

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | מרץ 2019

אנשי קשר:

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

אמיר כצלסון, אנליסט - מעריך דירוג משני
amir.katznelson@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A1.il לאגרות החוב (סדרות א' ו- ב') שהנפיקה תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.08.2028	יציב	A1.il	1141332	א'
30.08.2028	יציב	A1.il	1143593	ב'

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט, לצד הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי, כאשר למפעיל הפרויקט, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"¹), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים, וביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה כבעלים וכמפעיל; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ- 6 שנים (החל ממרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) התמורות במשק האנרגיה תומכות בצריכת גז טבעי במשק וכוללות, בין היתר, מדיניות הפחתת פליטות (לרבות מעבר מייצור בפחם לייצור באמצעות גז טבעי), הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, גידול בביקושים לייצוא ובביקושים לגז טבעי לצורך ייצור חשמל; (6) מאגר תמר הינו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק², כאשר בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממועד הפעלתו המסחרית (מרץ 2013), ועד להפעלתם המסחרית הצפויה של מאגרי גז נוספים; (7) חתימה על הסכמים לייצוא גז טבעי ממאגר תמר למצרים ולירדן בהיקפים משמעותיים, בנוסף להסכם קיים על בסיס מחייב של BCM 0.15 לשנה לירדן; (8) מימוש הסכם הייצוא למצרים תלוי במידה רבה בהשלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי. כמו כן, מימוש חוזה הייצוא הקיימים וחתימה על חוזה ייצוא נוספים, חשופים לסיכונים גאופוליטיים; (9) מימוש ההסכם לרכישת מניות East Mediterranean Gas Limited (להלן: "EMG"), צפוי לאפשר שימוש בתשתית להזרמת גז טבעי למצרים עם קיבולת של כ- 7 BCM לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- 9 BCM; (10) הסכמה (הכפופה לחתימה ואישורים כמפורט להלן) בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל")³, לפיו החל מחודש ינואר 2019 ועד ליום ה- 01.07.2021 (להלן: "מועד ההתאמה הראשון"), המחיר שישולם יהיה המחיר החוזי שהיה בתוקף במהלך שנת 2018; (11) בשנת 2021, לחברת החשמל קיימת אופציה להפחתת מחיר הגז הטבעי בשיעור של עד 25%. בהתאם ל- DCF שפרסמה החברה בחודש מרץ 2019, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות בכ- 12.5%, החל משנת 2021⁴; (12) לפרויקט תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP⁵ ומחיר רצפה. עם זאת, לחלק מלקוחות המאגר קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים, אשר עלולה להשפיע על יציבות תזרים המזומנים בטווח הארוך. בהקשר זה, נציין כי מספר יצרני חשמל מרכזיים במשק חתמו על הסכמים לאספקת גז טבעי אל מול מאגר כריש; (13) מבנה החוב של אגרות החוב (סדרות א' ו- ב') מכיל רכיב בולט בהיקף כולל של כ- 480 מיליון דולר. נציין כי

¹ נובל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc, המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב.

² למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי ממאגר ים תטיס ומן המצוף הימי (BUOY).

³ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג Aa2.il, באופק יציב.

⁴ בהתאם להנחת הבסיס ב- DCF שפרסמו בעלי זכויות אחרים במאגר תמר, צפויה ירידה משמעותית יותר, אשר נעה בין 20%-12.5%.

⁵ Take or Pay.

