

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרת החוב (סדרה א') שגייסה דלק תמלוגים (2012) בע"מ (להלן: "דלק תמלוגים" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

מועד פירעון	אופק	דירוג	מספר ני"ע	סדרה
30.08.2028	יציב	Aa3.il	1147479	א'

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר ("המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט, לצד הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית המאגר הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי, כאשר למפעיל המאגר, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"),¹ ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים, וביצועי המאגר תלויים בהמשך מעורבותה כבעלים וכמפעיל; (4) למאגר היסטוריה תפעולית של מעל ל-6 שנים, ללא תקלות מהותיות. נכון למועד הדוח, אספקת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על רמת זמינות גבוהה; (5) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר, כאשר בהתאם להערכת NSAI² ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 315, לפי קטגוריה 2P³, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P⁴; (6) התמורות במשק האנרגיה תומכות בצריכת גז טבעי במשק; (7) שחיקה במעמדו המונופוליסטי של המאגר, לאור הפעלתם הצפויה של מאגר לווינת בטווח הקצר ומאגר כריש בטווח הבינוני; (8) הסביבה התחרותית מושפעת, בין היתר, מיישום מדיניות הפחתת הפליטות של משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (להלן: "משרד האנרגיה"), לצד הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק ויצירת תשתיות לייצוא גז טבעי; (9) חתימה על הסכמים לייצוא גז טבעי ממאגר תמר למצרים ולירדן בהיקפים משמעותיים, בנוסף להסכם קיים על בסיס מחייב של BCM 0.15 לשנה לירדן; (10) מימוש הסכם הייצוא למצרים תלוי במידה רבה בהשלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי. כמו כן, מימוש חוזי הייצוא הקיימים וחתימה על חוזי יצוא נוספים, חשופים לסיכונים גאופוליטיים; (11) מימוש ההסכם לרכישת מניות East Mediterranean Gas Limited (להלן: "EMG"), צפוי לאפשר שימוש בתשתית להזרמת גז טבעי למצרים, בהתאם להתקדמות הרחבת הקיבולת המקומית; (12) הסכמה, שטרם נחתמה ואושרה, בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י")⁵, לפיה החל מחודש ינואר 2019 ועד ליום ה- 01.07.2021 (להלן: "מועד ההתאמה הראשון"), המחיר שישולם יהיה המחיר החוזי שהיה בתוקף במהלך שנת 2018; (13) פגיעה בתזרים המאגר בשל זכיית לווינת במכרז חח"י, בהיקף כולל של כ- BCM 4 ובשווי של 700 מיליון דולר;⁶ (14) קיום מנגנון Lock Up חלקי, המופעל באם תהיה שחיקה פונדמנטלית של היחסים הפיננסיים; (15) קיום מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש; (16) למאגר תזרים מזומנים הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP⁷ ומחיר רצפה, אולם לחלק ניכר מהלקוחות קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים. זאת ועוד, מספר יצרני חשמל מרכזיים במשק חתמו על הסכמי אספקת גז טבעי נוסף אל מול מאגר כריש; (17) בהתאם להנחת הבסיס ב- DCF שפרסמו בעלי הזכויות במאגר תמר, צפויה ירידה במחיר

¹ נובל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc., המדורגת בדירוג Baa3, באופק יציב, ע"י Moody's.

² Netherland, Sewell & Associates, Inc.

³ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁴ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁵ חח"י מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג Aa2.il, באופק יציב.

⁶ ביום 18.04.2019 הגישו חלק משותפיות מאגר תמר עתירה מנהלית כנגד חח"י ושותפי לווינת.

