

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

דירוג ראשוני¹ | מאי 2018

אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

moty@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

¹ בעקבות הודעת החברה בדבר שינוי מתווה הגיוס והיקפו, דיווחה מידרוג ביום ה-13.05.2018, על הפסקת הדירוג של דלק תמלוגים (2012) בע"מ, כפי שדווח ביום 23.04.2018. דוח דירוג זה מתייחס למתווה הגיוס החדש והיקפו, כמפורט להלן.

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

מועד פירעון סופי: 30.08.2028	אופק דירוג: יציב	(P)Aa3.il	דירוג סדרה
---------------------------------	------------------	-----------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה (P)Aa3.il באופק יציב, לאגרות החוב (סדרה א') שתגייס דלק תמלוגים (2012) בע"מ (להלן: "דלק אנרגיה תמלוגים" ו/או "החברה"), בסך של עד כ- 407 מיליון ₪ ע.ג.². נכון למועד הדוח, טרם בוצע רישום מלא של השעבודים בגין זכויות התמלוגים הנרכשות, לטובת הנאמן, בעבור מחזיקי אגרות החוב (סדרה א'). בד בבד, החברה הצהירה כי תפעל לרישום מלא של השעבודים סמוך ככל הניתן לאחר השלמת הנפקת אגרות החוב (סדרה א') וכן, כי טרם מועד הרישום המלא של השעבודים לא תגייס חוב פיננסי נוסף ולא תיקח על עצמה התחייבות חדשה מהותית כלשהי אשר אינה נזכרת בתשקיף, אלא אם יתקבל מראש אישור חברת הדירוג לכך שפעולה כאמור לא תגרום לפגיעה בדירוג אגרות החוב.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה³:

- תשקיף הנפקה סופי ושטר נאמנות חתום
- בדיקת נאותות למודל הפיננסי
- חוות דעת משפטית בקשר עם המבנה המשפטי של העסקה
- אישור רישום זכויות התמלוגים הנרכשות בספר הנפט על שם החברה

אודות החברה

תמלוג על הינו סכום כספי המשולם על ידי בעליו של נכס נפט מסוים, בגין נפט, גז טבעי או חומרים אחרים בעלי ערך המופקים מן הנכס. הסכום מחושב כשיעור מן ההכנסה ברוטו, הנובעת מהנכס שנקבע מראש ומועבר מבעל הזכויות בנכס לבעל התמלוג, מבלי להתחשב בעלויות ההפקה. בתחום האנרגיה, לאור השקעות CAPEX משמעותיות הנדרשות לגילוי גז ונפט, נקבע בחוק מבנה תאגידי ייחודי של שותפות ציבורית מוגבלת, הכוללת הפרדה בין ההשקעה ההונית בשל פעילות החיפושים לבין השליטה והניהול בשותפות, המתבטאים בשתי ישויות חוקיות: "השותף המוגבל" (מחזיקי יחידות ההשתתפות) ו-"השותף הכללי" (המכתיב את פעילות השותפות). שיעור תמלוג העל נקבע בעת הקמת השותפות, ויכול להשתנות בין שותפיות. ניתן לקבוע תמלוג על בשיעור קבוע מן ההכנסות לאורך חיי הפרויקט, וכן לשנות את שיעור תמלוג העל בין התקופות שבטרם ולאחר מועד החזר ההשקעה. במקרה דנן, שיעור תמלוג העל הינו 1.125% טרם מועד החזר ההשקעה ו- 4.875% לאחר מועד החזר ההשקעה⁴, מן ההכנסה ברוטו מהנפקת נפט, גז טבעי, או חומרים בעלי ערך אחרים שהופקו ונוצלו מנכסי הנפט בחזקות 1/12 ו-"תמר" ו-13/1 "דלית" (להלן ביחד: "החזקות"), ואשר מועבר מבעלי הזכויות בחזקות (באופן חלקי) - דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים") ותמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום"), לבעל התמלוג, דלק מערכת אנרגיה בע"מ (להלן: "דלק אנרגיה"). בהקשר זה, נציין כי כפי שפורסם בדוחותיהן הכספיים של דלק קידוחים ושל תמר פטרוליום, להערכתן, מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר חל בחודש דצמבר, 2017.⁵ לדברי החברה, לפי תנאי רכישת התמלוג מדלק אנרגיה, תהא החברה זכאית לקבלת התמלוג מחזקת תמר רטרואקטיבית מיום 01.01.2018, באופן שמועד החזר ההשקעה יחול באופן רטרואקטיבי ביום 01.01.2018 ולפיכך, שיעור התמלוג מחזקת תמר יהא 4.875%, החל משנת 2018.

