיר
30/08/2028	יציב	(P)A1.il	

מידרוג קובעת דירוג מותנה A1.il (P) באופק יציב לחוב הבכיר שתגייס תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום" ו/או "החברה"), בסך של עד כ- 2.34 מיליארד ש"ח.¹
עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:²

- שטר נאמנות חתום
- בדיקת נאותות למודל הפיננסי
- חוות דעת משפטית בקשר עם המבנה המשפטי של העסקה

אודות החברה

החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר, 2015, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 21 במאי, 2017, שונה שם החברה לשמה הנוכחי. החברה הינה בבעלות מלאה ושליטה של דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "השותפות" ו/או "דלק קידוחים"). בהתאם להוראות מתווה הגז,³ על דלק קידוחים להעביר תוך 72 חודשים מיום 17.12.2015, את מלוא זכויותיה בחזקות 1/12 ו-1/13 "דלית" (להלן ביחד: "החזקות") לצד שלישי, שאיננו קשור לדלק קידוחים, רציו חיפושי נפט (1992) - שותפות מוגבלת, או Noble Energy Mediterranean LTD (להלן: "נובל אנרג'י") או מי מהם, או למי שמחזיק באמצעי שליטה במאגר לווייתן, או במאגרי כריש ותנין, בכפוף לאישור הממונה על ענייני הנפט במשרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (להלן: "משרד האנרגיה"). נכון למועד הדוח, מחזיקה דלק קידוחים בזכויות בשיעור של 31.25% במאגר תמר. במסגרת קיום הוראות המתווה, בכונת החברה להתקשר עם דלק קידוחים בהסכם מותנה לרכישת זכויות, בשיעור של 9.25% (מתוך 100%) בחזקות (להלן: "הממכר"), בכפוף להתחייבויות הקיימות לתשלום תמלוגי-על לצדדים קשורים ולצדדים שלישיים.

לשם מימון תמורת הממכר, בכונת החברה לגייס מקורות כספיים בדרך של הנפקת ניירות ערך לציבור, ובכפוף להתקיימות תנאים מתלים, תשלם החברה לשותפות תמורת הממכר סכום שייקבע בין הצדדים, במזומן, אולם ייתכן כי התמורה תכלול גם הקצאת מניות של החברה לדלק קידוחים (בשיעור שלא יעלה על 40% מהון החברה). ראוי לציין, כי במסגרת העסקה האמורה, בכונת דלק קידוחים למכור את מלוא החזקותיה בחברה, ועל כן לאבד את היכולת להתוות את המדיניות הפיננסית והתפעולית בחברה. במידה ודלק קידוחים תחזיק שיעור מסוים מהון המניות של החברה, היא בכל מקרה תוותר על זכויות ההצבעה הנלוות למניות החברה, למעט בנוגע למניות בשיעור של 12% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, כך שהיא תאבד את השליטה בחברה. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ- 100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ- 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ- 3 ק"מ מתחת לקרקעית הים (להלן: "מאגר תמר" ו/או "המאגר" ו/או "הפרויקט"). פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" ו/או "חברת החשמל"). הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג'י (32.5%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים שותפות מוגבלת (31.25%), דור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI⁴ בקשר עם יתרת עתודות הגז הטבעי בפרויקט תמר ליום 31.12.2016, סך עתודות הגז הטבעי אשר לגביהן קיימת רמת ודאות של לפחות 90% להפקה, עומדת על

¹ עד 650 מיליון דולר, לפי שער חליפין דולר/ש"ח של 3.60. בפועל החברה תגייס עד 650 מיליון דולר, לפי השער החליפין שיהיה במועד הגיוס.

² עד השלמת העברת הממכר לחברה, תמורת הגיוס תופקד בנאמנות.

³ מתווה להגדלת כמות הגז הטבעי המופקת משדה הגז הטבעי "תמר" ופיתוח מהיר של שדות הגז הטבעי "לווייתן", "כריש" ו-"תנין" ושדות גז טבעי נוספים.

