



דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

דוח דירוג ראשוני מקוצר¹ | מאי 2014

1

מחברים:

ישי טריגר, אנליסט בכיר
yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, אנליסט בכיר
yuvals@midroog.co.il

רו"ח דביר וולף, אנליסט
dvirw@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

¹ דוח זה הינו דוח תמציתי אשר איננו מכיל את הפרטים המלאים שנבחנו בקשר עם דירוג החוב הבכיר.

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

דירוג: Aa2 באופק יציב	2.0 מיליארד דולר	חוב בכיר
-----------------------	------------------	----------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa2 באופק יציב לחוב בכיר בסך של עד כ- 2.0 מיליארד דולר (להלן: "החוב הבכיר"), אשר יגויס על ידי חברת דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (להלן: "החברה" או "דלק ואבנר"). החוב הבכיר ישמש בחלקו עבור מימון מחדש בגין חלקן של דלק קידוחים, שותפות מוגבלת (להלן: דלק קידוחים) ואבנר חיפושי נפט, שותפות מוגבלת (להלן: "אבנר חיפושי נפט", וביחד "החברות" או "בעלי השליטה") במאגר תמר (להלן: "הפרויקט" או "פרויקט תמר"). הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 28/04/2014, ועל סדרה של הנחות יסוד, שנקבעו על ידי מזמין הדירוג ויועציו, לרבות פרקי הזמן הדרושים להשלמת השלבים השונים בפרויקט, נתונים טכניים, אומדני הכנסות והוצאות והיבטים נוספים, כפי שבאים לידי ביטוי במודל הפיננסי ובמסמכים השונים שהועברו למידרוג על ידי מזמין הדירוג; הנחות אלו וסבירותן לא נבחנו ע"י מידרוג ויש להתייחס אליהן בהתאם. במסגרת הסכם המימון קיימת אפשרות לחברה לבצע מימון מחדש, במידת הצורך, וזאת בהתאם להתניות פיננסיות מוגדרות.² כמו כן, בתנאים מסוימים, המפורטים בהסכם המימון, יכולה החברה לגייס חוב בכיר נוסף בסך של עד 500 מ' דולר שפרעונו במהלך תקופת החוב הבכיר וללא הגבלת היקף גיוס נוסף לאחר מועד פרעון החוב הבכיר וזאת בהתאם להתניות מוגדרות, לרבות אי-הורדת דירוג הפרויקט הבינלאומי של Standard & Poor's - Moody's נכון למועד הגיוס כתוצאה של הגיוס (לפירוט ראה תת-פרק 3.1). מסגרת דירוג החוב הבכיר נשוא דירוג זה הינה בסך של עד 2.0 מיליארד דולר. השפעה של גיוס חוב נוסף על איגרות חוב אלה תבחן אם וככל שתתבצע.

1. פרופיל הפרויקט

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ- 100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ- 3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל לישראל (להלן: "חח"י"). נכון ליום 31/12/2013, המאגר הוגדר ע"י NSAI³ כבעל זרבות בהפקה (on production), כך שהזרבות המוכחות במאגר הינן בהיקף של כ- BCF 7,866, המהווים כ- BCM 223. פיתוח פרויקט תמר מורכב מ- 3 שלבים, כאשר השלב הראשון, אשר הסתיים במהלך הרבעון הראשון של שנת 2013, כלל את הקמת הפרויקט עד להפעלה מסחרית וכלל, בין היתר: (1) קידוח חמש בארות הפקה, המתחברות בצנרת לנקודת איסוף תת-ימית משותפת, ממנה יוזרם הגז הטבעי בשני צינורות "16 אל אסדת תמר (מרחק 149 קילומטרים) לעיבוד ראשוני; (2) חיבור לאסדת Mari-B, המרוחקת כ- 1.5 ק"מ מאסדת תמר, כחלק מבחינת תכנית לשימוש במאגר Mari-B כמאגר אחסון לכמויות גז טבעי עודפות ולסילוק קונדנסט במקרה חירום (בכפוף לרישוי שלא ניתן נכון ליום זה); (3) חיבור אסדת תמר לצינור "30 קיים, אשר מוביל את הגז הטבעי לתחנת קבלת הגז הטבעי באשדוד, שהוקמה כחלק מפרויקט ים-תטיס⁴ ובמסגרת הפרויקט, הורחבה לטיפול בכמויות גז משמעותיות יותר. עלות הקמת התשתית הימית והיבשתית עבור השלב הראשון הסתכמה בכ- 3 מיליארד דולר (לא כולל קידוחי אקספלוריה). בשלבי

² יש לציין, כי מימון מחדש שכזה אינו מהווה אירוע כשל.