דלק תמלוגים (2012) בע"מ התאגדה בישראל ביום 6 בנובמבר 2012, כחברה פרטית מוגבלת במניית על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. החברה הינה בבעלות מלאה ושליטה של דלק אנרגיה, כאשר בעל השליטה בחברה (בשרשור סופי) הינו מר יצחק שרון (תשובה). לאחר קיומם של תנאים מתלים (ובכפוף לאישור הממונה על ענייני הנפט), תעביר דלק אנרגיה לחברה את זכאותה לקבלת

² עד 113 מיליון דולר ע.ג., לפי שער חליפין דולר/₪ של 3.60. בפועל החברה תגייס עד 113 מיליון דולר ע.ג., לפי השער החליפין שיהיה במועד הגיוס.

³ עד השלמת העברת הזכויות לחברה, תמורת הגיוס תופקד בנאמנות.

⁴ המועד בו שווי התקבולים (נטו) שדלק קידוחים ותמר פטרוליום קיבלו או זכאיות לקבל, בגין נפט ו/או גז טבעי ו/או חומרים בעלי ערך אחרים שהופקו ונוצלו מן החזקות, יגיע לסכום השווה למלוא שווי הוצאותיהן בגין נכס הנפט. נציין כי כל הסכומים מחושבים בדולרים (ארה"ב).

⁵ לפירוט נוסף ניתן לפנות לדיווחיהן של [דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#) (מיום 21.03.2018) ו-[תמר פטרוליום בע"מ](#) (מיום 21.03.2018) באתר מא"ה.

תמלוגים במישרין מן החזקות, מתוך חלקן של דלק קידוחים ותמר פטרוליום⁶ (בגין 22% ו- 9.25% במישרין, בהתאמה)⁷, בנפט ו/או בגז טבעי ו/או בחומרים בעלי ערך אחרים שהופקו ונוצלו מן החזקות (להלן: "נכסי הבסיס"). זכות התמלוגים האמורה, צמודה לחלקן של דלק קידוחים ותמר פטרוליום בנכסי הבסיס, כך שגם במידה והן תעברנה את זכויותיהן בחזקות, אזי מקבל הזכויות יקבל על עצמו את כל ההתחייבויות לתשלום התמלוגים כאמור, בהתאם לשיעורי התמלוגים להם זכאית דלק אנרגיה, מתוך חלקן של דלק קידוחים ותמר פטרוליום בחזקות, כמוזכר לעיל. העברת הזכאות לקבלת תמלוגים תיעשה כנגד תמורה שתשולם במזומן, בדרך של הנפקת ניירות ערך לציבור ו/או בדרך של הקצאת מניות של החברה לדלק אנרגיה (להלן: "העסקה"). נציין כי במסגרת העסקה, בכוננת דלק אנרגיה לממש את מלוא אחזקותיה בחברה ועל כן לאבד את היכולת להתוות מדיניות פיננסית ותפעולית בחברה, וזאת בכפוף לתנאי השוק, והאפשרות לממש אחזקות במחיר שיהיה לשיקול דעתה⁸. תקנון החברה קובע כי תחום הפעילות של החברה יהיה החזקה בתמלוגים של חברות העוסקות בתחום הנפט והגז.

לשם מימון חלק מתמורת העסקה, בכוננת החברה לגייס מקורות כספיים בדרך של הנפקת אגרות חוב (סדרה א') לציבור, בהיקף של עד 113 מיליון דולר, לפי השער החליפין שיהיה במועד הגיוס, כאשר בהתאם להצהרת החברה, כל סכום שיגויס בפועל מעבר ל- 113 מיליון דולר, יופקד כקרן ייעודית אשר תשמש את החברה אך ורק לפירעון קרן אגרות החוב (סדרה א'), לרבות פירעון מוקדם ו/או רכישה עצמית של אגרות חוב (להלן: "קרן הגיוס העודף"). נציין כי קרן הגיוס העודף תיפרע לאורך חיי החוב בהתאם לשיעור האמורטיזציה, עד ליום ה- 30 באוגוסט 2028 (להלן: "מועד המימון מחדש"), למעט במקרים של פירעון מוקדם ו/או רכישה עצמית של אגרות חוב, כך שהיתרה למימון מחדש בקשר עם אגרות החוב (סדרה א') במועד הנ"ל, תנוע בטווח שבין 23-16 מיליון דולר, כאשר הפער נגזר ממנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש⁹.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק של כ- 90 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ- 1,670 מטרים (להלן: "מאגר תמר" ו/או "המאגר" ו/או "הפרויקט"). הפרויקט כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל"). הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר חלה ביום 31.03.2013. הפרויקט הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג'י (25%) המשמשת, 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 NSAI¹⁰ ונכון לחודש דצמבר 2017, המאגר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ- BCM 313 לפי קטגוריה 2P¹¹, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 222 לפי קטגוריה 1P¹².

⁶ נציין כי נכון למועד הדוח, דלק קידוחים מחזיקה בכ- 22.6% מן הזכויות ההוניות ובכ- 16.67% מזכויות ההצבעה בתמר פטרוליום.
⁷ לאחרונה הושלמה עסקה למכירת זכויות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות, מזכויותיה של Noble Energy Mediterranean LTD בחזקות, אשר עברו לידי תמר פטרוליום. הזכויות שהועברו במסגרת העסקה, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לצדדים קשורים ולצדדים שלישיים. לאור זאת, העברת הזכויות, לא תשפיע על העסקה נשואת דירוג זה.

