

# תמר פטרוליום בע"מ

עדכון מעקב ופעולת דירוג | מרץ 2018<sup>1</sup>

## אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[moty@midroog.co.il](mailto:moty@midroog.co.il)

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

---

<sup>1</sup> דוח זה מחליף את דוח הדירוג שפורסם ביום 20.02.2018.

---

## תמר פטרוליום בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו את הדירוג A1.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידורג קובעת דירוג A1.il לאגרות החוב שתנפיק החברה (סדרה ב'), בסך של עד כ- 2.178 מיליארד ₪ ע.ג.נ.<sup>3,2</sup> אופק הדירוג יציב. יש לציין כי קיום העסקה תלוי בתנאי השוק ובתנאים נוספים, בהתאם להסכם שבין החברה לבין Noble Energy Mediterranean LTD (להלן: "נובל אנרג'י")<sup>4</sup>, וכי נכון למועד הדוח טרם הועברו הזכויות בממכר (כמוגדר מטה) לידי תמר פטרוליום.<sup>5</sup>

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

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

### אודות העסקה

בהתאם להוראות מתווה הגז<sup>6</sup>, על נובל אנרג'י להעביר תוך 72 חודשים מיום 17.12.2015, חוזה מכירה מחייב, כך שלאחר מימוש, זכויותיה של נובל אנרג'י בחזקות 1/12 "תמר" ו- 1/13 "דלית" (להלן ביחד: "החזקות") לא תהיינה גבוהות בכל זמן נתון מ- 25%. בכפוף לאישור הממונה על ענייני הנפט, הזכויות בחזקות תימכרנה לצד שלישי, אשר איננו מחזיק אמצעי שליטה במאגר לווייתן או במאגרים כריש ותנין ואיננו אדם הקשור אליהם. נכון למועד הדוח, מחזיקה נובל אנרג'י בשיעור של 32.5% מן הזכויות במאגר תמר (להלן: "מאגר תמר" ו/או "המאגר" ו/או "הפרויקט"). במסגרת קיום הוראות המתווה, התקשרה נובל אנרג'י עם החברה בהסכם מותלה להעברת זכויות<sup>7</sup>, לפיו תועברנה מנובל אנרג'י לידי החברה, זכויות השתתפות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות, לצד המחאת זכויותיה והתחייבותיה של נובל אנרג'י ביחס לזכויות ההשתתפות האמורות (7.5%), בהסכמים למכר גז ו/או קונדנסט שיופקו/ מן החזקות, וכן בהסכם התפעול המשותף (להלן ביחד: "הממכר")<sup>8</sup>. נציין כי הממכר אינו כולל התחייבויות לתשלום תמלוגי-על לצדדים קשורים ולצדדים שלישיים.

לשם מימון חלק מתמורת הממכר, בכוננת החברה לגייס מקורות כספיים בדרך של הנפקת אגרות חוב (סדרה ב') לציבור, בהיקף של עד 605 מיליון דולר ע.ג., כאשר בהתאם להצהרת החברה, כל סכום מעבר ל- 560 מיליון דולר ע.ג. יופקד כקרן ייעודית שתשמש את החברה אך ורק לפירעון קרן אגרות החוב (סדרה ב'), לרבות פירעון מוקדם ו/או לרכישה עצמית של אגרות החוב (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 החוב (סדרה ב'), כך שהיתרה למימון מחדש בקשר עם אגרות החוב (סדרה ב'), לא תעלה על כ- 240 מיליון דולר<sup>9</sup> ובגין כל אגרות החוב המדורגות (סדרה א' וסדרה ב'), תעמוד היתרה למימון מחדש על כ- 480 מיליון דולר, המהווים כ- 40% ביחס להיקף הגיוס המצרפי.