³ Netherland, Sewell & Associates. Inc.

⁴ פרויקט ים-תטיס כולל את מאגרי הגז הטבעי Mari-B, נועה ופינקלס. פרויקט ים-תטיס שימש כספק גז טבעי עיקרי למשק הישראלי החל משנת 2004.



הפיתוח הבאים תבוצענה השקעות נוספות שמטרתן העיקרית הינה שימור קיבולת ההפקה, איכותה, והגדלתה, בהתאם לצרכי המשק הישראלי העתידיים ואשר עלותן המתוכננת הינה כ- 1.4 מיליארד דולר עבור כלל שותפי הפרוייקט עד למועד פרעון ההלוואה⁵; כלל ההשקעות המתוכננות ימומנו מהכנסות הפרוייקט. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31/03/2013. הפרוייקט הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים (להלן: "השותפים"): Noble Energy Mediterranean LTD (36%, להלן: "נובל"), אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרוייקט, ישראלמקו נגב 2, שותפות מוגבלת (28.75%, להלן: "ישראלמקו"), דלק קידוחים, שותפות מוגבלת (15.625%), אבנר חיפושי נפט, שותפות מוגבלת (15.625%) ודור חיפושי גז, שותפות מוגבלת (4%, להלן: "דורגז חיפושים").

2. מבנה העסקה, פירוט האחזקות בפרוייקט ותיאור המפעיל

2.1 מבנה העסקה

דלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט הינם הרשומים בספר הנפט כבעלי הזכויות במאגר תמר (ביחד עם אחרים). בהתאם למבנה העסקה, תוקם חברה ייעודית (SPC), דלק ואבנר, אשר תגייס את החוב הבכיר ותעניק הלוואות במלוא הסכום לדלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט (50% לכל אחת). מהסכום שיועבר נטו ינוכו עמלות וסכום הפקדה לקרנות בגובה 100 מיליון דולר.

המחאת התקבולים מהפרוייקט לטובת מממני החוב הבכיר נעשית על דרך שעבוד, ולא על דרך מכר מלא (True Sale) אשר בהתאם להערכת יועציה המשפטיים של החברה מייצרת בידוד משפטי טוב יותר מהמחאת תקבולים על דרך שעבוד, בין היתר, כתוצאה מפעילויות נוספות של החברות (בין היתר, פיתוח מאגר ולווייתן). במסגרת הדירוג, הועברה למידרוג טיוטת חוות דעת משפטית מטעם היועץ המשפטי של החברות, המפרטת כי להערכתו, המבנה המשפטי של העסקה מוביל לכך שחדלות פירעון אינה משפיעה על הנושים המובטחים של החוב הבכיר.

2.2 פירוט האחזקות בפרוייקט תמר

נובל מחזיקה בפרוייקט ב- 36% והינה, בין היתר, מפעילת הפרוייקט. נובל הינה חברה פרטית המוחזקת בשירשור מלא ע"י Noble Energy Inc (להלן: "נובל אנרג'"). נובל אנרג' הינה חברה ציבורית, נסחרת בבורסה לניירות ערך של ניו-יורק (NYSE), נוסדה בשנת 1932 ועוסקת בתחום חיפושי והפקת נפט וגז טבעי ברחבי העולם, באמצעות חברות בנות. פעילות נובל אנרג' מתרכזת בפרוייקטים ימיים במפרץ מקסיקו, מזרח הים התיכון ומערב אפריקה ובפרוייקטים יבשתיים בארה"ב.

ישראלמקו מחזיקה בפרוייקט ב- 28.75%. ישראלמקו הינה שותפות מוגבלת העוסקת בתחום חיפושי והפקת נפט וגז בישראל. יחידות השתתפות של ישראלמקו רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, נכללות במדד ת"א 25 ומוחזקות בכ- 52% ע"י הציבור, בכ- 31% ע"י בעלי עניין ובכ- 17% ע"י גופים מוסדיים.

דלק קידוחים מחזיקה בפרוייקט ב- 15.625%. דלק קידוחים הינה שותפות מוגבלת העוסקת בתחום חיפושי והפקת נפט וגז בישראל. יחידות השתתפות של דלק קידוחים רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, נכללות במדד ת"א 25 ומוחזקות בכ- 69% ע"י קבוצת דלק, 2% ע"י גופים מוסדיים ובכ- 29% ע"י הציבור.