⁸ בהקשר זה, נציין כי בהתאם לתנאי "מתווה הגז" תהיה דלק אנרגיה מחויבת למכור את החזקותיה במניות החברה עד דצמבר 2021.

⁹ בהתחשב בתזרים הפנוי לשירות החוב, הצפוי להיצבר בתקופה האחרונה טרם מועד המימון מחדש, בשנת 2028.

Netherland, Sewell & Associates, Inc. ¹⁰

¹¹ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

¹² האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

מבנה המימון

בכדי לממן את העסקה, תנפיק החברה ני"ע, לרבות גיוס אגרות חוב בהיקף של עד 113 מיליון דולר, לפי השער החליפין שיהיה במועד הגיוס. יתרת עלות הרכישה תמומן באמצעות הקצאת מניות החברה לדלק אנרגיה. להלן תנאיהן המרכזיים של אגרות החוב, בהתאם לשטר הנאמנות והמודל הפיננסי:

היקף חוב	עד 113 מיליון דולר, לפי שער החליפין שיהיה במועד הגיוס
תקופת החוב	2018-2028
ריבית והצמדה	ריבית שנתית קבועה הצמודה לשער הדולר ומשולמת אחת לחצי שנה
סוג הלואה ועיתי תשלומי קרן וריבית	<ul style="list-style-type: none"> כ- 80% מהיקף החוב נפרע לשיעורין, בתדירות חצי שנתית כ- 20% בולט (Bullet)
יתרת חוב במועד המימון מחדש	16-23 מיליון דולר, כאשר הפער נגזר ממנגנון Lock Up, להפחתת סיכון המימון מחדש
יתרות גז במועד המימון מחדש¹³	לפי קטגוריה 2P: כ- BCM 215; לפי קטגוריה 1P: כ- BCM 124
כרית ביטחון לשירות החוב¹⁴	<ul style="list-style-type: none"> עד לשנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 3 חודשי שירות חוב¹⁵ החל משנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 6 חודשי שירות חוב¹⁶
קרן ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש	היה ובטרם פירעון מלא של אגרות החוב, מכר פרויקט תמר החל מ- 01.01.2018, למעלה מ- BCM 130 מן המאגר, תקים החברה קרן ייעודית נצברת ¹⁷ , בהיקף של כ- 352 אלף דולר בגין כל 1 BCM שנמכר מעל ל- BCM 130 האמורים. הפקדת הכספים בקרן הייעודית הנ"ל, ככל שתהיה רלוונטית, תבצע עד ליום 31 במרץ לכל שנה, בהתבסס על נתוני המכירות של השנה הקלנדארית הקודמת. הקרן הייעודית תשמש את החברה, בהתאם לשיקול דעתה, לצורך ביצוע פירעון מוקדם של אגרות החוב
מנגנון Lock Up חלקי המופעל בעת שחיקה פונדמנטלית בפרויקט	במידה יוחס הכיסוי לשירות החוב ADSCR יפחת מ- 1.27 בין השנים 2018-2019, או יפחת מיחס של 1.30 בין השנים 2020 ועד למועד המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות, אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, תפקיד החברה סכום השווה למחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק נפרד, אשר ישועבד לנאמן בשעבוד יחיד קבוע וראשון בדרגה, זאת עד שיחס הכיסוי יעלה ל- 1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה לפחות (להלן: "התנאי לשחרור"). כל עוד מופקדים כספים בחשבון הנפרד ולא התקיים התנאי לשחרור, יוכלו הכספים המופקדים בחשבון הנפרד לשמש את החברה אך ורק לצורך פירעון החוב (קרן וריבית), פירעון מוקדם של אגרות החוב (סדרה א'), רכישה חוזרת של אגרות החוב (buy back) או לפירעון הקרן במועד התשלום האחרון של אגרות החוב (סדרה א') ¹⁸
מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש	החברה לא תבצע חלוקת עודפים בגין רווחים אשר הצטברו במהלך 12 החודשים טרם מועד המימון מחדש (החל מיום 01.07.2027), ותצבור את הסכומים העודפים הללו עד לפירעון מלא וסופי של אגרות החוב
התניות פיננסיות לאירוע כשל	<ul style="list-style-type: none"> יחס כיסוי ADSCR חזוי נמוך מ- 1.05 הון עצמי כלכלי מזערי - הונה העצמי הכלכלי של החברה לא יפחת מסך של 51 מיליון דולר במשך שני רבעונים עוקבים¹⁹
בטוחות²⁰	<p>החברה תשעבד לטובת הנאמן, בעבור מחזיקי אגרות החוב, בשעבוד יחיד, קבוע, ראשון בדרגה, וללא הגבלה בסכום, את:</p> <p>א. כל זכויותיה לקבלת תמלוגים מחזקת תמר</p> <p>ב. זכויותיה של החברה בחשבון הפעילות</p> <p>ג. זכויותיה של החברה בחשבון כרית הביטחון</p>

¹³ לפי תרחיש הבסיס של מידרוג.