⁷ Take or Pay

לחח"י אשר נעה בין 20%-12.5% מהמחיר החוזי⁸; (18) דירוג החברה מושפע, בניסיונות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס - דלק קידוחים ש.מ ("דלק קידוחים") ותמר פטרוליום בע"מ ("תמר פטרוליום"), המדורגות A1.il, באופק יציב; (19) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של דלק קידוחים ותמר פטרוליום⁹; (20) מבנה החוב המכיל רכיב מימון מחדש בהיקף של בין 16-23 מיליון דולר¹⁰ בשנת 2028 (המהווה בין 14%-20% מההיקף הנפקת אגרות החוב). נציין, כי מרבית הסכמי הגז הטבעי הקיימים במאגר, בדגש אל מול חח"י, יסתיימו עד או בסמוך למועד זה; (21) קרן ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (22) כרית ביטחון לשירות החוב, בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022; (23) בהתאם לדיווחי החברה, לתקופת הבדיקה של 12 חודשים המתחילה ביום 01.04.2019, יחס הכיסוי ADSCR החזוי עומד על 1.42. כמו כן, ליום 31.12.2018 יחס הכיסוי ההיסטורי עמד על 1.88 בפועל. יחסי הכיסוי המתקבלים במודל הפיננסי המועדכן, שהתקבל במועד המעקב, הורעו ביחס למודל הפיננסי עליו התבססו במועד הדירוג הראשוני, עקב שינוי במספר פרמטרים, ביניהם ירידת מחירי מכירה, ושינויים הנובעים מסכום העסקה הסופי של רכישת התמלוגים ועיתוי מועד הנפקת החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפויה שחיקה במעמדו המונופוליסטי של המאגר, כאשר תחרות לאספקת גז טבעי בשוק המקומי צפויה להתפתח ממועד הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן (עד שנת 2020) ולהתעצם עם הפעלתם המסחרית של מאגרי כריש (הצפויה עד סוף שנת 2022) ומאגר תנין (טרם נקבע מועד פיתוחו). הנחנו כי נובל אנרג'י תשמור על ביצועי המאגר, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות היקף הצריכה המשקית של גז טבעי ינוע בטווח של BCM 10.5-11.5. יתר על כן, בתרחיש הבסיס הנחנו כי החל משנת 2020 יחל יצוא גז טבעי בהיקפים גדולים יותר ממאגר תמר ובהיקפים משמעותיים ממאגר לווייתן למצרים וירדן, זאת לאחר שתושלם התשתית הפיזית והחוזית לייצוא הגז הטבעי בכמויות משמעותיות. זאת ועוד, תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס, בין היתר, על עתודות הגז הקיימות במאגר לפי קטגוריה 1P, ובנוסף, מביא בחשבון הפחתה של מחיר הגז הטבעי בשיעור של 12.5% מהמחיר החוזי¹¹. כמו כן, נלקח בחשבון כי יתרות הגז הטבעי במאגר, במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ- 71% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 2P, ועל כ- 63% לפי קטגוריה 1P. אנו מעריכים, כי יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.41 ו- 1.25 (בשנת 2021), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 2.01 (בשנת 2019). בנוסף, הנחנו כי יחס ה- PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 4.5-5.5. נציין כי במידה ותהיה שחיקה נוספת ביחסי הכיסוי ו/או בוודאות תזרים המזומנים, עלול דירוג החברה להיפגע.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה, לרבות באמצעות גיוון מקורות תזרימיים נוספים איכותיים
- עלייה משמעותית בשווי מאגר תמר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש, לרבות באמצעות חתימה על הסכמים משמעותיים לטווח ארוך

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה מהותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס המינוף
- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על מאגר תמר באופן מהותי
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של מאגר תמר

⁸ אשר כולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"י

⁹ להוצאות ו/או לעלויות המאגר השפעה על גובה ההיטל שתשלם החברה ועיתוי. לפיכך, גידול בהוצאות ו/או בעלויות המאגר בשנים הקרובות, על-ידי שותפי תמר, צפוי להשפיע לטובה על החברה מאחר שהוא ממתן את שיעור ההיטל החל על החברה

¹⁰ הפער נגזר מקרן Lock Up ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש.

¹¹ המחיר החוזי כולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"י עבור חח"י החל משנת 2021

- הגברת התחרות אשר תוביל לשחיקה משמעותית בהיקף הכמות הנמכרת ו/או במחירי הגז הטבעי
- שינוי זהות בעלי הזכויות בנכסי הבסיס ו/או בדירוגם, שיש בהם כדי לפגוע באיתנותם הפיננסית ובכושר ההחזר של החברה
- שינוי זהות מפעיל המאגר ו/או דירוגו

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 המאגר מושתת על ניסיונה של חברת נובל אנרג'י