⁵ בהתאם למודל הפיננסי, ההוצאות הללו כוללות, עד למועד פרעון ההלוואה, קידוחי בארות נוספים בסך כ- 500 מ' דולר, התקנת מדחסים בתחנת קבלת הגז באשדוד בעלות של כ- 262 מ' דולר, התקנת מתקן עבור טיפול במים בעלות של כ- 287 מ' דולר והתקנת ציוד תת ימי בסך כ- 361 מ' דולר.



אבנר חיפושי נפט מחזיקה בפרויקט ב- 15.625%. אבנר חיפושי הינה שותפות מוגבלת העוסקת בתחום חיפושי והפקת נפט וגז בישראל (כ- 50% ממניות השותף הכללי והשותף המוגבל באבנר מוחזקות ע"י דלק מערכות אנרגיה בע"מ, המוחזקות בכ- 88% ע"י קבוצת דלק). יחידות השתתפות באבנר חיפושי נפט רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, נכללות במדד ת"א 25, ומוחזקות בכ- 55% ע"י קבוצת דלק, בכ- 40% ע"י הציבור ובכ- 5% ע"י גופים מוסדיים.

דורגז חיפושים מחזיקה בפרויקט ב- 4%. דורגז חיפושים הינה שותפות מוגבלת העוסקת בתחום חיפושי והפקת נפט וגז בישראל, ומדורגת בדירוג Aa3. השותפות מוחזקת בשרשרת ב- 80.3% ע"י אלון חברת הדלק לישראל בע"מ (להלן: "קבוצת אלון"). קבוצת אלון הינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת באמצעות חברות בנות במגוון תחומים, ביו היתר, דלקים בישראל ובחול, אנרגיה, קמעונאות ונדל"ן.

2.3 מבנה משפטי המיזם המשותף

הפרויקט הינו מיזם משותף (Joint Venture). הסכם ה- JOA (Joint Operating Agreement, להלן: "הסכם ה- JOA") בין השותפים מהווה את הבסיס המשפטי, באשר לזכויות ולחובות בין השותפים, וכולל הסכמות לגבי חיפושי גז ונפט, הפקתם, אחסונם והזרמתם. בהתאם להסכם ה- JOA, כל הסכם מכירה של גז טבעי ייחתם בנפרד, בין לקוח הקצה לבין כל אחד מהשותפים במיזם המשותף, והסכום לתשלום עבור הגז הטבעי ישולם ע"י כל לקוח לחשבונו של כל שותף. בהתאם להסכם ה- JOA, שותף יימצא בהפרה, במידה ולא העביר כספי מימון לפרויקט, בהם הינו חייב, בתוך 6 ימים (למעט כתוצאה מאירועי כוח-עליון⁶), ומאבד את זכותו לקבלת חלקו בהכנסות הפרויקט עד לתשלום מלא של חלקו. באותה עת, על הצדדים האחרים חלה החובה להשלים את יתרת המימון הנדרש בתוך 9 ימים (אי-תשלום מצדם ייחשב הפרה, ויוביל להליך זהה). במידה ולא שילם השותף המפר את חלקו מעל 90 יום, רשאים השותפים האחרים לרכוש את חלקו של השותף המפר ללא תמורה, פרו-רטה, לפי שיעורי החזקתם. עד למועד השלמת המימון הנדרש על ידי השותפים האחרים, כאמור, המפעיל (חברת נובל) יפעל לעמידה בהתחייבויות, לרבות באמצעות גיוסים ממקורות חיצוניים (עלויות המימון יושתו על כלל השותפים). מקרה של חדלות פירעון של שותף אינו חושף את המיזם המשותף להפרת הסכם מול חח" (והסכמים דומים מול לקוחות אחרים), ככל שיכולת המיזם המשותף לספק את הגז אינה נפגעת. חדלות פירעון של מי מהשותפים תגרור את דילול זכויותיו, אך לא תפריע להמשך הספקת גז טבעי מפרויקט תמר. קבלת החלטות במסגרת ה- JOA מחויבת בהסכמת 2 שותפים לפחות, המחזיקים במשותף לפחות 68% מהפרויקט.

2.4 מפעיל הפרויקט ואופן ניהולו

בהתאם להסכם ה- JOA, נובל הינה מפעילת הפרויקט, ומתוקף כך, אחראית על הרכבת הצוות הניהולי בפרויקט ועל חתימת הסכמי הפרויקט עם ספקים, יצרנים, קבלני הקמה וספקי שירותים שונים. נובל הינה בבעלות מלאה של נובל אנרג'י, אשר עיקר ניסיונה הינו בהפעלת פרויקטים במים עמוקים, בדומה לפרויקט תמר, הנובע ממעורבותה בפרויקטים במפרץ מקסיקו ומערב אפריקה. נובל מילאה תפקיד זהה בפרויקט ים-תטיס.