<sup>2</sup> עד 605 מיליון דולר ע.ג., לפי שער חליפין דולר/ש"ח של 3.60. בפועל החברה תגייס עד 605 מיליון דולר ע.ג., לפי השער החליפין שיהיה בתום יום המסחר במט"ח, ביום בו נערך המכרז המוסדי לקבלת הצעות ממשקיעים מסווגים לרכישת אגרות החוב (סדרה ב').  
<sup>3</sup> מועד פירעון הסדרה יחול במועד זה למועד פירעון סדרה א', 30.08.2028.  
<sup>4</sup> נובל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc, המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב.  
<sup>5</sup> עד השלמת העברת הממכר לחברה, תמורת הגיוס תופקד בנאמנות.  
<sup>6</sup> מתווה להגדלת כמות הגז הטבעי המופקת משדה הגז הטבעי "תמר" ופיתוח מהיר של שדות הגז הטבעי "לווייתן", "כריש" ו-"תנין" ושדות גז טבעי נוספים.  
<sup>7</sup> הסכם העברת הזכויות ייכנס לתוקף עם התקיימות התנאים המתלים המפורטים בהסכם בין הצדדים.  
<sup>8</sup> לרבות החלפת הערבויות שהעמידה נובל אנרג'י לטובת משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים.  
<sup>9</sup> בטרם ניכיו כריות ביטחון ויתרות מזומנים בחברה.

## מבנה המימון של העסקה (הנפקת אגרות החוב - סדרה ב')

להלן תנאיהן המרכזיים של אגרות החוב (סדרה ב'), בהתאם לשטר הנאמנות והמודל הפיננסי:

היקף חוב	עד 605 מיליון דולר ע.ג.
תקופת החוב	2018-2028
ריבית והצמדה	ריבית שנתית קבועה לצמודה לשער הדולר ומשולמת אחת לחצי שנה
סוג הלוואה ועיתוי תשלומי קרן וריבית	<ul style="list-style-type: none"> <li>כ- 57% מההיקף החוב נפרע לשיעורין (קרן וריבית), בתדירות חצי שנתית</li> <li>כ- 43% בולט (Bullet)<sup>10</sup></li> </ul>
יתרת חוב במועד המימון מחדש	כ- 240 מיליון דולר <sup>11</sup>
יתרות גז במועד המימון מחדש <sup>12</sup>	לפי קטגוריה 2P <sup>13</sup> : כ- BCM 215; לפי קטגוריה 1P <sup>14</sup> : כ- BCM 124
כרית ביטחון לשירות החוב <sup>15</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>עד לשנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 3 חודשי שירות חוב</li> <li>החל משנת 2022: סכום השווה בכל עת ל- 6 חודשי שירות חוב<sup>16</sup></li> </ul>
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 <sup>17</sup> , בהיקף של כ- 1.5 מיליון דולר בגין כל BCM שנמכר מעל ל- BCM 130 האמורים. המנגנון ייכנס לתוקף, ככל שיהיה רלוונטי, ביום 31 במרץ לכל שנה, בהתבסס על נתוני המכירות של השנה הקלנדארית הקודמת. הקרן הייעודית תשמש את החברה, בהתאם לשיקול דעתה, לביצוע פירעון מוקדם של אגרות החוב <sup>18</sup>
התניות פיננסיות לאירוע כשל	<ul style="list-style-type: none"> <li>יחס כיסוי ADSCR חזוי נמוך מ- 1.05</li> <li>הון עצמי מזערי - הונה העצמי של החברה לא יפחת מסך של 350 מיליון דולר במשך שני רבעונים עוקבים<sup>19</sup></li> <li>הון עצמי כלכלי מזערי - הונה העצמי הכלכלי של החברה לא יפחת מסך של 350 מיליון דולר במשך שני רבעונים עוקבים<sup>20</sup></li> </ul>
בטוחות	במסגרת הממכר <sup>21</sup> , החברה תשעבד לטובת הנאמן, בעבור מחזיקי אגרות החוב, בשעבוד יחיד, קבוע, ראשון בדרגה, וללא הגבלה בסכום, את כל זכויותיה בחזקות תמר, בחשבון הפעילות ובכרית הביטחון לשירות החוב

## 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 נובל אנרג'י, 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

<sup>10</sup> במועד המימון מחדש תעמוד יתרת החוב הכוללת (עבור סדרה א' וסדרה ב') על כ-480 מיליון דולר, המהווים כ- 40% מההיקף הגיוס המצרפי (סדרות א' ו-ב').