⁴ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

כ- BCM 198, וסך עתודות הגז הטבעי לגביהן קיימת רמת ודאות של לפחות 50% להפקה עומדת על כ- BCM 84, וביחד, סך הכמות עומדת על כ- BCM 282.

מבנה המימון

על מנת לממן את רכישת הממכר, תגייס החברה חוב בהיקף של עד 650 מיליון דולר, כאשר יתרת עלות הרכישה תמומן באמצעות הנפקת הון מניות של החברה, בנוסף לסך של עד כ- 40 מיליון דולר יוותר בחברה למימון תחילת דרכה כהלוואת מוכר (להלן: "הלוואת מוכר"). להלן התנאים המרכזיים של החוב, בהתאם להסכם שטר הנאמנות והמודל הפיננסי:

היקף חוב	עד 650 מיליון דולר
תקופת החוב	2017-2028
ריבית והצמדה	ריבית שנתית קבועה, משולמת אחת לחצי שנה, צמודה לשער הדולר
סוג הלוואה ועיתוי תשלומי קרן וריבית	<ul style="list-style-type: none"> כ- 63% מהיקף החוב נפרע לשיעורין (קרן וריבית), בתדירות חצי שנתית כ- 37% בולט (Bullet)
יתרת חוב למימון מחדש	כ- 240 מיליון דולר
מסגרת בנקאית	מסגרת אשראי בסך של עד 5 מיליון דולר, אשר תהיה נחותה לחוב הבכיר הן במפל התשלומים והן בבטוחות
הלוואת מוכר	הלוואת מוכר בסך של עד כ- 40 מיליון דולר, ללא תאריך פירעון, ונחותה לחוב המדורג, בין היתר, בבטוחות ובמפל התשלומים. הלוואה צפויה לשמש את החברה בתחילת דרכה ותיפרע אך ורק מתוך כספים שתוכל החברה לשלם לשותפות, בהתאם למפל התשלומים (בטרם ביצוע חלוקת עודפים). כמו כן, הלוואת המוכר אינה יכולה להוביל לאירוע הפרה של החוב המדורג.
יתרות גז במועד המימון מחדש ⁵	לפי קטגוריה 2P ⁶ : כ- BCM 140
קרן לשירות החוב	<ul style="list-style-type: none"> עד לשנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 3 חודשי שירות חוב החל משנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 6 חודשי שירות חוב⁷
קרן ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש	היה ובטרם פירעון מלוא החוב הבכיר, מכר פרויקט תמר החל מ- 01.01.2018, למעלה מ- 130 BCM מהמאגר, אזי תעמיד החברה כרית נצברת בהיקף של 1.5 מיליון דולר, בגין כל BCM שנמכר מעל ל- 130 BCM האמורים. המנגנון ייכנס לתוקף, ככל שיהיה רלוונטי, ביום 31 במרץ לכל שנה, בהתבסס על נתוני המכירות של השנה הקלנדרית הקודמת. הקרן הייעודית תשמש את החברה, בהתאם לשיקול דעתה, לצורך ביצוע פירעון מוקדם של החוב
התניות פיננסיות לאירוע כשל	<ul style="list-style-type: none"> יחס כיסוי ADSCR חזוי נמוך מ- 1.05 הון עצמי מזערי - הונה העצמי של החברה לא יפחת מסך של 150 מיליון דולר⁸
בטוחות	החברה תשעבד את כלל זכויותיה במאגר תמר ⁹

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר עונה על צרכים לאומיים של מדינת ישראל ומוביל אותה לעצמאות אנרגטית, תוך צמצום התלות בפחם ונפט, לצד 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) למפעיל הפרויקט, חברת נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי רב בתחום, וביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותו כבעלים וכמפעיל;

⁵ לפי תרחיש הבסיס.

⁶ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יפקו יהיו שוות או גבוהות יותר מהכמות שצוינה.

⁷ לא כולל את הבולט.