⁶ הצדדים אינם מחויבים להסכם ה- JOA, בהינתן אירוע כוח-עליון, כגון: פגעי טבע, שביתות, מעשי חבלה, אמברגו, מהומות וכדומה, או שינוי בחוק. מחסור במקורות מימון אינו מהווה אירוע כוח-עליון.

3.1 מבנה החוב הבכיר ותנאיו העיקריים

במהלך חודש אוגוסט 2012 גייסו החברות, ביחד, חוב בכיר לטווח ארוך בסך כ- 800 מ' דולר עבור מחזור הלוואת גישור למימון התחלתי, בגין הקמת השלב הראשון של הפרויקט. במהלך חודש מאי 2013 גייסו החברות הלוואת גישור בנקאית בסך 300⁷ מ' דולר. החוב הבכיר בסך כ- 2.0 מיליארד דולר, נשוא דוח זה, יגויס באמצעות החברה הייעודית דלק ואבנר, ויועבר כהלוואה לחברת דלק קידוחים וחברת אבנר חיפושי נפט אשר תשמש בחלקה למחזור החוב הבכיר לטווח ארוך ומחזור הלוואת הגישור הבנקאית בסכום כולל של כמיליארד דולר, כאשר יתרת הגיוס תשמש להמשך פעילותן השוטפת של החברות, כולל ההשקעות הצפויות בנכסי הנפט של החברות המצויים בישראל.

החוב הבכיר נשוא דוח הדירוג יגויס בחלוקה ל- 5 סדרות נפרדות (Series): כל הסדרות יהיו באותה דרגת בכירות (פארי-פאסו בשעבודים ובמפל התשלומים), ולכל סדרה תהיה ריבית קבועה ספציפית. להלן התנאים העיקריים של החוב הבכיר שיגויס:

2025	2023	2020	2018	2016	חוב בכיר
400 מ' דולר	400 מ' דולר	400 מ' דולר	400 מ' דולר	400 מ' דולר	היקף חוב
סוג הלוואה: בולט (Bullet): תשלום ריבית לאורך כל התקופה, ותשלום קרן מלאה בסוף התקופה					
2025-2014	2023-2014	2020-2014	2018-2014	2016-2014	תקופת החוב ומס' שנתיו
Tail ("זנב") ⁸ כ- BCM 191 מרזרבות המסווגות 2P; כ- BCM 108 מסך הרזרבות המסווגות 1P. ⁹					
מטבע וריבית: דולר ארה"ב, ריבית קבועה לא צמודה.					
עיתוי תשלומי קרן וריבית: תשלומי ריבית- חצי שנתיים; תשלומי קרן- בסוף כל תקופה.					
קרן ייעודית לתשלום החוב: קרן ייעודית בסכום של 100 מ' דולר, החברה יכולה להשתמש בקרן על מנת לפרוע את הלוואותיה (קרן וריבית). במידה ותגייס החברה חוב בכיר נוסף שפרעונו במהלך חיי הלוואה הנכחית, אזי הקרן תגדל באופן יחסי לגידול בהיקף הגיוס.					
Lock-Up: החברה תכלא עודפים טרם פירעון כל סדרה, בהתאם למתווה שלהלן וזאת עד לגובה תשלום הקרן הקרוב: סדרות 2016 ו- 2018: 12 חודשים טרם פירעון הסדרות ובנוסף כליאת 20 מ' דולר בקרן ייעודית; סדרה 2020: 15 חודשים טרם פירעון הסדרה; סדרות 2023 ו- 2025: 18 חודשים טרם פירעון הסדרות.					
שחרור עודפים בתקופת ה-Lock-Up: בסדרות 2016, 2018 ו-2020 לאחר שנצברו כספים בגובה תשלום הקרן הקרוב ובסדרות 2023 ו-2025 לאחר שנצברו כספים בגובה תשלום הקרן הקרוב בניכוי 50% מהקרן הייעודית.					
כליאת עודפים: במידה ויחס הכיסוי NPV ¹⁰ ירד מתחת ל- 1.35, תחל החברה בכליאת עודפים עד לעלייה ליחס כיסוי של לפחות 1.35.					

⁷ מתוכן נמשכו עד היום 263 מ' דולר.

⁸ הזנב הינו יתרת רזרבות הגז הטבעי, לאחר מועד פירעון החוב הבכיר, בהתאם לתחזית NSAI עדכנית ובהנחת מכירות בהתאם למודל, מכירות שיתכן ויגדלו.

⁹ שימוש בכ- 37% מסך הרזרבות המסווגות כ- 2P ובכ- 51% מסך הרזרבות המסווגות כ- 1P.