מרבית הסכמי הגז הטבעי בפרויקט, בדגש אל מול חברת החשמל יסתיימו בסמוך למועד זה; (14) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁶ ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 315, לפי קטגוריה 2P⁷, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P⁸; (15) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (16) כריות ביטחון לשירות החוב, בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022, אשר ממותנות לאור הצהרת החברה בקשר עם שמירה על יתרות נזילות הולמות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר עד בינוני צפוי הפרויקט לשמור על מעמדו המונופוליסטי, כאשר לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן (עד סוף שנת 2019), צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין שני המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (טרם נקבע מועד פיתוחו). הנחנו כי נובל אנרג'י תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם צפויה להימשך בשנים הקרובות, ולהוביל להמשך גידול בביקוש לגז טבעי במשק. להערכתנו, הצריכה המשקית של גז טבעי צפויה להמשיך ולגדול על פני זמן, בין היתר, כתוצאה מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, כאשר בטווח הקצר, היקף הצריכה המשקית של גז טבעי ינוע בטווח של BCM 10.5-11.5. כמו כן, להערכתנו, בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של כ- 12.5%, לכל הפחות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ- 60% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ- 71% לפי קטגוריה 2P. בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי המשולבים עבור סדרה א' וסדרה ב' (להלן: "יחסי הכיסוי המשולבים") ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.58 ו- 1.24 (בשנת 2020), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 1.88 (בשנת 2019). נציין, כי בשל שחיקה מסוימת ביחס הכיסוי המינימאלי הנובע מן השינויים הצפויים בהיקף ובעיתוי הוצאות ה-Capex (המוערכות בכ- 60 מיליון דולר בשנים 2019-2020 וכ- 100 מיליון דולר בשנים 2025-2026), הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות אשר הולמות את רמת הדירוג, ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית לאורך חיי סדרות האג"ח. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע בדירוג החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר עונה על צרכיה הלאומיים של מדינת ישראל והינו בעל חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. המאגר מאפשר עצמאות אנרגטית למשך עשרות שנים, מהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף עשוי, ביחד עם מאגר לווייתן, למצב את המדינה כספקית גז אזורית. לאורך השנים, הגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בפחם ונפט, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

תפעול הפרויקט מושתת על ניסיונה של חברת נובל אנרג'י, המחזיקה ב- 25% מן הזכויות במאגר תמר

לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ- 6 שנים (החל ממרץ 2013), כאשר למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל⁹. נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל, עומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים, ומוחזקת על ידי Noble Energy, Inc. אשר מדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופן יציב. נכון למועד הדוח, אספקת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל.

⁶ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁷ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁸ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁹ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

התמורות במשק האנרגיה תומכות בהמשך הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק

בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר ובהתבסס על הערכות שונות, בשנת 2018 נמשכה מגמת העלייה בצריכת הגז הטבעי במשק והסתכמה בכ- 11 BCM, מתוכם כ- 10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס¹⁰. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2017 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ- 10.35 BCM, המהווה גידול של כ- 7% ביחס לשנת 2016 (9.66 BCM), כאשר מאגר תמר סיפק כ- 95% מסך אספקת הגז לאותה התקופה¹⁰. כמו כן, ב- 9 החודשים שהסתיימו ביום ה- 30 בספטמבר 2018, מכירת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- 7.8 BCM, לעומת כ- 7.5 BCM בתקופה המקבילה אשתקד, נתונים אלו משקפים גידול של כ- 4%. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. נציין, כי צריכת הגז בסקטור התעשייתי גדלה בשנת 2017 בכ- 11% והסתכמה בכ- 1.8 BCM. הצריכה בסקטור התעשייתי עתידה להמשיך ולצמוח עם חיבורם של צרכנים נוספים. בד בבד, מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות אשר החלה בשנת 2016, צפויה להמשיך גם השנה לאור החלטת שר האנרגיה והשר להגנת הסביבה כי חברת החשמל תפחית את השימוש בפחם לייצור חשמל בשיעור של 30% באופן מידי¹¹ ולאור פרסום משרד האנרגיה בקשר עם יעדי משק האנרגיה לשנת 2030¹². במסגרת הפרסום נקבעו יעדים בשלושה תחומים עיקריים: (1) בתחום החשמל: הפסקת השימוש בפחם בייצור חשמל ומעבר לייצור חשמל בגז טבעי עד שנת 2030; (2) בתחום התחבורה: הפסקת צריכת מוצרי דלק מזהמים בתחבורה יבשתית ומעבר לשימוש בכלי רכב חשמליים וכלי רכב המונעים בגז טבעי דחוס. בהתאם לכך, החל משנת 2030, 100% מכלי הרכב החדשים בישראל צפויים להיות מונעים באמצעות חשמל וגז טבעי דחוס; (3) בתחום התעשייה: הפסקת השימוש במזוט, גפר"ם וסולר והחלפתם במקורות אנרגיה יעילים ונקיים יותר החל משנת 2030. להערכתנו, הפחתת השימוש בפחם ויישום התוכנית צפויים לתמוך בהמשך הגידול בביקושים לגז טבעי במשק.