<sup>11</sup> בטרם ניכוי כריות ביטחון ויתרות מזומנים בחברה.

<sup>12</sup> לפי תרחיש הבסיס של מידרוג.

<sup>13</sup> האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

<sup>14</sup> האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

<sup>15</sup> לא כולל את רכיב הבולט.

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

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

<sup>18</sup> במידה ותתבצע הרחבה לסדרה ב', תגדל הקרן הייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש בגובה מביין: (1) היחס בין שיעור הזכויות המועברות לחברה לאחר הרחבת הסדרה, לבין שיעור הזכויות בטרם הרחבה; (2) היחס בין היקף הסדרה לאחר הרחבה לבין היקף הסדרה לפני הרחבה.

<sup>19</sup> ההון העצמי מחושב כאשר הוא כולל את זכויות המיעוט, בנטרול קרן הון (על פי דוחות כספיים סקורים) ליום 30.9.2017 (להלן: "ההון המזערי"), ובתוספת הלוואות הנחוצות לזכויותיהן של מחזיקי החוב.

<sup>20</sup> סך התזדים המהוון, המחושב לפי ממוצע הנובע משני החישובים של 5% ו- 10%, פחות יתרת קרן ההלוואה נטו (יתרת קרן ההלוואה הבלתי מסולקת של כל סדרות אגרות החוב שבמחזור, פחות מזומנים ושוי מזומנים, פיקדונות לזמן קצר וניירות ערך סחירים, הנמצאים בחשבונות החברה ובקרנות השונות עבור כל סדרות אגרות החוב שבמחזור).

<sup>21</sup> הבטוחות שתשועבדנה לטובת מחזיקי האגרות החוב הינן בגין זכויות ההשתתפות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) אשר תועברנה מנובל אנרג'י לידי החברה.

מן המאגר באופן מבוקר, למשך שבוע, במהלך חודש ספטמבר 2017.<sup>22</sup> 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<sup>23</sup> 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 למשק,<sup>24</sup> כאשר בעלי הזכויות במאגר תמר מהווים מנופול בתחום אספקת הגז הטבעי החל ממועד הפעלתו המסחרית (מרץ 2013), ועד להפעלתו המסחרית הצפויה של מאגר לווייתן (עד לשנת 2020); (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) לפרויקט תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP<sup>25</sup> 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; (11) בשנת 2021, לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל") קיימת אופציה להפחתת מחיר הגז הטבעי בשיעור של 25%, לכל היותר. בהתאם לתחזית שפרסמה החברה בחודש פברואר 2018, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות בכ- 12.5%, החל משנת 2021;<sup>26</sup> (12) מבנה החוב של סדרה ב', מכיל רכיב בולט בהיקף של כ- 240 מיליון דולר במועד המימון מחדש, זאת בנוסף לרכיב בולט בהיקף של כ- 240 מיליון דולר במועד המימון מחדש, זאת בנוסף לרכיב בולט בהיקף של כ- 240 מיליון דולר עבור סדרה א' (במועד זה), המהווים יחדיו כ- 40% ביחס להיקף הגיוס המצרפי. נציין כי מרבית הסכמי הגז הטבעי בפרויקט, בדגש אל מול חברת החשמל יסתיימו טרם מועד זה; (13) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (14) כריות 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 לווייתן (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 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 10.5-10 BCM. 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- 55% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ- 68% לפי קטגוריה 2P. בנוסף, החברה תשעבד את זכויותיה בממכר למחזיקי אגרות החוב (סדרה ב'), בהתאם לשטר הנאמנות<sup>27</sup>. בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי המשולבים עבור סדרה א' וסדרה ב' (להלן: "יחסי הכיסוי המשולבים"), ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.41 ו- 1.35 (בשנת 2020), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR

<sup>22</sup> מאגר תמר: עקב תקלה הופסקה אספקת הגז ממאגר תמר - מא"ה.

