

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

מעקב | מרץ 2019

אנשי קשר:

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

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

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

| | | |
|------------------|--------|-------------|
| אופק דירוג: יציב | Aa2.il | דירוג סדרות |
|------------------|--------|-------------|

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il, לאגרות החוב (סדרות 20, 23, 25) שהנפיקה דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| מועד פירעון סופי | אופק דירוג | דירוג | מספר נייר ערך | סדרת אג"ח |
|------------------|------------|--------|---------------|-------------------|
| 31.12.2020 | יציב | Aa2.il | 1132166 | דלק (תמר) \$20-רמ |
| 31.12.2023 | יציב | Aa2.il | 1132174 | דלק (תמר) \$23-רמ |
| 31.12.2025 | יציב | Aa2.il | 1132182 | דלק (תמר) \$25-רמ |

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, ועל כן לפרויקט חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה; (2) מתווה הגז יוצר סביבה גולטרית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי, כאשר למפעיל הפרויקט, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרגי")², ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-6 שנים (החל מסוף חודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) התמורות במשק האנרגיה תומכות בגידול בצריכת הגז הטבעי במשק וכוללות, בין היתר, מדיניות הפחתת פלטות (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 למשק, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY), כאשר בעלי הזכויות במאגר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממועד הפעלתו המסחרית, ועד להפעלתם המסחרית של מאגרי גז נוספים; (7) הסכמה (הכפופה לחתימה ואישורים כמפורט להלן) בנוגע לתיקון להסכם 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; (8) חתימה על הסכמים לייצוא גז טבעי ממאגר תמר למצרים ולירדן בהיקפים משמעותיים - בכמויות שנתיות של עד כ- BCM 3.5 ושל עד כ- BCM 0.1, בהתאמה, על בסיס מזדמן (Interruptible), כאשר הזכות להפיכתם לחוזה מחייב (Firm) היא של שותפי תמר, זאת בנוסף להסכם קיים על בסיס מחייב של BCM 0.15 לשנה לירדן; (9) מימוש הסכמי הייצוא של דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים" ו/או "השותפות")⁴ למצרים תלויים במידה רבה בהשלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי. כמו כן, מימוש חוזי הייצוא הקיימים וחתימה על חוזי ייצוא נוספים, חשופים לסיכונים גאופוליטיים; (10) חתימה על הסכם לרכישת מניות East Mediterranean Gas Limited (להלן: "EMG"), צפויה לאפשר שימוש בתשתית להזרמת גז טבעי למצרים עם קיבולת של כ- BCM 7 לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- BCM 9; (11) ביום ה-31 באוגוסט 2018, פרעה החברה בפירעון מוקדם מלא את הסדרה השנייה של אגרות החוב תמר בונד (2018), אשר מועד פירעונה המקורי חל ביום 30 בדצמבר 2018. סכום הפירעון כלל קרן בסך 320 מיליון דולר ארה"ב, בתוספת ריבית צבורה ודמי פירעון מוקדם; (12) לפרויקט תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח הכוללים רכיב TOP⁵ ומחיר רצפה; (13) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁶ ונכון לחודש דצמבר 2018, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של

¹ ביום ה-06.10.2016 וביום ה-31.08.2018, ביצעה החברה פירעון מוקדם לסדרה דלק (תמר) \$16-רמ ולסדרה דלק (תמר) \$18-רמ, בהתאמה.

² נובל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc, המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב.

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

⁴ דלק קידוחים מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג A1.il, באופק יציב.

⁵ Take or Pay.

⁶ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

עתודות גז, כ- BCM 315 לפי קטגוריה 2P⁷, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P⁸; (14) קיומם של מנגנונים פיננסיים הממתנים את סיכון הנזילות ו/או המימון מחדש בפרויקט וכוללים, בין היתר, קרנות ייעודיות, מנגנון Lock-Up הדרגתי, אפשרות לבצע מימון מחדש וכן, זכות חזרה מוגבלת לבעלי השליטה במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV (Recourse).