¹⁴ לא כולל את רכיב הבולט.

¹⁵ למעט ביחס למועד תשלום הריבית הראשון, לגבי סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, יהא שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

¹⁶ למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרון, לגבי סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, יהא שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

¹⁷ במקרה זה, הקרן הייעודית תשועבד בשעבוד יחיד, קבוע ושוטף, ראשון בדרגה, לטובת הנאמן (בעבור מחזיקי אגרות החוב).

¹⁸ החברה תהיה רשאית להשקיע את הכספים המופקדים בחשבון הנפרד בפקידונות (לרבות צמודי דולר) ו/או אגרות חוב ממשלתיות.

¹⁹ סך התזרים המהוון, המחושב לפי ממוצע הנובע משני החישובים של 5% ו-10%, פחות יתרת קרן אגרות החוב נטו (יתרת קרן אגרות החוב פחות מזומנים ושווי מוזמנים, פיקדונות לזמן קצר וניירות ערך סחירים, הנמצאים בחשבונות החברה ובקרנות השונות).

²⁰ הזכויות בחשבון הפעילות ובכרית הביטחון לשירות החוב (לרבות בכספים, בפקידונות ובני"ע, ובכל הפירות שינבעו מן הכספים או הזכויות הללו) ישועבדו בסמוך ככל הניתן, למועד רישום אגרות החוב למסחר. הזכויות בתמלוג תשועבדנה בתוך 120 ימים ממועד רישום אגרות החוב וככל שלא תשועבדנה עד לאותו מועד, תחול תוספת ריבית של 0.75% (מבלי שהדבר ייחשב כהפרה של שטר הנאמנות).

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר 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")²¹, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים, וביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה כבעלים וכמפעיל; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ- 5 שנים (החל ממרץ 2013), עם תקלה אחת, אשר בעקבותיה הופסקה אספקת הגז מן המאגר באופן מבוזבז, למשך שבוע, במהלך חודש ספטמבר 2017²². נכון למועד הדוח, אספקת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על רמת זמינות גבוהה; (5) בחודש אפריל 2017, החלה הזרמת הגז הטבעי מן הקידוח "תמר-8", אשר נועד להגדיל את אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר; (6) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר, כאשר בהתאם להערכת NSAI ונכון לחודש דצמבר 2017, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 313, לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 222 לפי קטגוריה 1P; (7) 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; (8) מאגר תמר הינו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק²³, כאשר בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממועד הפעלתו המסחרית (מרץ 2013), ועד להפעלתו המסחרית הצפויה של מאגר לווייתן (עד לשנת 2020) והמאגרים כריש ותנין; (9) הסביבה התחרותית תלויה ביישום מדיניות הפחתת הפליטות של משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (להלן: "משרד האנרגיה"), לצד הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק ויצירת תשתיות לייצוא גז טבעי, תוך חתימה על הסכמי ייצוא בשנים הקרובות; (10) פיסול חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים והסביבה התחרותית בפרויקט, וכולל בין היתר, מבנה חוב הנחלק לשתי תקופות²⁴: (א) עד לשנת 2021, מהווה מאגר תמר ספק כמעט בלעדי בשוק המקומי עד להפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן. בתקופה זו צפוי לעמוד יחס הכיסוי על כ- 1.35; (ב) החל משנת 2021, צפויה להתפתח סביבה תחרותית גבוהה יותר במסגרתה צפויים לפעול במשק שלושה מאגרי גז, לכל הפחות. בתקופה זו, צפוי לעמוד יחס הכיסוי על כ- 1.55; (11) מנגנון Lock Up חלקי, המופעל בעת שחיקה פונדמנטלית של היחסים הפיננסיים וקובע כי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, תפקיד החברה מחצית מן הסכום העודף לחלוקה, בחשבון בנק נפרד המושעבד לנאמן לטובת מחזיקי אגרות החוב, בעוד שיתרת הסכום תחולק לבעלי המניות; (12) מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש, כאשר החברה לא תבצע חלוקות של עודפים בגין רווחים אשר הצטברו במהלך 12 חודשים טרם מועד המימון מחדש ועד לפירעון מלא וסופי של אגרות החוב; (13) לפרויקט תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP²⁵ 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 הסכמי אספקת גז טבעי אל מול מאגר כריש; (14) בשנת 2021, לחברת החשמל קיימת אופציה להפחתת מחיר הגז הטבעי בשיעור של 25%, לכל היותר. בהתאם להנחת הבסיס ב- DCF שפרסמו בעלי הזכויות במאגר תמר, צפויה ירידה אשר נעה בין 12.5%-25%; (15) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס - דלק קידוחים ותמר פטרוליום, המדורגות בדירוג A1.il, באופן יציב; (16) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של דלק קידוחים ותמר פטרוליום, ואינם מושפעים מן ההוצאות ו/או העלויות הכרוכות בתהליך ההפקה; (17) מבנה החוב המכיל רכיב מימון מחדש בהיקף של כ- 16-23 מיליון דולר בשנת 2028 (המהווים כ- 14%-20% מהיקף הנפקת אגרות החוב)²⁶. נציין כי מרבית הסכמי הגז

²¹ נובל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc, המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופן יציב.