<sup>23</sup> Netherland, Sewell & Associates, Inc.

<sup>24</sup> למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזולי מן המצוף הימי (BUOY).

<sup>25</sup> Take or Pay.

<sup>26</sup> בהתאם להנחת הבסיס ב- DCF שפרסמו יתר בעלי הזכויות במאגר תמר, צפויה ירידה משמעותית יותר, אשר נעה בין 25%-12.5%.

<sup>27</sup> בהתאם לשטר הנאמנות, א-רישום השעבודים בתוך 45 ימים מן המועד שבו הועברו כספי ההנפקה מחשבונו הנאמנות, יגרור תוספת של 1% בריבית (עד אשר יירשמו השעבודים). בנוסף, במידה ולא בוצע רישום של כל השעבודים האמורים ברשם החברות בתוך 180 ימים מן המועד שבו הועברו כספי ההנפקה מחשבונו הנאמנות, יהווה הדבר עילה לפירעון מיידי של אגרות החוב.

המינימאלי יעמוד על כ- 1.75 (בשנת 2018).

## 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 צרכיה 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 בישראל<sup>28</sup>. נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל, עומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים, ומוחזקת על ידי Noble Energy, Inc אשר מדורגת 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.

### 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 בפחם<sup>29</sup>, 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 ובביקושים 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, המהווים גידול שנתי של כ- 10.5% וכ- 15%, בהתאמה. מנתוני החברה עולה כי הביקוש המשקי עמד בפועל על כ- BCM 10.4 בשנת 2017. להערכת מידרוג, 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.

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

<sup>29</sup> [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.](#)

### 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 2020<sup>30</sup>. כמו כן, הערכנו כי Energean Oil & Gas S.A. צפויה להשלים את פיתוחו של מאגר כריש בין השנים 2020-2022<sup>31</sup>, בעוד שטרם נקבע מועד פיתוחו והפעלתו המסחרית של מאגר תנין. 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%<sup>32</sup>, 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 שתתבטא, בין היתר, במחירי הגז הטבעי.

### 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 בפרייקט הינו חברת החשמל, אשר מדורגת Aa2.il, באופן יציב<sup>33</sup>, ומספקת יותר ממחצית ההכנסות בפרייקט, 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 פברואר 2018, הונחה הפחתה במחיר הגז הטבעי לחברת החשמל של כ-12.5% החל משנת 2021. 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 אספקת 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, תעמוד יתרת החוב של סדרה ב' על כ-240 מיליון דולר (כ-43% מהיקף הגיוס), זאת בנוסף לרכיב בולט בהיקף של כ-240 מיליון דולר עבור סדרה א' (כ-39% מהיקף הגיוס), במועד זהה. טרם מועד המימון מחדש, יסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל וכן מרבית הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול 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 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 מידורג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-55% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-68% לפי קטגוריה 2P. בנוסף, יחס ה-PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 2.00-2.35. להערכת מידורג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי

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

<sup>31</sup> בהקשר זה, נציין כי טרם נתקבלה החלטת השקעה סופית וטרם בוצעה סגירה פיננסית להקמת מאגר כריש.

<sup>32</sup> בהתאם ל-DCF שפרסמה החברה, ההפחתה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל תעמוד על 12.5%.