⁸ ההון העצמי מחושב כאשר הוא כולל את זכויות המיעוט, בנטרול קרן הון (על פי דוחות כספיים סקורים או מבוקרים של החברה) ליום 30.9.2017 (להלן "ההון המזערי"). ובתוספת הלוואות הנחותות לזכויותיהן של מחזיקי החוב. כמו כן, במידה ובמועד כלשהו לאחר הנפקת החוב, יקטן סך הערך הנקוב שטרם נפרע מסכום בש"ח השווה ל- 400 מיליון דולר (לפי השער היציג, הידוע במועד הבדיקה), אזי, ההון העצמי המזערי יהיה 100 מיליון דולר.

⁹ החברה תשעבד את הזכויות בהסכמי מאגר תמר למכירת גז לצרכנים העיקריים, בחשבון הפעילות אליו יוזרמו כספי הממכר, בפוליסות הביטוח, ובכרית הביטוח, באופן מידי. הזכויות בחזקת תמר ובאישור ההפעלה של מאגר תמר, בהסכם התפעול המשותף ובהסכם השימוש במתקנים, ישועבדו בתוך 120 ימים וככל שלא ישועבדו עד לאותו מועד, תחול תוספת ריבית (מבלי שהדבר ייחשב כהפרה). אי השלמת רישום השעבודים כאמור, יוביל לפגיעה בדירוג החוב.

(4) מאגר תמר פועל למעלה מ- 4 שנים, באופן רציף וללא תקלות משמעותיות. הזרמת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה; (5) שיפור ביכולת הפקת והולכת הגז הטבעי לאור השלמת הקמת המדחסים, קידוח "תמר-8" והפעלת הקו המזרחי להולכת גז; (6) נכון למועד הדוח, נהנה המאגר ממעמד מונופוליסטי בשוק המקומי המאופיין בחסמי כניסה גבוהים. עם זאת להערכתנו, לאחר הפעלתם של מאגרים נוספים, לצד סיומם ו/או פתיחתם של החוזים הקיימים אל מול מאגר תמר, צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין המאגרים בדגש בקשר עם טיב הלקוחות, תוך הוזלה מסוימת של מחיר הגז הטבעי במשק; (7) להערכת מידרוג, הביקוש לגז טבעי צפוי להמשיך לגדול לאור התפתחות משק האנרגיה, לצד החלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם וסגירת היחידות הפחמיות 1-4 בתחנות הכוח "אורות רבין" בחדרה; (8) לפרויקט תזרים מזומנים יציב אשר נשען על הסכמים ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP¹⁰ ומחיר רצפה. על אף האמור לעיל, לחלק מלקוחות מאגר תמר קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים. מימוש האופציה של לקוחות המאגר האמורים, עלול להשפיע לרעה, בטווח הארוך, על יציבותו של תזרים המזומנים; (9) מבנה החוב המכיל רכיב בולט בהיקף של כ- 240 מיליון דולר בשנת 2028. יש לציין, כי כלל הסכמי הגז הטבעי בפרויקט, בדגש אל מול חח", יסתיימו טרם מועד זה. סיכון המימון מחדש נלקח בחשבון במסגרת הדירוג; (10) קרן ביטחון לשירות החוב בהיקף הנמוך מהמקובל בענף עד לשנת 2022, וכיסוי ביטוחי הולם; (11) קרן ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר.

להערכת מידרוג, בטווח הקצר עד בינוני צפוי הפרויקט לשמור על מעמדו המונופוליסטי, כאשר תחרות לאספקת גז טבעי בשוק המקומי צפויה להתפתח בשנת 2020, לכל המוקדם, בדגש בקשר עם טיב הלקוחות. בתחזית הדירוג הנחנו כי נובל אנרג'י תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, יישום מלא של מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם צפויה להימשך בשנים הקרובות. בנוסף, תשעבד החברה את זכויותיה במאגר למממנים (כמפורט לעיל). תוך פרק זמן סביר ובהתאם למסמכי המימון. אי השלמת רישום השעבודים כאמור, תוביל לעלייה בריבית ולפגיעה בדירוג החוב. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות היקף הצריכה המשקית של גז טבעי ינוע בטווח של 9.7-10.5 BCM בשנה. בהתאם לתרחיש הבסיס, יחס הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.50, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 1.87 (בשנת 2018). כמו כן, יחס ה- LTV במועד המימון מחדש, שנת 2028, ינוע בטווח של 36%-44%.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיבות מאגר תמר למשק הישראלי