²² מאגר תמר: עקב תקלה הופסקה אספקת הגז ממאגר תמר - מאי"ה.

²³ למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזולי מן המצוף הימי (BUOY).

²⁴ על פי תרחיש הבסיס.

²⁵ Take or Pay.

²⁶ הפער נגזר מקרן Lock Up ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש.

הטבעי בפרויקט, בדגש אל מול חברת החשמל, יסתיימו עד או בסמוך למועד זה; (18) קרן ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (19) כרית ביטחון לשירות החוב, בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר עד בינוני צפוי הפרויקט לשמור על מעמדו המונופוליסטי, כאשר לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר לויתן (עד לשנת 2020), צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין שני המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (בין השנים 2020-2022) ותנין. 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 במשך. 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 10.5-10 BCM. 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-68% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 2P, ועל כ-55% לפי קטגוריה 1P. בנוסף, החברה תשעבד את זכויות התמלוגים למחזיקי אגרות החוב (כמפורט לעיל), תוך פרק זמן סביר ובהתאם למסמכי העסקה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג²⁷, יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.49 ו-1.35 (בשנים 2018-2020), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ-2.05 (בשנת 2018). בנוסף, הנחנו כי יחס ה-PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 5.65-6.00. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים בפרויקט, מנגנוני ה-Lock Up ומנגנון הקרן הייעודית המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר מאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית והינו בעל חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. באמצעות המאגר ניתן לספק את צריכה האנרגטיים של המדינה למשך עשרות שנים, ובכך מהווה המאגר גורם משמעותי בפיתוח המשק. 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

לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-5 שנים (החל ממרץ 2013), כאשר למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל²⁸. נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל, עומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים, ומוחזקת על ידי Noble Energy, Inc. אשר מדרגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב. בחודש אפריל 2017, החלה הזרמת הגז הטבעי מן הקידוח "תמר-8", אשר נועד להגדיל את אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר בטווח הקצר. בד בבד, נציין כי ביום ה-21 בספטמבר 2017, בעת ביצוע עבודות שדרוג בפלטפורמת תמר ובמתקן הקבלה, התגלה סדק בצנרת הפליטה המשמשת לשחרור גז טבעי ולחץ מהפלטפורמה בעתות שגרה וחירום, אשר בעקבותיו הופסקה באופן מבוקר אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר לתקופה של כשבוע. עם השלמת התיקון, ביום ה-27 בספטמבר 2017, חודשה אספקת הגז באופן סדיר. 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.

²⁷ לפי קטגוריה 1P.

²⁸ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

התמורות במשק האנרגיה תומכות בצריכת הגז הטבעי במשק

השימוש בגז טבעי במשק הישראלי הולך וגדל על פני זמן, עד כדי שגז טבעי הפך למקור האנרגיה העיקרי במשק, המחליף פחם ונפט. בהמשך להחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם²⁹, לרבות סגירת היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה, בחודש נובמבר 2017 חתם שר האנרגיה על מסמך חדש הקובע עקרונות מדיניות בנושא הפעלה מזערית של יחידות ייצור פחמיות, לפיהם תינתן בכל זמן עדיפות לייצור חשמל באמצעות גז טבעי על פני ייצור חשמל בפחם, תוך הפעלת היחידות הפחמיות בעומס מינימאלי המאפשר גמישות ואמינות אספקה למשק. המדיניות האמורה תיושם לאחר הפסקת הפעלתן של היחידות הפחמיות (לא יאוחר מחודש יוני 2022), ובכפוף ליתירות בתשתיות גז טבעי באמצעות חיבור שלושה מאגרי גז טבעי שכל אחד מהם מחובר למערכת ההולכה בתשתית נפרדת. יתר על כן, לאור התפתחות משק האנרגיה, המתבטא בהרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, גידול בביקושים לייצוא, לאור מכירת גז טבעי לירדן ממאגר תמר וביקושים לגז טבעי לצורך ייצור חשמל, צפוי המשך גידול בביקוש לגז טבעי. בשנת 2017, צריכת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- BCM 9.7, לעומת כ- BCM 9.3 בשנת 2016 וכ- BCM 8.3 בשנת 2015, המעידים על שיעור גידול שנתי ממוצע של כ- 8% בתקופה המדוברת. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, היקף השימוש בגז טבעי בישראל עלה מכ- BCM 7.6 בשנת 2014, לכ- BCM 8.4 בשנת 2015 וכ- BCM 9.7 בשנת 2016, מהווים גידול שנתי של כ- 10.5% וכ- 15%, בהתאמה. מנתוני השוק עולה כי הביקוש המשקי עמד בפועל על כ- BCM 10.4 בשנת 2017. להערכת מידורג, המשך יישום מדיניות הפחתת הפליטות של משרד האנרגיה, לצד הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק, יצירת תשתיות לייצוא גז טבעי, וחתימה על הסכמי ייצוא בשנים הקרובות, מהווים נדבך מרכזי בדירוג.