למאגר תמר היסטוריה תפעולית של מעל ל-6 שנים, כאשר למפעיל המאגר, נובל אנרג'י, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל¹². נובל אנרג'י פועלת בהתאם לסטנדרטים בינ"ל, עומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים, ומוחזקת על ידי Noble Energy, Inc.¹³. נכון למועד הדוח, אספקת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה¹⁴. להערכת מידרוג, ביצועי המאגר 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 הפיכת הגז טבעי למקור האנרגיה העיקרי במשק, כתחליף לפחם ונפט. בהמשך להחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם¹⁵, לרבות סגירת היחידות הפחמיות 1-4 ב"אורות רבין", והמשך יישום מדיניות לעדיפות ייצור חשמל באמצעות גז טבעי על ייצור חשמל בפחם. 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. 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 2018, צריכת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- BCM 10.3, לעומת כ- BCM 9.7 בשנת 2017 וכ- BCM 9.3 בשנת 2016, המעידים על שיעור גידול שנתי ממוצע של כ- 6.2% בתקופה המדוברת¹⁶. להערכתנו, יישום מדיניות הפחתת הפליטות של משרד האנרגיה, לצד הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק, יצירת תשתיות לייצוא גז טבעי וחתימה על הסכמי ייצוא, מהווים נדבך מרכזי בדירוג. ככל שהיקף יצוא הגז לא יהיה משמעותי ויציב לאורך השנים ולא ימצאו חלופות בשוק המקומי, דירוג החברה עלול להיפגע.

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

¹² נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

¹³ מדורגת בדירוג Baa3, באופק יציב, ע"י Moody's.

¹⁴ נציין כי, ביום 05.05.2019, הופסקה הזרמת הגז ממאגר תמר למשך 24 שעות בהחלטת שר האנרגיה וזאת לאור המצב הביטחוני בתקופה זו.

¹⁵ [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.](#)

¹⁶ בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, היקף השימוש בגז טבעי בישראל עלה מכ- BCM 9.7 בשנת 2016, לכ- BCM 10.3 בשנת 2017 ולכ- BCM 11 בשנת 2018, המהווים גידול שנתי של כ- 6.5%.

להפעלתו של מאגר לווינתן, הצפויה על פי הערכות, עד לשנת 2020¹⁷. כמו כן, הערכנו כי Energean Oil & Gas S.A. צפויה להשלים את פיתוח מאגר כריש עד לשנת 2022. כמו כן, נציין כי מאגר כריש חתם על חוזה מכר למכירת גז טבעי, במחירים נמוכים ביחס לחוזים הקיימים בשוק, עם לקוחות מהותיים של מאגר תמר. בנוסף, לאור הגידול הצפוי בהיצע הגז הטבעי במשק, בעלי הזכויות במאגר תמר הניחו ירידה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחח"י משנת 2021, אשר נעה בין 12.5%-20%¹⁸, מהמחיר החוזי הכולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"י, וזאת בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים. בד בבד, בשנה האחרונה נחתמו הסכמים משמעותיים לאספקת גז לירדן ולמצרים ממאגר תמר וממאגר לווינתן כאחד, אולם טרם נחתמו הסכמים למכירת מלוא יכולת ההפקה ממאגר לווינתן, לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכתנו, לאחר הפעלתו של מאגר לווינתן, צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין שני המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלתו המסחרית של מאגר כריש. 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. נציין, כי חתימת הסכמי ייצוא נוספים ומימושם של הסכמים הקיימים חשופים לסיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם ירדן ומצרים בפרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן ומצרים¹⁹ עלול לחשוף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות. בהקשר זה, נציין כי, לפי דיווחי החברה, בכוונתה לגדול ולגונן את תיק הנכסים שלה על-ידי רכישת תמלוגים נוספים מנכסי נפט וגז מפיקים הן בישראל והן מחוץ לישראל.

פגיעה בתזרים המאגר בשל זכיית לווינתן במכרז חח"י, בהיקף כולל של כ-4 BCM ובשווי של 700 מיליון דולר

בחודש דצמבר 2018 פנתה חח"י לשותפויות מאגרי תמר ולווינתן לקבלת הצעות לאספקת גז טבעי בהיקף של 2 BCM בשנה אשר יסופק החל ממועד הפקת גז ממאגר לווינתן²⁰ ועד למועד הפקת גז ממאגר כריש²¹, כאשר במהלך תקופת האספקה תפנה חח"י לזוכה בלבד לצורך רכישת גז, בהתאם לצרכיה, מעבר לגז המסופק לה תחת ההסכם. ביום 04.04.2019, הכריזה חח"י כי היא בחרה במאגר לווינתן. בהתאם לכך, ביום 18.04.2019 הגישו חלק משותפויות מאגר תמר עתירה מנהלית כנגד חח"י ושותפי לווינתן. בעקבות העתירה הגישו הצדדים את תגובתם ודין מוקדם בעתירה נקבע לחודש יוני 2019. ביום 12.06.2019 הוציאה דלק קידוחים דיווח לבורסה, לפיו נחתם הסכם לאספקת גז טבעי בין שותפי לווינתן לבין חח"י בהיקף של 4 BCM ובשווי של כ-700 מיליון דולר²².