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפוי הפרויקט לשמור על מעמדו המונופוליסטי, אולם 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 פיתוח). 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 בביקושים 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 10.5-11.5 BCM. יתר על כן, בתרחיש הבסיס הנחנו כי החל משנת 2020 יחל יצוא גז טבעי בהיקפים גדולים יותר ממאגר תמר ובהיקפים משמעותיים ממאגר לווייתן למצרים ולירדן, זאת לאחר שתושלם התשתית הפיזית והחוזית לייצוא הגז הטבעי בכמויות משמעותיות. הוצאות התפעול של הפרויקט ינועו בטווח שבין 125-135 מיליון דולר לשנה עבור השנתיים הקרובות (2019-2020) וההשקעות ההוניות (Capex) צפויות לעמוד על כ- 27 מיליון דולר בשנת 2019 וכ- 55 מיליון דולר בשנת 2020 (כאשר חלקה של דלק קידוחים הינו 22% מן ההוצאות הללו). בנוסף, בהתבסס על דברי דלק קידוחים, תשמור השותפות על יתרות נזילות הולמות, בהתאם להתחייבויותיה, לרבות הפירעונות הצפויים.

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.

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- BCM 11, מתוכם כ- BCM 10.5 ממאגר תמר וממאגר ים תטיס⁹. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2017 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ- BCM 10.35, המהווה גידול של כ- 7% ביחס לשנת 2016 (BCM 9.66), כאשר מאגר תמר סיפק כ- 95% מסך אספקת הגז לאותה התקופה⁹. ביתר פירוט, בשנת 2017, צריכת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- 9.83 BCM, לעומת כ- BCM 9.32 בשנת 2016 וכ- BCM 8.28 בשנת 2015, המעידים על שיעור גידול שנתי ממוצע של כ- 8% בתקופה המדוברת. כמו כן, ב- 9 החודשים שהסתיימו ביום ה- 30 בספטמבר 2018, מכירת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- BCM 7.8, לעומת כ- BCM 7.5 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- BCM 1.8, ונובעת בעיקר לאור חיבורם של צרכנים חדשים לרשת החלוקה וכן 4 צרכני גז טבעי דחוס (CNG) נוספים. 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

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

הסביבה כי חברת החשמל תפחית את השימוש בפחם לייצור חשמל בשיעור של 30% באופן מידי¹⁰ ולאור פרסום משרד האנרגיה בקשר עם יעדי משק האנרגיה לשנת 2030¹¹. 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, גפ"מ 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 נזלי מן המצוף הימי (BUOY). למעשה, בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממרץ 2013 ועד להפעלתם המסחרית של מאגרי גז נוספים. ביתר פירוט, 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 בשנה¹², 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-4.5-4 BCM) צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כאשר לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש צפויים לעבור ממאגר תמר. להערכת מידרוג, 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. כמו כן, בשל התמורות בסקטור הגז הטבעי במשק, הניחו בעלי הזכויות במאגר תמר 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 הצדדים¹³. 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 הפקה ממאגר לווייתן לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכת מידרוג, במידה ומאגר לווייתן לא יחתום על הסכמים מהותיים נוספים לאספקת 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 חשופים לסיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם ירדן (המדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's)¹⁴ ומצרים (המדורגת בדירוג B3 באופק חיובי ע"י Moody's)¹⁵ בפרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן ומצרים חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

תיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל

ביום ה-17 בפברואר 2019, פרסמה דלק קידוחים 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

¹⁰ בהשוואה לשנת הבסיס, 2015. מתוך [דיווח מידי של חברת החשמל מיום 4 לינואר 2018](#).

¹¹ "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", משרד האנרגיה, אוקטובר 2018.

¹² בשלב השני, באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמויות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

¹³ 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.

¹⁴ דוח דירוג - מדינת ירדן.

¹⁵ דוח דירוג - מדינת מצרים.