¹⁰ יחס בין התזרים המזומנים החופשי של הפרויקט על פי מודל הבסיס ביום סגירת המימון וכפי שייקבע לפי דוח יועץ הרזרבה מידי שנה, כולל יתרות בחשבונות הפרויקט, המהווים לפי שיעור היוון של 10% לבין יתרת החוב בתקופת החישוב הנבדקת.



במסגרת הסכמי המימון, באפשרות החברה להגדיל את היקף החוב הבכיר בתקופת החוב הבכיר - עד שנת 2025 ובתנאי שמועדי פרעונו יהיו זהים למועדי הפרעונות של כל או חלק מהסדרות, עד לכ- 500 מ' דולר נוספים¹¹ (להלן: "חוב בכיר נוסף"), וזאת בהינתן כי החוב הבכיר הנוסף שיגויס יהיה בדרגת בכירות זהה לחוב הבכיר הקיים (פארי - פאסו), ובכפוף, בין היתר, לעמידה בתנאים שלהלן: (1) המימון לא נמצא בהפרה; (2) יחס הכיסוי DSCR במועד פרעון הסדרה הרלוונטית לאחר גיוס חוב בכיר נוסף שפרעונו באותו המועד, יהיה שווה או גבוה ליחס הכיסוי לאותו מועד פרעון כפי שמופיע במודל המימון הבסיסי; (3) הגדלת הקרן הייעודית לפירעון החוב באופן יחסי להיקף החוב הבכיר האמור הנוסף, כלומר, אם היקף החוב הבכיר הנוסף שמועד פרעונו במועדי הפרעונות הקיימים יהיה 500 מ' דולר והחוב הבכיר שגויס במסגרת דוח דירוג זה הינו 2.0 מיליארד דולר, אזי יש להגדיל את הקרן הייעודית מ- 100 מ' דולר לכ- 125 מ' דולר; (4) מועדי הפירעונות של החוב הבכיר הנוסף יהיו זהים למועדי הפירעונות הקיימים בחוב הבכיר הקיים; (5) מח"מ החוב הבכיר הנוסף יהיה שווה או גדול מהמח"מ של החוב הבכיר הקיים, נכון למועד הגיוס; (6) יחס הכיסוי NPV יהיה לפחות 1.75¹²; (7) מועד הפירעון האחרון של החוב הנוסף, יותיר "זנב" (לפי 2P) של לפחות 25% בקשר עם הרזרבות של מאגר תמרי; (8) לא תהיה אמורטיזציה (amortization) של חוב בכיר נוסף עד לפירעון מלא של הסדרה האחרונה¹³. כמו כן, בהתאם להסכמי המימון, כל הגדלת מימון מותנת באי-הורדת דירוג הפרויקט הבינלאומי של Moody's - i Standard & Poor's נכון למועד גיוס חוב נוסף. השפעה של גיוס חוב נוסף על איגרות חוב אלה תבחן אם וככל שתתבצע.

3.2. שעבודים בקשר עם החוב הבכיר

דלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט משעבדות בשעבוד קבוע ראשון בדרגה למלווים את השעבודים הבאים אשר מתייחסים לחלק במאגר תמרי: כלל הסכמי מכירת הגז ללקוחות פרטיים, הקיימים והעתידיים; כלל הזכויות בקשר עם הסכמי הפרויקט השונים, לרבות הסכם ה-JOA; כלל התקבולים והזכויות בקשר עם פוליסות הביטוח של הפרויקט, לרבות כלל תקבולי הביטוח העתידיים, ככל שיתקבלו; כלל הזכויות בקשר עם הסכם השיתוף עם מתקני ים - תטיס; כלל הזכויות הקשורות במערכת הפקת הגז הטבעי; כלל חשבונות הפרויקט, לרבות כלל החשבונות העתידיים שיחודשו או יתווספו לפרויקט, למעט חשבון עודפים; כלל הזכויות בחזקת תמרי¹⁴; כלל המניות של דלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט בדלק ואבנר, לרבות כלל הזכויות שיוענקו כתוצאה מהחזקת מניות אלו. בנוסף, מעניקות החברות שעבוד שלילי בגין כלל הנכסים המשועבדים, כמתואר לעיל. מימוש השעבודים המפורטים לעיל הינו נחות למימוש שעבודים ע"י מדינת ישראל בקשר עם קבלת התמלוגים הסטטוטוריים ממאגר תמרי, בהתאם לחוק הנפט; יש לציין כי, החוב הבכיר הינו חוב המוכר כ- Limited Recourse, למעט לתקופה ולסכום המוגדרים בתת-פרק 6.5.2, כך שזכות החזרה של המממנים הינה לחלקם של דלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט בפרויקט תמרי בלבד, לרבות התקבולים המתקבלים בגין החזקה זו. החברה משעבדת בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את הסכם ההלוואה שנחתם בינה לדלק קידוחים ואבנר חיפושי נפט. החברה מעניקה שעבוד צף בקשר עם כלל נכסיה, לרבות נכסים בלתי מוחשיים, הקיימים והעתידיים, ככל שיהיו, ושעבוד שלילי בגין כלל נכסיה המשועבדים.