ספק גז טבעי מונופוליסטי בשוק המקומי, עד לפיתוחם של מאגרי גז נוספים בטווח הבינוני

מאגר תמר הינו מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי מן המצוף הימי (BUOY). בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממועד הפעלתו המסחרית (מרץ 2013), ועד להפעלתם המסחרית של מאגרי גז נוספים. בהקשר זה נציין כי בחודש פברואר 2017, קיבלו שותפי לווייתן החלטת השקעה סופית (FID) לפיתוח השלב הראשון, הצפוי להסתיים עד לשנת 2020³⁰. כמו כן, הערכנו כי Energyan Oil & Gas S.A. צפויה להשלים את פיתוח המאגרים כריש ותנין בין השנים 2020-2022, זאת לאחר שבחודש מרץ 2018, התקבלה החלטת השקעה סופית (FID) לפיתוח השלב הראשון. כמו כן, נציין כי מאגר כריש חתם על חוזה מכר למכירת גז טבעי, במחירים נמוכים ביחס לחוזים הקיימים בשוק. בנוסף, לאור הגידול הצפוי בהיצע הגז הטבעי במשק, בעלי הזכויות במאגר תמר הניחו ירידה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל משנת 2021, אשר נעה בין 25%-12.5%³¹, וזאת בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה הקיים בין הצדדים. להערכתנו, לאחר הפעלתו של מאגר לווייתן, צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין שני המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש ותנין. בד בבד, במידה ולא תיושם מדיניות הפחתת הפליטות של משרד האנרגיה ו/או לא תיווצר תשתית פיזית וחוזית לייצוא גז טבעי, עלול היצע הגז הטבעי במשק לעלות על הביקושים וליצור סביבה תחרותית גבוהה יותר שתבטא, בין היתר, במחירי הגז הטבעי.

מבנה חוב התואם את ודאות התזמ"ז בפרויקט ומנגנוני Lock Up ייעודיים

יחסי הכיסוי בפרויקט מפוסלים בהתאם לוודאות תזרים המזומנים לאורך השנים, כאשר עד להפעלתו המסחרית הצפויה של מאגר לווייתן (עד לשנת 2020) בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מונופול בתחום אספקת הגז הטבעי ובהתאם לכך, יחסי הכיסוי עד לשנת 2021, צפויים לעמוד על 1.35. אולם, החל משנת 2021, צפויים לפעול שלושה מאגרי גז טבעי במשק הישראלי, לכל הפחות, ובהתאם לכך, יחסי הכיסוי בפרויקט צפויים לעמוד על 1.55³². בנוסף, הפרויקט מכיל מנגנון Lock Up חלקי המופעל בעת שחיקה פונדמנטלית בפרויקט, כאשר במידה ויחס הכיסוי ADSCR ירד מתחת ל- 1.27 בין השנים 2018-2019, או מתחת ל- 1.30 משנת 2020 ועד למועד

²⁹ מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר החלה בשנת 2016, נמשכה בשנת 2017 וצפויה להגיע לכדי 30%, ביחס להיקף צריכת הפחם בשנת 2015.

³⁰ נציין כי בהתאם ללו"ז הרשמי של הפרויקט, המועד הצפוי לסיום פיתוח מאגר לווייתן ותחילת הפעלתו המסחרית, הינו עד תום שנת 2019.

³¹ להערכת החברה, ההפחתה הצפויה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל תעמוד על 12.5%.

³² למעט תקופה אחת בשנת 2021, בה צפוי יחס הכיסוי בפרויקט לעמוד על כ- 1.43, באופן נקודתי.

המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות, אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, תפקיד החברה מחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק המשועבד לנאמן לטובת מחזיקי אגרות החוב, עד אשר יחס הכיסוי יעלה ל-1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה. כל עוד לא התקיים התנאי לשחרור, יוכלו הכספים המופקדים לשמש את החברה אך ורק לצורך פירעון החוב (קרן וריבית). פירעון מוקדם של אגרות החוב (סדרה א'), רכישה חוזרת של אגרות החוב (buy back) או לפירעון הקרן במועד התשלום האחרון של אגרות החוב (סדרה א'). כמו כן, החברה לא תחלק עודפים בגין רווחים אשר הצטברו ב-12 החודשים טרם מועד המימון מחדש ותצבור קרן Lock Up ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש. להערכת מידורג, מבנה החוב ופיסולו, לצד מנגנון Lock Up חלקי המופעל בעת שחיקה פונדמנטלית בפרויקט וכן, מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש, תומכים בדירוג, ועולים בקנה אחד עם ודאות תזרים המזומנים לאורך השנים, מצמצמים את הסיכונים הגלומים במקרה של התפתחות סביבה תחרותית גבוהה יותר, תוך יצירת הבחנה בין התקופה בה מהווה המאגר מונופול לתקופה בה תיתכן תחרות מסוימת במשק הגז (לאחר הפעלת המסחרית של המאגרים לווינתן, כריש ותנין).