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

ביום 26.09.2018, חתמה EMED Pipeline B.V. (להלן: "EMED")²³ על הסכמים לרכישת 39% מהון המניות של חברת EMG, וזאת לצורך מימוש הסכמי ייצוא הגז למצרים. EMG הינה חברה פרטית מצרית אשר בבעלותה צינור ימי המחבר בין מערכת ההולכה הישראלית באזור אשקלון לבין מערכת ההולכה המצרית באזור אל-עריש וכן מתקנים נלווים. צינור EMG תוכנן לקיבולת של כ-7 BCM לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ-9 BCM בשנה, יש לציין, כי נכון למועד הדוח קיימת מגבלת קיבולת של כ-4.5 BCM ברשת המקומית ומימושו המלא של חוזה הגז עם מצרים תלוי בהתקדמות השלמת חלופות תשתית הגז בישראל ובשכנותיה. הזרמת הגז בצינור EMG ממצרים לישראל הופסקה לפני מספר שנים ונכון למועד הדוח אין ל-EMG פעילות מסחרית. השלמת העסקה מותנית, בין היתר, בחתימת הסכם למתן זכויות קיבולת והפעלה בין הצדדים, במסגרתו תעניק EMG ל-EMED את הזכות הבלעדית לחכור ולהפעיל את צינור EMG לצורך הזרמת גז טבעי מישראל למצרים. להערכתנו, למימוש הסכם זה חשיבות רבה בקידום ועמידה בלוחות הזמנים לייצוא גז טבעי למצרים ב-2019.

¹⁷ נציין כי בהתאם ללו"ז הרשמי של הפרויקט, המועד הצפוי לסיום פיתוח מאגר לווינתן ותחילת הפעלתו המסחרית, הינו עד תום שנת 2019. ¹⁸ להערכת החברה, ההפחתה הצפויה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחח"י תעמוד על 12.5%, מהמחיר החוזי הכולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"י.

¹⁹ ירדן מדורגת בדירוג B1, באופק יציב, ע"י Moody's ומצרים מדורגת בדירוג B3, באופק חיובי, ע"י Moody's.

²⁰ המאוחר מבין מועד תחילת הפקת גז ממאגר לווינתן או ה-01.10.2019.

²¹ המוקדם מבין מועד תחילת הפקת גז ממאגר כריש או ה-30.06.2021.

²² במסגרת הדיווח, מצינת דלק קידוחים כי בימים ה-3 וה-4 ליוני 2019 נערך דיון מוקדם בעתיקה ובבקשה למתן צו ביניים. ביום ה-11.06.2019, הודיעו שותפי לווינתן לבית המשפט כי הניסיונות לסיים את ההליך בהסכמה לא צלחו ונכון למועד הדיווח, טרם ניתן פסק דין בעתירה.

²³ EMED הינה חברה ייעודית שנרשמה בהולנד ושי-25% ממניותיה מוחזקות על ידי חברה בת בבעלות מלאה של דלק קידוחים, הרשומה בקפריסין.

תיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חח"