¹¹ לאחר תקופת פירעון החוב הבכיר, יכולה החברה לגייס סכום הגבוה מ- 500 מ' דולר, אין הגבלה על היקף, אולם היא צריכה לעמוד בהתניות שונות.
¹² במידה ותגייס החברה סכום הגבוה מ- 500 מ' דולר, היא תצטרך לעמוד ביחס כיסוי NPV של לפחות 2.00, אם כי בכל מקרה לא ניתן לגייס יותר מ- 500 מ' דולרים למועדי פרעונות קיימים.
¹³ החברה יכולה לבצע אמורטיזציה לחוב בכיר נוסף החל משנת 2026.
¹⁴ חזקת שדות נפט וגז במדינת ישראל ניתנת למשך 30 שנים. במסגרת הענקת חזקה זו, מעניק הממונה על ענייני הנפט למחזיק החזקה, אישור לבצע קידוחים והפקת נפט ו/או גז טבעי בשטח החזקה למשך כל התקופה.

דירוג החוב הבכיר מתבסס על המתודולוגיה הגנרית לדירוג פרויקטים של Moody's ועל פרמטרים נוספים במבנה העסקה. המתודולוגיה לוקחת בחשבון משתנים איכותיים, כגון: יכולת חיזוי תזרים המזומנים בפרויקט, הן בהיבט התחרותיות (נתח שוק, מאפייני החוזים מול לקוחות, מגמות ענפיות וכדומה) והן בהיבט הרציונל הכלכלי של הפרויקט; יציבות תזרים המזומנים, כפי שמשקפת בדירוג לקוחות מהותיים בפרויקט, קיומם של רכיבים חוזיים או רגולטוריים המגדרים חשיפות לכמויות ומחירים, מחד, ובמורכבותו הטכנולוגית של הפרויקט, מאידך, ולוקחת בחשבון את ניסיון בעלי השליטה והקבלנים המבצעים על התחייבויותיהם החוזיות; וכן את החשיפה לסיכונים ספציפיים, כגון: אירועי כוח-עליון, הפרעות בהספקת חומרי גלם או ציוד מרכזי בפרויקט ואירועים ביטוחיים שונים. בהתבסס על תוצאות הניתוח האיכותי של הפרויקט, נמדדים נתוני הכמותיים, יחסי כיסוי החוב השונים בפרויקט ומידת הסבירות לתרחישים, שעלולים להוביל את הפרויקט על מורכבותו המימונית לסיכון מימון מחדש. יצוין, כי מבנה העסקה מורכב מ- 5 תשלומי בלון שווים בסכום של 400 מ' דולר כל אחד, כאשר במסגרת מסמכי המימון קיימת לחברה אפשרות לבצע מימון מחדש, במידת הצורך, לכל אחד מתשלומי הקרן, אשר אינו מהווה אירוע כשל. בנוסף, נלקחים בחשבון גורמים נוספים, כגון: שילוב מרכיבים המקנים נזילות לפרויקט, מנגנון Recourse, מידת הישענות על מימון מחדש, לרבות יתרות גז טבעי לאחר פירעון החוב, סעדים רגולטוריים שונים, ככל שישנם, סיכון הקמה ו/או סיכון הרצה אשר רלוונטי לדירוג פרויקטים טרם הקמתם, וכן בחינת נוספות, כדוגמת: בחינת היבטי ממשל (אופן ניהול הפרויקט וקבלת החלטות), שקיפות, בעלות ממשלתית בפרויקט, יזמי פרויקט ייחודיים, בהיבט ניסיון ואיטנות פיננסית ועוד.

5. שיקולים עיקריים לדירוג

פרויקט תמר עונה על צרכים לאומיים של מדינת ישראל; מאגר תמר, המכיל לפי הערכה עדכנית של NSAI, כ- 223 BCM ברמת ודאות של 90%, מוביל את ישראל לעצמאות אנרגטית, מסוגל לספק את צרכיה האנרגטיים למשך כ- 20 שנה ומהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ובהשפעתו העקיפה על הכלכלה הישראלית. בהתאם לנתוני בנק ישראל¹⁵, תרומתו של פרויקט תמר לצמיחה המשקית בשנת 2013 הסתכמה בכ- 0.8%. להערכת בנק ישראל, הפקת הגז הטבעי עשויה לתרום לרמת תוצר הנעה בין 2%-1%¹⁶ בכל אחת משלוש השנים הקרובות.