מאגר תמר עונה על צרכים לאומיים של מדינת ישראל ומוביל אותה לעצמאות אנרגטית, בהיותו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי מהמצוף הימי (BUOY). הגז הטבעי ממאגר תמר עתיד לספק את צרכיה האנרגטיים של המדינה לטווח ארוך, ובכך הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל בשנים האחרונות, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בפחם ונפט, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות בעת ובעונה אחת. לאור האמור, לפרויקט חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה.

מתווה הגז יוצר יציבות רגולטורית בענף

בשנים האחרונות חל גידול משמעותי בהיקף הרגולציה בתחום האנרגיה בישראל וזאת כפועל יוצא משורה של מהלכים רגולטוריים משמעותיים שנקטו על ידי הממשלה ורשויות המדינה. במאי 2016, אימצה הממשלה בשנית את החלטתה בקשר עם מתווה הגז, במסגרת זו הוחלט על סביבה רגולטורית יציבה למשך 10 שנים מיום ההחלטה, במקטע חיפושי הגז הטבעי והפקתו. להערכת מידרוג, מתווה הגז מאפשר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר, לצד יצירת אבני דרך לפיתוח מאגר לווייתן והסדרת ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים.

¹⁰ Take or Pay

תפעולת הפרויקט מושתת על ניסיונה של חברת נובל אנרג'י

לפרויקט היסטוריה תפעולית של מעל ל-4 שנים, כאשר למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל. נובל אנרג'י מוחזקת ע"י חברת Noble Energy, Inc. אשר מדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב. נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו. נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל ועומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל, אשר מתוקף כך אחראית נובל, בין היתר, על מינוי הצוות התפעולי בפרויקט.

הפעלת המדחסים, קידוח "תמר-8" והשלמת הקו המזרחי להולכת גז טבעי

במהלך שנת 2016 הסתיימה הקמתם של מדחסים לצורך שיפור יכולת ההפקה ממאגר תמר, והם זמינים ומוכנים להפעלה מלאה. כמו כן, הושלם הקידוח והפיתוח של "תמר-8", לרבות חיבורו למערכת ההפקה התת-ימית הקיימת בפרויקט, כאשר בחודש אפריל 2017 החלה הזרמת הגז הטבעי מהקידוח. בד בבד, נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ השלימה את הקמת הקו המזרחי, אשר מאפשר יתירות וגמישות תפעולית גבוהה יותר למערכת ההולכה (יצירת עורק הולכת גז נוסף לקו הימי), וכן מעלה את קיבולת מערכת ההולכה בכ-30%. הקמת המדחסים לצד השלמת קידוח "תמר-8" והשלמת הקו המזרחי, מאפשרים להגדיל בטווח הקצר-בינוני את אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר, הן לשוק המקומי והן לייצוא. נכון למועד הדוח, יכולת האספקה ההנדסית של מאגר תמר לרשת ההולכה הארצית הינה כ-1.1 BCF ליום בהפקה מקסימאלית, וצפויה לספק מענה לביקושים במשך בטווח הבינוני. יכולת האספקה בפועל תלויה בפיזור הביקושים על פני זמן.