<sup>33</sup> דירוג - חברת החשמל לישראל בע"מ

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.<sup>34</sup> להערכת מידרוג, סכום כרית הביטחון בתקופה הראשונה, עד שנת 2022, הינו נמוך מהמקובל 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 הצפוי הנמוך מ- 1.05. בתרחיש הבסיס של מידרוג, עבור סדרה א' וסדרה ב', יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.41 ו- 1.35 (בשנת 2020), בהתאמה, ויחסי הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 1.75 (בשנת 2018). להלן תרחישי רגישות מרכזיים שנבחנו במסגרת הדירוג:

שנת מינימום	PLCR מינימאלי	שנת מינימום	ADSCR מינימאלי	ADSCR ממוצע	
2018	1.75	2020	1.35	1.41	<b>תרחיש הבסיס של מידרוג</b>
2018	1.45	2027	1.05	1.19	גידול בעלויות OPEX (breakeven) - 180%
2018	1.64	2021	1.05	1.30	גידול בעלויות CAPEX (breakeven) - 255%
2020	1.48	2025	1.05	1.19	ירידה במחיר הגז הטבעי/בכמות הנמכרת החל משנת 2021 (BCM) (breakeven) - 20%
2018	1.78	2025	1.28	1.36	הפחתה מקס' (25%) בחוזה חברת החשמל, החל משנת 2021
2018	1.55	2027	1.24	1.33	מחיר גז טבעי קבוע, לפי שנת 2018
2018	1.78	2019	1.40	1.46	<b>תרחיש החוב של החברה לפי 10 BCM<sup>35</sup></b>
2018	1.41	2027	1.05	1.19	גידול בעלויות OPEX (breakeven) - 220%
2018	1.64	2021	1.05	1.33	גידול בעלויות CAPEX (breakeven) - 300%
2020	1.44	2025	1.05	1.18	ירידה במחיר הגז הטבעי/בכמות הנמכרת החל משנת 2021 (BCM) (breakeven) - 24%
2018	1.85	2025	1.36	1.42	הפחתה מקס' (25%) בחוזה חברת החשמל, החל משנת 2021
2018	1.58	2027	1.32	1.38	מחיר גז טבעי קבוע, לפי שנת 2018

<sup>34</sup> למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרונים, לגביהם סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, שווה למחצית מסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).  
<sup>35</sup> בהתאם ל- DCF שפרסמה החברה, יחסי הכיסוי גבוהים מן היחסים המופיעים בטבלה.

**תנאים עיקריים לשחרור עודפים<sup>36</sup>:**

1. בוצע תשלום עתי של קרן ו/או ריבית למחזיקי אגרות החוב;
2. לא התרחש ולא צפוי להתרחש אירוע הפרה כתוצאה מן החלוקה;
3. עמידה ביחס כיסוי חזוי של 1.20 לכל הפחות ויחס כיסוי היסטורי של 1.20 בלפחות אחד מתוך שני מועדי הבדיקה האחרונים;
4. כתוצאה מהחלוקה, לא תפר החברה את התחייבותה לשמירה על הון עצמי מזערי או הון עצמי כלכלי מזערי;
5. החברה החליפה את הערבויות שהעמידה נבל אנרג' לטובת משרד האנרגיה;
6. כריות הביטחון מלאות בהתאם לנדרש;
7. דירקטוריון החברה בחן וקבע כי החלוקה מקיימת את מבחן הרווח ואת מבחן יכולת הפירעון, לפי חוק;
8. החברה עומדת בהתחייבויותיה המהותיות למחזיקי אגרות החוב בהתאם להוראות שטר הנאמנות;
9. לא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה לפירעון אגרות החוב;