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 יציב³³, ומספקת 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 להנחת הבסיס ב-DCF שפרסמו בעלי הזכויות במאגר תמר, צפויה ירידה אשר נעה בין 12.5%-25%. הסכמי אספקת הגז כוללים רכיב TOP, מחיר רצפה והצמדות שונות, אשר להערכתנו, תורמים רבות ליציבות 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.

תמלוגי העל כזכות קניינית, לצד קיום זיקה בין דלק אנרגיה תמלוגים לבעלי הזכויות בנכסי הבסיס

בהתאם לחוות דעת משפטית שהעבירה החברה למידורג, הזכות לקבל תמלוגים בעין הינה זכות קניין שבדין או, למצער, זכות קניין שבישור או זכות מעין קניינית, במשאבי הנפט המפורטים בהסכם העברת הזכויות. על כן, את זכותה של החברה ניתן לסווג כזיקת הנאה ו/או נאמנות שבדין או נאמנות שבישור, ולפיכך, זכאותה של החברה לקבלת תמלוגים תקנה לה עדיפות על פני נושים מאחרים ואף על פני כונס הנכסים או המפרק שימונה לבעל הזכויות בנכסי הבסיס, אם ייקלע למצב של כשל פירעון. יתרה מכך, על פי חוות הדעת, במקרה כשל פירעון של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס, תהיה הזכות לתמלוגים חסינה מפני הנאמן, כמו גם מפני נושים אחרים. עם זאת, דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס - דלק קידוחים ותמר פטרוליום, המדורגות בדירוג A1.il, באופק יציב. פגיעה בפעילותם ובאיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס, עלולה להשליך על כושר ההחזר וכנגזרת מכך, על הדירוג של דלק אנרגיה תמלוגים. היה ותחול פגיעה בפעילותם ו/או שחיקה באיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס, לרבות כתוצאה משינוי בזהותם ו/או ירידה בדירוגם, תבחן מידורג את השלכות על הדירוג.

בכירותם התזרימית של תמלוגי העל

תמלוגי העל נגזרים במישורן משורת ההכנסות ברטנו של דלק קידוחים ותמר פטרוליום, בנפט ו/או בגז טבעי ו/או בחומרים בעלי ערך אחרים שהופקו ונוצלו מן החזקות, ואינם מושפעים מן ההוצאות ו/או העלויות הכרוכות בתהליך ההפקה³⁴. יתר על כן, תשלום תמלוגי העל אינו מותנה ברווחיותן של דלק קידוחים ותמר פטרוליום, והינו מובטח לבעל התמלוג, בנפט ו/או בגז טבעי ו/או בחומרים בעלי ערך אחרים שהופקו ונוצלו מן החזקות. כלומר, הזכאות לקבלת תמלוגים מתוך אחזקותיהן של דלק קידוחים ותמר פטרוליום בחזקות, תהא הבכירה במפל התשלומים, לאחר תשלום תמלוגים למדינה.

³³ דירוג - חברת החשמל לישראל בע"מ

³⁴ להוצאות החיפוש, הפיתוח וההפקה, תיתכן השפעה עקיפה ומשנית על זכות התמלוגים, זאת במידה ויש להוצאות האמורות ולתמוך שלהן השפעה על פרמטרים אחרים, המשפיעים על בעל זכות התמלוג (כגון היטל רווחי נפט).

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות מנגנון Lock Up והיקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. ביום ה-30 באוגוסט 2028, תעמוד יתרת החוב על כ-23-16 מיליון דולר (המהווים כ-20%-14% מהיקף הגיוס). טרם או בסמוך למועד המימון מחדש, יסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל וכן יתר הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול היחפ"ם. 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 2017, המאגר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-313 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-222 BCM לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-68% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 2P, ועל כ-55% לפי קטגוריה 1P. בנוסף, הנחנו בתרחיש הבסיס³⁵ כי יחס ה-PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 5.65-6.00. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים בפרויקט, מנגנון ה-Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש ומנגנון הקרן הייעודית המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות 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 בכיר³⁶, בעוד שהחל משנת 2022, תעמוד כרית הביטחון על סכום השווה ל-6 חודשי שירות חוב בכיר.³⁷ להערכת מידרוג, סכום כרית הביטחון בתקופה הראשונה, עד שנת 2022, הינו נמוך מן המקובל בענף אולם ממותן, במידת מה, באמצעות תזרים המזומנים היציב בפרויקט.