מעמד מונופוליסטי בשוק המקומי, המאופיין בחסמי כניסה גבוהים, אשר צפוי להיפתח לתחרות מסוימת בשנת 2020

בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממרץ 2013¹¹, ועד להפעלת המסחרית של מאגרים נוספים - לווייתן, כריש ותנין, אשר צפויה לכל המוקדם בשנת 2020. בענף קיימים חסמי כניסה משמעותיים הנובעים, בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לביצוע חיפוי נפט וגז טבעי, עמידה בדרישות החוק והאסדרה בתחום, לרבות הנחיות וקריטריונים של הרגולטורים, השקעות CAPEX משמעותיות, לצד יכולת טכנית של המפעיל. להערכת מידרוג, לאחר הפעלתם של מאגרים נוספים, לצד סיומם ו/או פתיחתם של החוזים הקיימים אל מול מאגר תמר, צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין המאגרים בדגש בקשר עם טיב הלקוחות, תוך הוזלה מסוימת של מחיר הגז הטבעי במשך.

תחזית צריכת הגז הטבעי במשך תומכת בדירוג

השימוש בגז טבעי במשק הישראלי הולך וגדל, כך שגז טבעי הופך למקור אנרגיה עיקרי המחליף דלקים מזהמים, כגון פחם וסולר. על פי הערכות ועדת צמח¹², 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 ויחפ"ם. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, היקף השימוש בגז טבעי בישראל עלה מכ-7.6 BCM בשנת 2014 לכ-8.4 BCM בשנת 2015 וכ-9.7 BCM בשנת 2016, המהווים גידול שנתי של כ-10.5% וכ-15%, בהתאמה. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי נובע, בין היתר, מהגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, וכן מהפעלת המסחרית של היחפ"ם. מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר החלה בשנת 2016, צפויה להימשך בשנת 2017 ולהגיע לכדי 20%¹³. להערכת מידרוג, הביקוש לגז טבעי צפוי להמשיך לגדול לאור התפתחות משק האנרגיה והחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, לרבות

¹¹ מועד הפעלתו המסחרית של מאגר תמר.

¹² ועדה בין-משרדית, אשר מונתה באוקטובר 2011 לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל.

¹³ ביחס להיקף צריכת הפחם כפי שהייתה בשנת 2015.

סגירת היחידות הפחמיות 1-4 בתחנות הכוח "אורות רבין" בחדרה. בנוסף, קיים פוטנציאל של צריכת גז טבעי בענף התחבורה הציבורית ובתעשייה, אשר עשויים לתרום בטווח הארוך לעלייה בהיקף צריכת הגז הטבעי במשק.

תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז, אשר כוללים רכיב TOP ומחיר רצפה

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. לפרויקט תמר הסכמים לאספקת גז טבעי לתקופה ובהיקפים אשר הולמים את הדירוג. הלקוח המהותי בפרויקט הינו חח"י, אשר מדורגת Aa2.il, באופן יציב. הסכמי אספקת הגז כוללים מחיר רצפה, רכיב TOP והצמדות שונות. בהקשר זה, נציין כי בשנים 2015-2016 הופחת רכיב הייצור בתעריף החשמל באופן משמעותי. על אף האמור, חשיפת פרויקט תמר לרכיב הייצור קטומה, לאור קיומו של מנגנון מחיר רצפה. להערכתנו, קיומם של רכיב TOP ומחיר רצפה, במסגרת הסכמים, תורמים רבות ליציבות תזרים המזומנים של הפרויקט. עם זאת, לחלק מלקוחות מאגר תמר קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים. מימוש האופציה של לקוחות המאגר עלול להשפיע לרעה, בטווח הארוך, על יציבותו של תזרים המזומנים.

סיכון מימון מחדש

מבנה ההלוואה מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג החוב הבכיר. ביום ה- 30 באוגוסט 2028, תעמוד יתרת ההלוואה על כ- 240 מיליון דולר. במועד זה יסתיים הסכם הגז הטבעי אל מול חח"י, וכן יתר הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול היחפ"ים. כמו כן, במהלך תקופה זו צפויים לפעול שלושה מאגרי גז טבעי במשק הישראלי, לכל הפחות, לצד מאגרים נוספים במזרח התיכון. יחד עם זאת, גם הביקושים צפויים לעלות ביחס לרמתם הנוכחית. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס ה- LTV במועד המימון מחדש ינוע בטווח של 36%-44%. מנגנון הקרן הייעודית המועון בשטר הנאמנות, ממתן, במידת מה, את סיכון המימון מחדש, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