בישראל קיימת מגמת מעבר לשימוש בגז טבעי, אשר הינו זול משמעותית מסולר ומזוט ומזהם פחות מדלקים אחרים בשימוש חח" ולקוחות תעשייתיים אחרים. בהתאם להערכות ועדת צמח, היעד לשימוש בגז הטבעי, מסך מקורות החשמל במשק בטווח הארוך, הינו 75%. פרויקט תמר החל להפיק גז טבעי לראשונה ביום 31/03/2013. במהלך חודש יולי 2013 משרד האנרגיה והמים הנפיק לפרויקט אישור הפעלה קבוע. היועץ הטכני ציין, כי נכון למועד הדוח, תפעול הפרויקט ויכולת ההפקה הנגזרת ממנה הינה טובה מאוד.

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר: (1) סיכון ביקושים מופחת עד לשנת 2020; (2) פרויקט תמר נהנה מיתרון הראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי-טווח עם צרכני הגז הגדולים במשק; (3) תחזית מכירות שמרנית ביחס לביקושים במשק; (4) מנגנון Lock-Up הדרגתי אשר ממתן את סיכון הביקושים בטווח הארוך וסיכון הנזילות; (5) זכות חזרה לבעלי

¹⁵ [בנק ישראל, דוח דין וחשבון 2013](#).

¹⁶ יש לציין, כי מדובר לתרומה בתוצר ולא לרמת צמיחה.



השליטה במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV (Recourse), כאשר בעלי השליטה במאגר תמר דומים לבעלי השליטה במאגר לווייתן (לפירוט ראה תת-פרק 6.5.2); (6) מימון מחדש אינו מוגדר כאירוע כשל; (7) יתרות גז טבעי לאחר פירעון החוב גבוהות; (8) שווי מאגר תמר; (9) פעילותה של נובל כמפעיל ובעלים בפרויקט; (10) מערך ביטוחים מקיף.

יש לציין, כי יחסי הכיסוי בעסקה זו שונים מעסקאות מימון מקובלות בתחום ה-Project Finance, אולם הם הותאמו למתווה המימון הקיים. בהתאם לתוצאות המודל הפיננסי ולניתוחי הרגישות אשר בוצעו במסגרת הדירוג, נמצא כי יחסי הכיסוי של הפרויקט, NPV ו-DSCR, הינם הולמים את מאפייניו.

נמצא כי לתרחישים בהם יש קיטון בכמויות ו/או מחיר הגז הטבעי הנמכר, הינם בעלי השפעה על יחסי הכיסוי של הפרויקט, קרי למתווה העסקה קיימת רגישות לקיטון בהיקף מכירת הגז הטבעי או להורדת מחיר הגז הטבעי. על אף האמור לעיל, החשיפה לקיטון מהותי בכמויות הגז הטבעי הנמכרות הינה בעלת סבירות נמוכה, וזאת לאור הגורמים שצוינו לעיל. כמו כן, נזכיר כי מימון מחדש אינו מוגדר כאירוע כשל.

נציין, כי במסגרת הדירוג נבחנה הסביבה הרגולטורית החלה על הפרויקט. נכון למועד הדוח, בענף הגז הטבעי במשק קיימים נושאים רגולטוריים אשר נמצאים בתהליך של התהוות. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התפתחות נושאים אלו והשפעתם.

6. גורמים תומכים עיקריים

6.1 משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

פרויקט תמר מוביל את ישראל לעצמאות אנרגטית, מסוגל לספק את צרכיה האנרגטיים למשך כ-20 שנה ומהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי. בהתאם לנתוני בנק ישראל¹⁷, תרומתו של הפרויקט לצמיחה המשקית בשנת 2013 הסתכמה בכ-0.8%, והפקת הגז הטבעי עשויה לתרום לרמת תוצר של כ-2%-1%¹⁸ בכל אחת משלוש השנים הקרובות.

6.2 סיום עבודות ההקמה; הפעלה מסחרית של כשנה ללא תקלות

הפקה ראשונה של גז טבעי מהפרויקט החלה ביום 31/03/2013. הפרויקט עבר בהצלחה את כל מבחני הקבלה הן ע"י קבלן ההקמה והן ע"י מפעיל הפרויקט (נובל). היועץ הטכני מציין כי נכון למועד הדוח, תפעול הפרויקט ויכולת ההפקה הנגזרת ממנה הינה טובה מאוד.