ניתוח יחסי הכיסוי

בשטר הנאמנות ייקבע כי יחסי הכיסוי ייבדקו עבור כל מועד שירות חוב, קרי אחת לחצי שנה, ויחושבו ל-12 חודשים. חדלות פירעון תתרחש, בהינתן יחסי כיסוי ADSCR צפוי הנמוך מ-1.05. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג³⁸, יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.49 ו-1.35 (2018-2020), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ-2.05 (בשנת 2018).³⁹

להלן תרחישי רגישות מרכזיים שנבחנו במסגרת הדירוג:

שנת מינימום	PLCR מינימאלי	שנת מינימום	ADSCR מינימאלי	ADSCR ממוצע	
2018	2.05	2018-2020	1.35	1.49	תרחיש בסיס מידרוג
2020	1.59	2028	1.05	1.19	ירידה בכמות הנמכרת (BCM) משנת 2021 (breakeven) - 37%
2018	1.64	2028	1.05	1.47	ירידה בכמות הנמכרת (BCM) משנת 2028 (מועד המימון מחדש) (breakeven) - 55%
2018	1.61	2027	1.05	1.19	ירידה במחיר הגז הטבעי משנת 2021 (breakeven) - 35%
2018	1.65	2028	1.05	1.47	ירידה במחיר הגז הטבעי משנת 2028 (מועד המימון מחדש) (breakeven) - 53%
2018	2.02	2018-2020	1.35	1.45	הנחה מקסימאלית (25%) לחברת החשמל, החל משנת 2021

³⁵ לפי קטגוריה 1P.

³⁶ למעט ביחס למועד תשלום הריבית הראשון, לגבי סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, יהא שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

³⁷ למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרונים, לגביהם סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

³⁸ לפי קטגוריה 1P.

³⁹ להערכת החברה, יחסי הכיסוי גבוהים יותר בהשוואה לתרחיש הבסיס של מידרוג.

תנאים עיקריים לחלוקה:

- בוצע תשלום עתי של קרן ו/או ריבית למחזיקי אגרות החוב;
- לא התרחש ולא צפוי להתרחש אירוע הפרה כתוצאה מן החלוקה;
- עמידה ביחס כיסוי לשירות החוב של 1.18, לכל הפחות;
- עמידה ביחס כיסוי היסטורי של 1.20 בלפחות אחד מתוך שני מועדי הבדיקה האחרונים;
- במקרה של אי עמידה ביחס כיסוי של 1.27 בין השנים 2018-2019, או ביחס של 1.30 בין השנים 2020 ועד למועד המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, תפקיד החברה מחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק נפרד המשועבד לנאמן לטובת מחזיקי אגרות החוב, וזאת עד שיחס הכיסוי יעלה ל- 1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה לפחות;
- כתוצאה מהחלוקה, לא תפר החברה את התחייבותה לשמירה על הון עצמי מזערי;
- כרית הביטחון לשירות חוב מלאה בהתאם לנדרש.

מפל תשלומים:

1. הוצאות הנדרשות למימון פעילותה השוטפת של החברה, לרבות התשלומים לנאמן;
2. מסים ותשלומי חובה אחרים לרשויות החלים על החברה;
3. תשלומי ריבית אשר חלים על החברה, על פי תנאי שטר הנאמנות ואגרות החוב;
4. תשלומי קרן אשר חלים על החברה, על פי תנאי שטר הנאמנות ואגרות החוב;
5. תשלומים לצורך מילוי הקרן לשירות החוב, ככל שנדרש;
6. תשלומים החלים על החברה בגין פדיון מוקדם כפוי של אגרות החוב;
7. תשלומים החלים על החברה בגין פדיון מוקדם של אגרות החוב, אשר נעשה ביוזמת החברה;
8. לאחר התקיימות כל הסעיפים לעיל, תהא החברה רשאית להעביר כספים מתוך חשבון הפעילות, בהתאם לשטר הנאמנות.

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 (לאחר שנת 2028) אשר מפחית את סיכון הביקושים בפרויקט

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה מהותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס המינוף, 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 באיתנות הפיננסית של הפרויקט
- הגברת התחרות אשר תוביל לשחיקה משמעותית בהיקף הכמות הנמכרת ו/או במחירי הגז הטבעי
- שינוי זהות בעלי הזכויות בנכסי הבסיס ו/או ירידה בדירוגם, שיש בהם כדי לפגוע באיתנותם הפיננסית ובכושר החזר של החברה
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט ו/או דירוגו

דוחות קשורים

[דירוג - דלק תמלוגים \(2012\) בע"מ](#)

[דירוג - קבוצת דלק בע"מ](#)

[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

[דירוג - תמר פטרוליום בע"מ](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

14.05.2018

שם יוזם הדירוג:

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

דלק מערכות אנרגיה בע"מ

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 גבוה 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 סיכונים 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 הפסד 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>