תמר-חח", וזאת תוך התייחסות למחיר החוזי אשר היה משולם אלמלא התיקון להסכם, קרי המחיר החוזי בהנחת יישום ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח". להערכת דלק קידוחים, 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 השותפות עומד על כ-19 מיליון דולר ארה"ב). בנוסף, בתיקון להסכם תמר-חח" נקבע כי החל ממועד הפעלתו המסחרית של פרויקט לווייתן, 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" יחא כפוף לקבלת אישור הגופים המממנים של חלק משותפי תמר וכן לקבלת אישור רשות התחרות, אם וככל שאישור זה נדרש על פי דין.¹⁶

חתימה על הסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר למצרים ולירדן

ביום ה- 19.02.2018, נחתמו שני הסכמים לייצוא גז טבעי מפרויקט תמר ולווייתן למצרים, בין דלק קידוחים ובין נובל אנרג'י (להלן ביחד: "המוכרות") לבין Dolphinus Holdings Limited (להלן: "דולפינוס") בסכום כולל של כ- 15 מיליארד דולר. ביום ה- 26.09.2018, הומחו ההסכמים לשותפי תמר ושותפי לווייתן (בהתאמה). על פי הסכם הייצוא מפרויקט לווייתן, אספקת הגז תהא על בסיס מחייב (Firm) ובכמות שנתית בהיקף של עד כ- BCM 3.5. על פי הסכם הייצוא מפרויקט תמר, אספקת הגז תהא על בסיס מזדמן (Interruptible) ובכמות שנתית בהיקף של עד כ- BCM 3.5, כאשר במסגרת ההסכם קיימת למוכרות האופציה להודיע לדולפינוס על מעבר לאספקה על בסיס מחייב (Firm), עבור הכמות השנתית במלואה או בחלקה.¹⁷ היקף האספקה בהסכם הייצוא מפרויקט תמר (כ- BCM 32 בקירוב) גדול משמעותית מהיקף האספקה בהסכם שנחתם בין שותפי תמר לדולפינוס ביום ה- 17.03.2015, ונועד להחליפו. נציין, כי הסכם אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר למצרים (בהסכם בין המוכרות לבין דולפינוס), כפוף להתקיימות תנאים מקדימים ולקבלת האישורים הרגולטוריים לשימוש בתשתיות הנדרשות להולכת הגז הטבעי למצרים. לשם כך, נבחנות אפשרויות שונות, ביניהן: הזרמת גז טבעי דרך ירדן (תוך שימוש בצינור הפן ערבי), הקמת צינור ימי חדש למצרים ובניית חיבור יבשתי בין מערכת ההולכה הישראלית למצרים (באזור ניצנה או כרם שלום). בהקשר זה, נציין כי ביום ה- 26.09.2018, נחתם הסכם לרכישת מניותיהם של חלק מבעלי מניות EMG. סגירת ההסכם האמור תיעשה בד בבד עם הסכם שיקנה לרוכשת את זכות השימוש והתפעול בצינור EMG לשם הזרמת גז טבעי למצרים (כמפורט מטה).

יתר על כן, באוקטובר 2018, נחתם הסכם נוסף לאספקת גז טבעי בין שותפי תמר לבין NBL Eastern Mediterranean Marketing Limited (להלן: "NBL"), לצורך ייצוא גז טבעי לצרכנים בירדן (להלן: "הסכם NBL-תמר השני"). במקביל לחתימת הסכם NBL-תמר השני, חתמה NBL על הסכם נוסף עם Arab Potash Company ו-Jordan Bromine Company (להלן ביחד: "הרוכשות"), לפיו תרכושנה הרוכשות מ-NBL כמות נוספת של גז טבעי שתשמש אותן כאמור במפעליהן הממוקמים בגדה המזרחית של ים המלח בירדן, על בסיס מזדמן (Interruptible), בהיקף כולל של עד כ- BCM 1, כאשר ל-NBL קיימת זכות (עפ"י המועדים הקבועים בהסכם) להודיע לרוכשות כי האספקה בהתאם להסכם NBL-תמר השני תבצע על בסיס מחייב (Firm).

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")¹⁸ 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- BCM 7 לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- BCM 9 בשנה. הזרמת הגז בצינור EMG

¹⁶ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום ה-17 בפברואר 2019, באתר מא"ה](#).

¹⁷ ביום ה- 26.09.2018, נחתמו דלק קידוחים ונובל אנרג'י על מזכר הבנות בלתי מחייב עם שותפי תמר ועל מזכר הבנות בלתי מחייב עם שותפי לווייתן, בקשר להקצאת קיבולת והסדרים נוספים להזרמת גז טבעי בתשתיות הולכה מישראל למצרים, לרבות בצינור הולכת הגז הקיים של חברת EMG ובצינור הפן ערבי.