שחיקה במעמדו המונופוליסטי של המאגר, לאור הפעלתם הצפויה של מאגר לווייתן בטווח הקצר ומאגר כריש בטווח הבינוני

נכון למועד הדוח, מאגר תמר הינו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי מן המצוף הימי (BUOY) וכמויות זניחות ממאגר ים תטיס. למעשה, בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממרץ 2013 ועד להפעלתם המסחרית של מאגרי גז נוספים. התחרות בשוק הגז המקומי צפויה להתפתח עם הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן (הצפויה עד סוף שנת 2019), אשר בשלב הראשון, תאפשר הפקת גז מרבית של כ- 12 BCM בשנה¹³, ותתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (טרם פורסם מועד פיתוחו), כאשר מאגר לווייתן צפוי להתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד בשוק המקומי. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר כריש (אשר בשלב הראשון צפוי לספק כ- 4-4.5 BCM בשנה) צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כאשר לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש, צפויים לעבור ממאגר תמר. להערכת מידורג, לאחר הפעלתם המסחרית של מאגר לווייתן ומאגר כריש, צפוי להיווצר מצב של עודף היצע בשוק המקומי, אשר צפוי להתמתן באמצעות יצוא גז טבעי לירדן ולמצרים. בעלי הזכויות במאגר תמר הניחו ירידה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל החל ממועד ההתאמה הראשון, אשר נעה בטווח שבין 12.5%-20%, וזאת בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים¹⁴. בד בבד, בשנה האחרונה נחתמו הסכמים משמעותיים לאספקת גז לירדן ולמצרים ממאגר תמר וממאגר לווייתן כאחד (כמפורט מטה), אולם טרם נחתמו הסכמים למכירת מלוא יכולת ההפקה ממאגר לווייתן לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכת מידורג, במידה ומאגר לווייתן לא יחתום על הסכמים מהותיים נוספים לאספקת

¹⁰ כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

¹¹ בהשוואה לשנת הבסיס, 2015. מתוך [דיווח מידי של חברת החשמל מיום 4 לינואר 2018](#).

¹² ["דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", משרד האנרגיה, אוקטובר 2018](#).

¹³ בשלב השני, באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ- 21 BCM, על בסיס שנתי.

¹⁴ בהתאם להסכם עם חברת החשמל, במועד ההתאמה הראשון תאפשר הפחתה או תוספת של עד 25%, ובמועד ההתאמה השני (אשר יחול ביום ה- 01 ביולי 2024), תאפשר הפחתה או תוספת של עד 10% במחיר ליחידת אנרגיה.

גז טבעי ו/או לא תיווצר תשתית פיזית וחוזית לייצוא הגז הטבעי, עלול היצע הגז הטבעי לעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז וטיב הלקוחות. נציין, כי חתימת הסכמי ייצוא נוספים ומימושם של ההסכמים הקיימים חשובים לסיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם ירדן (המדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's)¹⁵ ומצרים (המדורגת בדירוג B3 באופק חיובי ע"י Moody's)¹⁶ בפרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן ומצרים חושף את החברה לסיכוני האשראי של המדינות.