ביום 17.02.2019, פרסמה החברה כי שותפי תמר הגיעו להסכמה עם חח" בנוגע לתיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חח" (להלן: "הסכם תמר-חח"), 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 חח" יהא המחיר החוזי שהיה בתוקף במהלך שנת 2018. במועד ההתאמה הראשון, תבוצע התאמת המחיר החוזי כקבוע בהסכם תמר-חח", וזאת תוך התייחסות למחיר החוזי אשר היה משולם אלמלא התיקון להסכם, קרי המחיר החוזי בהנחת יישום ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח". להערכת שותפי תמר, סך החיסכון מהקפאת המחיר המצטברת, אשר עתידה לנבוע לחח" מתיקון ההסכם, כאמור לעיל בתקופת הביניים, הינו כ- 85 מיליון דולר. בנוסף, בתיקון להסכם תמר-חח" נקבע כי החל ממועד הפעלתו המסחרית של פרויקט לווינתן, תופחת כמות הגז היומית המקסימלית, אשר חח" תהא רשאית להזמין תחת ההסכם, מ- 655,200 יחידות אנרגיה (MMBTU) ל- MMBTU 500,000 וזאת ללא הפחתת רכיב ה-TOP שנקבע בהסכם. ראוי לציין, כי עד מועד המעקב, התיקון להסכם תמר-חח" טרם נחתם והינו כפוף, בין היתר, לקבלת האישורים הרגולטוריים הנדרשים לחח", אישור הגופים המממנים של חלק משותפי תמר וכן לקבלת אישור רשות התחרות, אם וככל שאישור זה נדרש על פי דין²⁴.

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

להישחק כתוצאה ממעבר של לקוחות למאגר כריש

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. הלוקחה המהותית במאגר הינה חח", המדורגת Aa2.il, באופק יציב²⁵, ומספקת יותר ממחצית ההכנסות במאגר, החל ממועד הפקת הגז הטבעי. עם זאת, בשנת 2021 לחח" קיימת אופציה להפחתת מחיר הגז הטבעי בשיעור של 25%, לכל היותר. בהתאם להנחת הבסיס ב- DCF שפרסמו בעלי הזכויות במאגר תמר, צפויה ירידת מחיר אשר נעה בין 12.5%-20%, מהמחיר החוזי הכולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח". 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 הסכמים לאספקת גז טבעי אל מול מאגר כריש.

שחיקה ביחסי הכיסוי כתוצאה מירידת מחירי המכירה ושינוי בסכום העסקה ומועדה

המודל הפיננסי המעודכן שהתקבל בתקופת המעקב כולל שינויים לגבי תחזיות מחירי המכירה, מעבר להפקה מקסימלית של 12 BCM לשנה, תוך ביצוע השקעות נוספות על-ידי שותפי תמר ושינויים ביחס לכמויות החזויות למכירה החל משנת 2027 וביחס לכמות העתודות המשויכות לנכס הנפט. בנוסף, המודל מביא בחשבון את הפחתת התעריף לחח" במועד ההפחתה הראשון (01.07.2021) בשיעור של 12.5%²⁶, בהתאם לאופציה הקיימת בהסכם בקשר עם הפחתת התעריף בשיעור של עד 25%, בתקופה הנזכרת, אך ללא הפחתה נוספת במועד ההתאמה השני (01.07.2024). כמו כן, המודל כולל הנחות לגבי הכנסות מייצוא גז לשווקים המקומיים במצרים וברדן, בהיקף מצרפי כולל של כ-42 BCM, עד לשנת 2040.

בהתאם להסכמי המימון, נבדק בכל רבעון יחס הכיסוי ADSCR הצפוי, כאשר היחס ההיסטורי נבדק כל חצי שנה והם מחושבים ל-12 חודשים. בהתאם לדיווחי החברה, לתקופת הבדיקה של 12 חודשים המתחילה ביום 01.04.2019, יחס הכיסוי ADSCR החוזי עומד על 1.42. כמו כן, ליום 31.12.2018 יחס הכיסוי ההיסטורי עמד על 1.88 בפועל. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג²⁷, המתבסס על המודל הפיננסי המעודכן שהועבר בתקופת המעקב, יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ- 1.41 ו- 1.25 (בשנת 2021), בהתאמה יחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ- 2.01 (בשנת 2019). יחסי הכיסוי הורעו ביחס למודל הפיננסי שנבחן במועד

²⁴ לפירוט נוסף, ראה דיווח של החברה מיום 17 בפברואר 2019: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1213903/2/0>

²⁵ דירוג - חברת החשמל לישראל בע"מ

²⁶ מהמחיר החוזי הכולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"

²⁷ לפי קטגוריה 1P.