¹⁸ EMED הינה חברה ייעודית שנרשמה בהולנד וש-25% ממניותיה מוחזקות על ידי חברה בת בבעלות מלאה של דלק קידוחים, הרשומה בקפריסין.

ממצרים לישראל הופסקה לפני מספר שנים ונכון למועד הדוח אין ל-EMG פעילות מסחרית. השלמת העסקה מותנית, בין היתר, בחתימת הסכם למתן זכויות הקיבולת 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, קיימת סבירות גבוהה להתקיימות התנאים המתלים לעסקה, כך שהזרמתו של גז טבעי מישראל למצרים דרך צינור EMG תחל במחצית הראשונה לשנת 2019. להערכת מידרוג, למימוש הסכם זה חשיבות רבה בקידום ועמידה בלוחות הזמנים לייצוא הגז הטבעי למצרים בשנת 2019.

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

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה בשלהי חודש מרץ 2013, ללא תקלות מהותיות¹⁹. למתפעל הפרויקט, נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו. נובל אנרג'י מחזיקה ב- 25% מן הזכויות במאגר תמר, זאת לאחר שביום ה- 14.03.2018, הודיעה תמר פטרוליום בע"מ²⁰ על השלמת הסכם מכר לרכישה של 7.5% (מתוך 100%) מנובל אנרג'י,²¹ המוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc. המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב. מאגר תמר מאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית, כאשר אספקת הגז מן המאגר הינה 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.

פירעון מוקדם של אגרות החוב סדרת 2018

ביום 31 באוגוסט 2018, פרעה החברה בפירעון מוקדם מלא את הסדרה השנייה של אגרות החוב תמר בונד (סדרת 2018), אשר מועד פירעונה המקורי חל ביום 30 בדצמבר 2018. סכום הפירעון כלל את סכום הקרן, בסך 320 מיליון דולר ארה"ב, בתוספת ריבית צבורה ודמי פירעון מוקדם (בסך של כ- 2.1 מיליון דולר וכ- 1.3 מיליון דולר, בהתאמה). נכון למועד הדוח, יתרת אגרות החוב עומדת על כ- 960 מיליון דולר (ברוטו, לפני ניכוי כריות המזומנים) ונחלקת ל- 3 סדרות נפרדות, בסכום של כ- 320 מיליון דולר כל אחת. בהקשר זה, נציין כי במסגרת מתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021.

סיכון נזילות ו/או מימון מחדש הממותנים, במידה מסוימת, באמצעות מנגנונים פיננסיים הולמים והיקף משמעותי של

עתודות גז במאגר תמר

אגרות החוב צפויות להיפרע בשלושה תשלומי בולט שווים בסך של 320 מיליון דולר כל אחד (בשנים 2020, 2023, 2025). מבנה חוב שכזה, טומן בחובו סיכון נזילות ו/או סיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון. על מנת למתן את הסיכון האמור, עוגנו בהסכם המימון מנגנונים פיננסיים שונים, לרבות: (1) קרן בהיקף של 100 מיליון דולר עבור הפירעון העתי של כל בולט; (2) מנגנון Lock-Up הדרגתי, הנע בין 12-18 חודשים, לפי מועדי הפירעון; (3) אפשרות לבצע מימון מחדש, במידת הצורך, לכל אחד מתשלומי הבולט, אשר אינו מהווה אירוע כשל; (4) זכות חזרה מוגבלת לבעלים, במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV (Recourse). כמו כן, בהתאם להערכת NSAI ונכון לחודש דצמבר 2018, מאגר תמר 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 הפקה של כ- BCM 10-11 ממאגר תמר במהלך שנת 2018. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר תמר, לצד המנגנונים הפיננסיים המוזכרים לעיל, ממתנים במידה מסוימת, את סיכון הנזילות ו/או המימון מחדש. בד בבד, נציין כי בשל שחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי, צריכה החברה לשמור על יתרות נזילות הולמות אשר לעיתים גבוהות יותר ביחס בהשוואה למנגנון ה- Lock-Up המוזכר לעיל. אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע בדירוג החברה. כמו כן, גמישותה הפיננסית של החברה ויכולתה לבצע מימון מחדש מושפע משווי מאגר תמר, כאשר התנודתיות בשווקים עלולה להשפיע באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה ומימוש האחזקות במאגר תמר.