חתימה על הסכם לרכישת מניות EMG צפויה ליצור תשתית להזרמת גז טבעי למצרים

ביום ה- 26 בספטמבר 2018, חתמה EMED Pipeline B.V. (להלן: "EMED")¹⁷ על הסכמים לרכישת 39% מהון המניות של חברת East Mediterranean Gas Limited, במטרה לממש את הסכמי דולפינוס (כמוזכר לעיל). EMG הינה חברה פרטית מצרית אשר בבעלותה צינור ימי המחבר בין מערכת ההולכה הישראלית באזור אשקלון לבין מערכת ההולכה המצרית באזור אל-עריש וכן מתקנים נלווים. צינור EMG תוכנן לקיבולת של כ- 7 BCM לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- 9 BCM בשנה. הזרמת הגז בצינור EMG ממצרים לישראל הופסקה לפני מספר שנים ונכון למועד הדוח אין ל- EMG פעילות מסחרית. השלמת העסקה מותנית, בין היתר, בחתימת הסכם למתן זכויות קיבולת וההפעלה בין הצדדים, במסגרתו תעניק EMG ל- EMED את הזכות הבלעדית לחכור ולהפעיל את צינור EMG לצורך הזרמת גז טבעי מישראל למצרים. להערכת דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים"), קיימת סבירות גבוהה להתקיימות התנאים המתלים לעסקה, כך שהזרמתו של גז טבעי מישראל למצרים דרך צינור EMG תחל במחצית הראשונה לשנת 2019. להערכתנו, למימוש הסכם זה חשיבות רבה בקידום ועמידה בלוחות הזמנים לייצוא גז טבעי למצרים ב- 2019.

תיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל

ביום ה- 17 בפברואר 2019, פרסמה החברה כי שותפי תמר הגיעו להסכמה עם חברת החשמל בנוגע לתיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל (להלן: "הסכם תמר-חח") (אשר טרם נחתם), לפיו החל מחודש ינואר 2019 ועד למועד ההתאמה הראשון (להלן: "תקופת הביניים"), לא ייושם סעיף ההצמדה הקבוע בהסכם תמר-חח", כך שהמחיר שישולם על ידי חברת החשמל יהא המחיר החוזי שהיה בתוקף במהלך שנת 2018. במועד ההתאמה הראשון, תבוצע התאמת המחיר החוזי קבוע בהסכם תמר-חח", וזאת תוך התייחסות למחיר החוזי אשר היה משולם אלמלא התיקון להסכם, קרי המחיר החוזי בהנחת יישום ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח". להערכת שותפי תמר, סכום החיסכון אשר עתיד לנבוע לחברת החשמל מתיקון ההסכם כאמור לעיל בתקופת הביניים הינו כ- 85 מיליון דולר ארה"ב (במונחי 100%), כאשר חלקה של החברה עומד על כ-14 מיליון דולר ארה"ב). בנוסף, בתיקון להסכם תמר-חח" נקבע כי החל ממועד הפעלתו המסחרית של פרויקט לווינתן, תופחת כמות הגז היומית המקסימלית אשר חברת החשמל תהא רשאית להזמין תחת ההסכם מ- 655,200 ל- 500,000 יחידות אנרגיה (MMBTU) וזאת ללא הפחתת רכיב ה- TOP שנקבע בהסכם. ראוי לציין, כי התיקון להסכם תמר-חח" יהא כפוף לקבלת אישור הגופים המממנים של חלק משותפי תמר וכן לקבלת אישור רשות התחרות, אם וככל שאישור זה נדרש על פי דין.¹⁸

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

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. למאגר הסכמים לאספקת גז טבעי לתקופה ובהיקפים אשר הולמים את הדירוג. הלקוח המהותי בפרויקט הינו חברת החשמל, אשר מדורגת Aa2.il, באופק יציב, ומספקת

¹⁵ דוח דירוג - מדינת ירדן.

¹⁶ דוח דירוג - מדינת מצרים.

¹⁷ EMED הינה חברה ייעודית שנרשמה בהולנד וש- 25% ממניותיה מוחזקות על ידי חברה בת בבעלות מלאה של דלק קידוחים, הרשומה בקפריסין.