קרן לשירות חוב וכיסוי ביטוחי

בהתאם לשטר הנאמנות, עד לשנת 2022, תעמיד החברה קרן לשירות חוב בסכום השווה ל- 3 חודשי שירות חוב, והחל משנת 2022, תעמוד הקרן על סכום השווה ל- 6 חודשי שירות חוב.¹⁴ להערכת מידרוג, סכום הקרן בתקופה הראשונה, עד לשנת 2022, הינו נמוך מהמקובל בענף אולם ממותן, במידת מה, באמצעות תזרים המזומנים היציב של הפרויקט. כמו כן, תעמיד החברה פוליסת ביטוח בדומה ליתר בעלי הזכויות במאגר.

ניתוח יחסי הכיסוי

בהסכם המימון נקבע כי יחסי הכיסוי ייבדקו עבור כל מועד שירות חוב, קרי אחת לחצי שנה, ויחושבו ל- 12 חודשים. חדלות פירעון תתרחש, בהינתן יחסי כיסוי ADSCR הצפוי הנמוך מ- 1.05. להלן תרחישי רגישות מרכזיים שנבחנו במסגרת הדירוג:

שנת מינימום	PLCR מינימאלי	שנת מינימום	ADSCR מינימאלי	ADSCR ממוצע	
2018	1.87	NR	1.50	1.50	תרחיש בסיס
2018	1.54	2020	1.05	1.29	גידול בעלויות OPEX (breakeven) -310%
2018	1.80	2022	1.05	1.44	גידול בעלויות CAPEX (breakeven) -181%
2018	1.51	2028	1.05	1.23	ירידה בכמות נמכרת (BCM) (breakeven) -26%
2018	1.57	2028	1.16	1.29	מחיר גז טבעי קבוע, לפי שנת 2017

¹⁴ למעט תשלום הקרן והריבית האחרונים הצפויים, אשר לגביהם הסכום הנדרש יהיה שווה למחצית סכום תשלום הריבית בלבד, כלומר ללא קרן.

תנאים עיקריים לשחרור עודפים:

1. תשלום עתי של החוב הבכיר;
2. עמידה ביחס כיסוי לשירות החוב של 1.18, לכל הפחות;
3. כתוצאה מהחלוקה, לא תפר החברה את התחייבותה לשמירה על הון עצמי מזערי;
4. קרן לשירות חוב מלאה בהתאם לנדרש;
5. לא התרחש ולא צפוי להתרחש אירוע הפרה כתוצאה מן החלוקה;
6. לא אירעו יותר מ-2 חלוקות במהלך 12 החודשים שקדמו לחלוקה הנוכחית;
7. נפרעה במלואה הלוואת המוכר.

אופק הדירוג**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי כיסוי של הפרויקט
- עלייה משמעותית בשווי המאגר, ושיפור ניכר ביחס ה-LTV במועד המימון מחדש
- חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים לטווח ארוך (לאחר שנת 2028) אשר יוביל לשיפור באיתנותו הפיננסית של הפרויקט

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס ה-LTV הן כתוצאה מגיוס חוב נוסף והן כתוצאה מירידה בשווי המאגר
- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט באופן מהותי
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנותו הפיננסית של הפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט או דירוג

דוחות קשורים[מתודולוגיה לדירוג פרויקטים ותשתיות](#)[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)[דירוג - דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

תאריך דוח הדירוג:	25.06.2017
שם יוזם הדירוג:	תמר פטרוליום בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	דלק קידוחים - שותפות מוגבלת

מידע מן המנפיק

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

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 קטגוריית הדירוג שאליה 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 ולסיכונים 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 ראוייה 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 צריכה 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 השקעה 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 מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיני 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 בעיני 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 ממתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים 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 מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'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.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.