הדירוג הראשוני, עקב שינוי במספר פרמטרים, ביניהם ירידת מחירי המכירה ושינויים הנובעים מסכום העסקה הסופי של רכישת התמלוגים ועיתוי מועד הנפקת החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

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 30.08.2028 תעמוד יתרת החוב על בין 16-23 מיליון דולר (המהווים כ-20%-14% מהיקף הגיוס). טרם או בסמוך למועד המימון מחדש, יסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חח" וכן יתרו הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול היחפ"ים. כמו כן, במהלך תקופה זו צפויים לפעול שלושה מאגרי גז טבעי במשק הישראלי, לכל הפחות, לצד מאגרים נוספים במזרח התיכון. יחד עם זאת, גם הביקושים צפויים לגדול ביחס לרמתם הנוכחית. בהתאם להערכת NSAI ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ- BCM 315 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-71% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 2P, ועל כ-61% לפי קטגוריה 1P. בנוסף, הנחנו בתרחיש הבסיס²⁸ כי יחס ה- PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 4.5-5.5. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים במאגר, 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.

אודות החברה

דלק תמלוגים (2012) בע"מ התאגדה בישראל ביום 06.11.2012, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. בהתאם לתקנון ההתאגדות של החברה, מטרת החברה הן להחזיק בתמלוגים של חברות העוסקות בתחום הגז והנפט. בעלת המניות הגדולה בחברה הינה חברת דלק מערכות אנרגיה בע"מ²⁹ (להלן: "דלק אנרגיה", 39.93%), והיא אינה בעלת זכויות הצבעה בחברה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים במישרין מן החזקות 1/12 "תמר" ו-1/13 "דלית", מתוך חלקן של דלק קידוחים - שותפות מוגבלת ותמר פטרוליום בע"מ (בגין 22% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)³⁰. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 4.875%³¹ והינה רשומה בספר הנפט לזכות החברה. מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ- 100 ק"מ מערבית לחיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ- 3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. מאגר תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרית בהם הינה חח". הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג' (25%), אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל המאגר, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים (22%), תמר פטרוליום (16.75%), אורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%) ודור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%). בהתאם להערכת NSAI³² ונכון לחודש דצמבר 2018, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 315, לפי קטגוריה 2P³³, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 230 לפי קטגוריה 1P³⁴.

²⁸ לפי קטגוריה 1P.

²⁹ דלק אנרגיה מחויבת למכור את החזקותיה בחברה לא יאוחר מיום 17 בדצמבר 2021.

³⁰ זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לחברה.

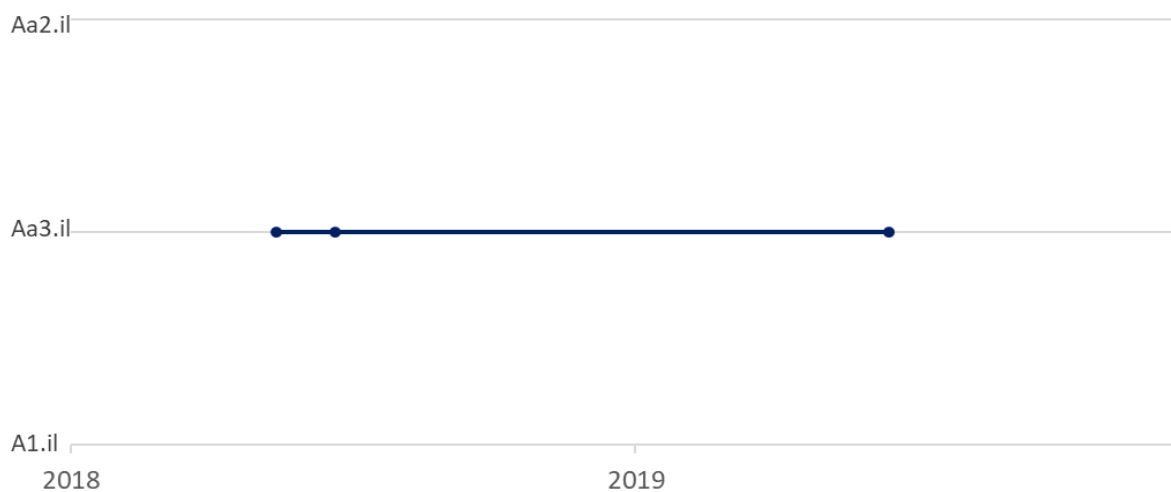
³¹ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

³² Netherland, Sewell & Associates, Inc.

³³ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

³⁴ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דלק תמלוגים \(2012\) בע"מ](#)

[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

25.06.2019	תאריך דוח הדירוג:
25.06.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.05.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק תמלוגים (2012) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלק תמלוגים (2012) 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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 וכאאלה 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 ביועץ 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 והיה 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, 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>