¹⁸ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום ה- 17 בפברואר 2019, באתר מא"ה.

יותר ממחצית ההכנסות בפרויקט, החל ממועד הפקת הגז הטבעי. עם זאת, בשנת 2021 לחברת החשמל קיימת אופציה להפחתת מחיר הגז הטבעי בשיעור של 25%, לכל היותר. בהתאם ל- DCF שפרסמה החברה בחודש מרץ 2018, הונחה הפחתה במחיר הגז הטבעי לחברת החשמל של כ- 12.5% החל ממועד ההתאמה הראשון (בשנת 2021). הסכמי אספקת הגז כוללים רכיב TOP, מחיר רצפה והצמודות שונות, אשר להערכתנו, תורמים רבות ליציבותה התזרימית של החברה. יחד עם זאת, למרבית לקוחות מאגר תמר קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים, אשר עלולה להשפיע על יציבות תזרים המזומנים, בטווח הארוך. בהקשר זה, נציין כי מספר יצרני חשמל מרכזיים במשק כבר חתמו על הסכמי לאספקת גז טבעי אל מול מאגר כריש.

סיכון מימון מחדש, הממותן במידה מסוימת, בהיקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. במועד המימון מחדש (בחודש אוגוסט 2028), תעמוד יתרת החוב הכולל של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') על כ- 480 מיליון דולר. טרם מועד המימון מחדש, צפויים להסתיים הסכמי הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל ומרבית היח"פים. 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 לגדול ביחס לרמתם הנוכחית. בהתאם להערכת NSAI ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ- BCM 315 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P. בהקשר זה, נציין כי מדובר בגידול בהיקף העתודות לפי קטגוריה 2P ולפי קטגוריה 1P כאחד, אשר נכון לחודש דצמבר 2017 עמדו על כ- BCM 313 וכ- BCM 222, בהתאמה, זאת לאחר הפקתה של כ- 10-11 BCM ממאגר תמר במהלך שנת 2018. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ- 60% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ- 71% לפי קטגוריה 2P. בנוסף, יחס ה- PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 2.65-2.35. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני הקרנות הייעודיות המעוגנים בשטרי הנאמנות, ממתנים, במידת מה, את סיכון המימון מחדש, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

כרית ביטחון לשירות חוב

בהתאם לשטר הנאמנות, עד לשנת 2022, תעמיד החברה כרית ביטחון לשירות חוב בסכום השווה ל- 3 חודשי שירות חוב, בגין כל סדרת אג"ח, בעוד שהחל משנת 2022, תעמוד הכרית על סכום השווה ל- 6 חודשי שירות חוב.¹⁹ להערכת מידרוג, סכום כרית הביטחון בתקופה הראשונה, עד שנת 2022, הינו נמוך מהמקובל בענף אולם ממותן, במידה מסוימת, באמצעות תזרים המזומנים היציב בפרויקט, וכן בהצהרת החברה בקשר עם שמירה על יתרות נזילות הולמות, כמפורט מטה.

ניתוח יחסי הכיסוי

בשטרי הנאמנות נקבע כי יחסי הכיסוי ייבדקו בכל רבעון, ויחושבו ל- 12 חודשים. חדלות פירעון תתרחש, בהינתן יחסי כיסוי ADSCR הצפוי הנמוך מ- 1.05. בתרחיש הבסיס של מידרוג, עבור סדרה א' וסדרה ב', יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.58 ו- 1.24 (בשנת 2020), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 1.88 (בשנת 2019). נציין, כי בשל שחיקה מסוימת ביחס הכיסוי המינימאלי, הנובע בשל השינויים הצפויים בהיקף ובעיתוי הוצאות ה- Capex (המוערכות בכ- 60 מיליון דולר בשנים 2019-2020 ובכ- 100 מיליון דולר בשנים 2025-2026), הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות אשר הולמות את רמת הדירוג, ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית לאורך חיי אגרות החוב. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע בדירוג החברה.