¹⁹ בהקשר זה, נציין כי בחודש ספטמבר 2017, הופסקה באופן מבוקר אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר למשך תקופה של כשבוע, בעקבות תקלה.

²⁰ תמר פטרוליום בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג A1, באופק יציב.

²¹ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום בע"מ מיום ה- 14 במרץ 2018, באתר מאי"ה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חתימת הסכמי גז טבעי נוספים באופן אשר מפחית את סיכון הביקושים בפרויקט, בטווח הארוך
- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של הפרויקט

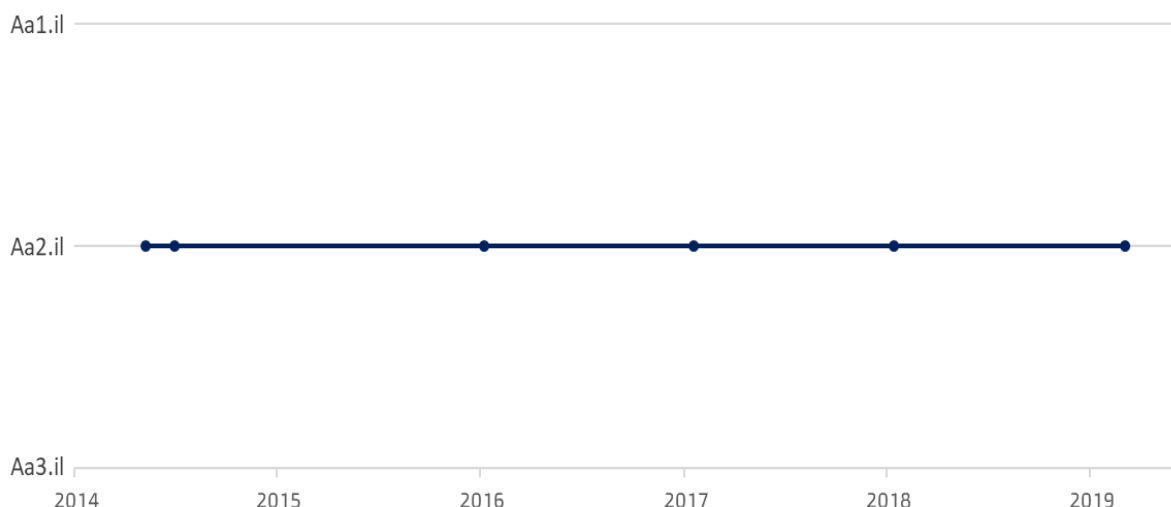
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט, באופן מהותי
- שחיקה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי, לרבות כתוצאה מכניסת ספקי גז טבעי מתחרים
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של הפרויקט
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, בהתאם לפירעונות הצפויים
- שינוי במבנה השליטה של מאגר תמר אשר יוביל לפגיעה בפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט או דירוג

אודות הפרויקט

בחודש יוני 2014, הנפיקו דלק קידוחים שותפות מוגבלת ואבנר חיפושי נפט שותפות מוגבלת²², באמצעות חברת דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, אגרות חוב בהיקף כולל של כ- 2 מיליארד דולר. נכון למועד הדוח, יתרת אגרות החוב עומדת על כ- 960 מיליון דולר (ברוטו, לפני ניכוי כריות המזומנים) ונחלקת ל- 3 סדרות נפרדות, בהיקף של כ- 320 מיליון דולר כל אחת. כל הסדרות באותה דרגת בכירות (פארי-פאסו בשעבודים ובמפל התשלומים), ולכל סדרה קיימת ריבית קבועה ספציפית. מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ- 100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ- 3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. הפרויקט 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 חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%).

היסטוריית דירוג



²² ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפושי נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך דלק קידוחים שותפות מוגבלת. לפירוט נוסף, ראה דוח פעולת דירוג בנושא המיזוג: [פעולת דירוג, דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#).

דוחות קשורים

[דירוג - דלק ואבנר \(תמר בונד\) 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

| | |
|---------------------------|--------------------------------------|
| 05.03.2019 | תאריך דוח הדירוג: |
| 10.01.2018 | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 05.05.2014 | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: |
| דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ | שם יוזם הדירוג: |
| דלק ואבנר (תמר בונד) 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 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 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, 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>