**מפל תשלומים:**

1. תשלומי תמלוגים למדינת ישראל לפי חוק הנפט, בגין הזכויות המועברות;
2. הוצאות הנדרשות למימון פעילותה השוטפת של החברה;
3. חלקה של החברה בתשלומים והוצאות שיש לשלם לפי הסכמי תמר בגין הזכויות המועברות;
4. תשלומי ריבית אשר חלים על החברה, על פי תנאי שטר הנאמנות ואגרות החוב;
5. תשלומי קרן אשר חלים על החברה, על פי תנאי שטר הנאמנות ואגרות החוב;
6. תשלומים לצורך מילוי כרית הביטחון לשירות החוב, ככל שנדרש;
7. תשלומים החלים על החברה בגין פדיון מוקדם כפוי של אגרות החוב;
8. תשלומים החלים על החברה בגין פדיון מוקדם של אגרות החוב, אשר נעשה ביוזמת החברה;
9. 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 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 מפעיל הפרויקט ו/או דירוג

<sup>36</sup> בהתאם לשטר הנאמנות, התנאים לחלוקה האמורים בסעיפים 5 ו-6 אינם חלים על חלוקת דיבידנד שתעשה עד לא יאחר מיום 30.5.2018 (בגין העודפים שהצטברו טרם הגיוס).

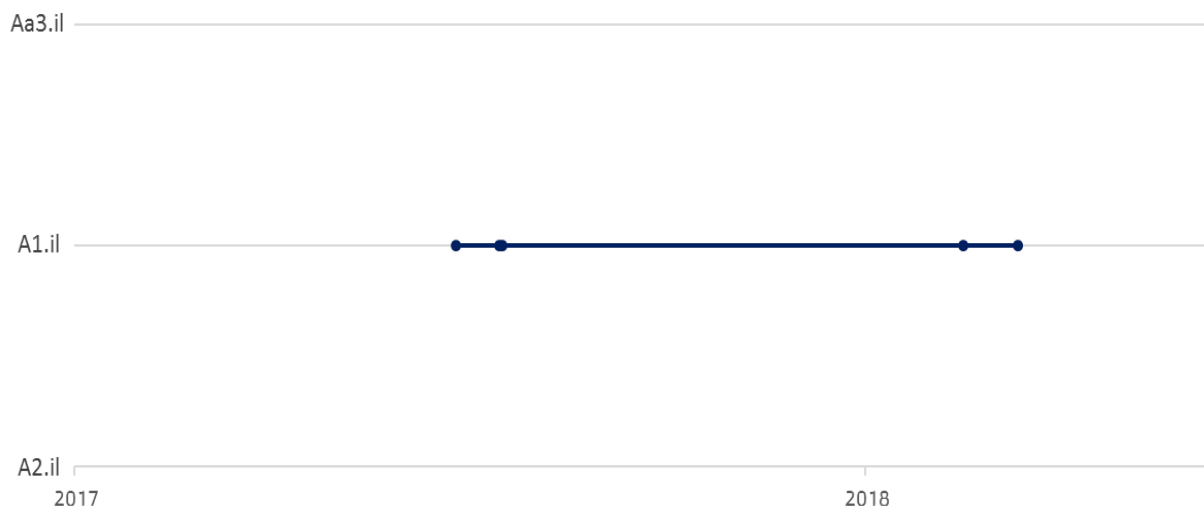


## אודות החברה

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 (להלן: "דלק קידוחים") 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 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), לדלק קידוחים.<sup>37</sup> נכון למועד הדוח, החברה מוחזקת על ידי דלק קידוחים בשיעור של כ-40%, על ידי גופים מוסדיים שונים בשיעור של כ-30.6% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-29.4%. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ-1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. 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 (טרם ביצע העסקה, נשואת דירוג זה): נובל אנרג'י (32.5%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים שותפות מוגבלת (22%), תמר פטרוליום בע"מ (9.25%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואוורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). 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.

## היסטוריית דירוג



<sup>37</sup> 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.

**דוחות קשורים**[דירוג - תמר פטרוליום בע"מ](#)[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)[מתודולוגיה לדירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)**מידע כללי**

12.03.2018	תאריך דוח הדירוג:
20.02.2018	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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של 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 וכאולה 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 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 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>.