¹⁹ למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרונים, לגביהם סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה
- עלייה משמעותית בשווי המאגר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש
- חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מהותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס המינוף, הן כתוצאה מגיוס חוב נוסף והן כתוצאה מירידה בשווי המאגר
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות
- 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 באיתנות הפיננסית של הפרויקט
- הגברת התחרות אשר תוביל לשחיקה משמעותית בהיקף הכמות הנמכרת ו/או במחירי הגז הטבעי
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט ו/או דירוג

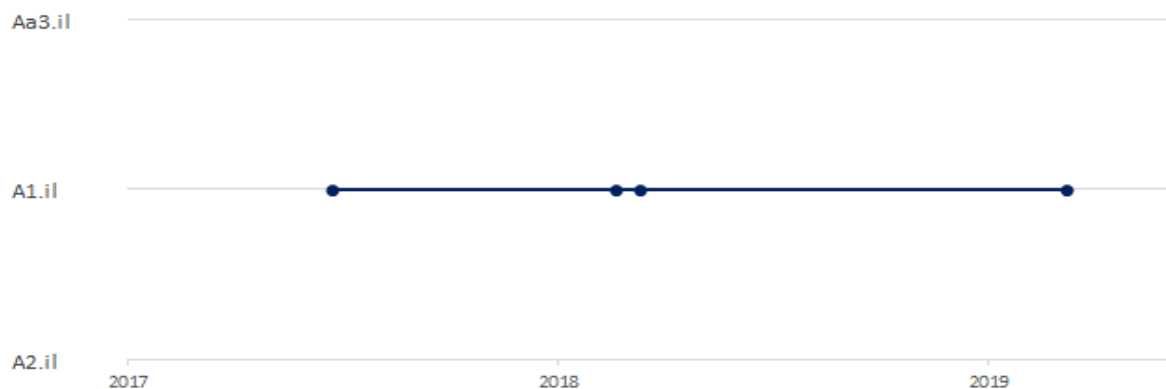
אודות החברה

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. ביום ה-2 ביולי 2017, נחתם הסכם מכר מותנה בין דלק קידוחים שותפות מוגבלת כמוכרת מצד אחד, לבין החברה כקונה מצד שני, בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים. התנאים התקיימו במלואם ביום 20 ביולי 2017, לרבות קבלת אישור הממונה על ענייני הנפט במשרד האנרגיה, להעברת הזכויות בחזקות תמר ודלית (להלן: "החזקות") ורישומן בספר הנפט, ובעקבות כך הושלמה העסקה, במסגרתה הועברו לידי החברה זכויות בשיעור של 9.25% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-40% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה לאותו המועד), לדלק קידוחים.²⁰ כמו כן, ביום ה-14 למרץ 2018, הושלם הסכם המכר עם חברת נובל אנרג'י לרכישת זכויות בשיעור של 7.5% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-43.5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה). נכון למועד הדוח, החברה מוחזקת על ידי דלק קידוחים בשיעור של כ-22.6%, על ידי גופים מוסדיים שונים בשיעור של כ-42.2% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-35.2%. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק של כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ-1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג'י (25%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים שותפות מוגבלת (22%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-315 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-230 BCM לפי קטגוריה 1P.

²⁰ נציין כי בהתאם לכתב הווייתור של דלק קידוחים ובהתאם לתקנון החברה, מניות החברה המוחזקות על ידי דלק קידוחים, כל עוד הינן מוחזקות על ידה, בשיעור העולה על 12% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, לא מקנות זכויות הצבעה כלשהן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דירוג - תמר פטרוליום בע"מ](#)

[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

[מתודולוגיה לדירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

13.03.2019	תאריך דוח הדירוג:
12.03.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תמר פטרוליום בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תמר פטרוליום בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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").

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 וככאלה 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 בייעוץ 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 ויהיה 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, דירקטורים 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 נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדיה 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>.