6.3 ספק יחיד בשוק המקומי עד לתחילת הפקה מסחרית מפרויקט לווייתן- מונופול באספקת גז טבעי למשק

בהתאם לסטטוס התפתחות היצע הגז הטבעי במדינת ישראל, צפוי הפרויקט להיות מקור אספקת הגז הטבעי היחיד למשק הישראלי בשנים הקרובות, כאשר תחרות לאספקת גז מפרויקט תמר צפויה לנבוע, בעיקר, מפרויקט לווייתן, אשר צפוי להחל בהפקה מסחרית לא לפני 2018.

¹⁷ [בנק ישראל, דוח דין וחשבון 2013](#).

¹⁸ יש לציין, כי מדובר בתרומה לתוצר ולא לרמת צמיחה.

6.4 תחזית מכירות גז טבעי שמרנית

המודל הפיננסי של החברה לוקח בחשבון תחזית מכירות (הפקת גז טבעי) שמרנית- היקף מכירה מקסימאלית של 9.5 BCM בשנה, ביחס לתחזיות הביקוש¹⁹ בשנים הקרובות במשק וביחס לכמויות המעוגנות בהסכמי החברה אל מול לקוחותיה ותחזית הצריכה של המשק. לאור זאת, ניכר כי ההנחות בנוגע להיקף המכירות שנילקחו במתווה המימון מהוות גורם ממתן, בכל הקשור לתחרות אפשרית אשר אותה מעודד הרגולטור (לפירוט נוסף ראה תת-פרק 6.5.2).

6.5 מבנה המימון

6.5.1 מנגנון Lock-Up מותאם לסיכון ביקושים לאורך חיי החוב

החברה יצרה מנגנון Lock-Up הדרגתי אשר נועד לתת מענה לסיכון הביקושים בטווח הארוך. המנגנון מאפשר לחברה יכולת שירות חוב הולמת ביחס לרמת הוודאות הקיימת בכל מועד פירעון בקשר עם היקף מכירת גז טבעי. ככול שמועד הפירעון רחוק יותר, כך כולאת החברה עודפים לתקופה ארוכה יותר. מנגנון שכזה מאפשר לחברה ליצור מערך אפקטיבי לניהול סיכונים בקשר עם ביקושים בטווח הארוך וכן רמת נזילות מספקת לאורך כל תקופת החוב.

6.5.2 זכות חזרה לבעלי השליטה בהינתן פגיעה ביחס הכיסוי NPV (Recourse)

החל משנת 2018 התחרות הצפויה לפרויקט הינה מפרויקט לווייתן אשר בעלי השליטה בו דומים לבעלי השליטה בפרויקט. כחלק מהבטחות לבעלי החוב קיימת זכות חזרה לבעלי השליטה במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV (Recourse), כאשר בעלי השליטה במאגר תמר דומים לבעלי השליטה במאגר לווייתן. נציין, כי זכות החזרה תפקע במאוחר מבין: (1) 4 שנים; (2) יחס הכיסוי NPV גבוה מ- 2.0. כמו כן, זכות החזרה כפופה למגבלות שונות לרבות אי אפשרות לחזרה לנכסים משועבדים לצורך מימון ספציפי כדוגמת מאגר לווייתן, ומגבלות נוספות. על אף האמור לעיל, להערכת מידרוג, נראה כי הממונה על ההגבלים העסקיים מבקש לייצר תחרות לפרויקט וזאת אף עולה מהשימוע²⁰ בנוגע למכירת מאגרי הגז הטבעי "תנין" ו"כריש" אשר מוחזקים, בין היתר, ע"י דלק קידוחים ואבנר חיפוש נפט. גורם מסתן לכך הינו העובדה שהמודל הפיננסי לוקח בחשבון ביקושים נמוכים מהביקושים בפועל, כפי שתואר לעיל.

6.5.3 יתרות גז טבעי גבוהות לאחר פירעון החוב

בהתאם למודל הפיננסי, יתרת הרזרבות המוכחות של גז טבעי 2P לאחר פירעון החוב בתרחיש הבסיס, בהתבסס על הערכות NSAI, הינן בשיעור של כ- 62.5%, והרזרבות המוכחות מסוג 1P הינן בשיעור של כ- 48.5%. לרוב, במימון פרויקטים דומים, הדרישה היא ליתרות גז טבעי מינימאליות לאחר פירעון החוב בשיעור של כ- 25% מסך הרזרבות המוכחות.

6.5.4 נתיב החוב ויחס כיסוי NPV

יחס הכיסוי NPV המינימאלי של הפרויקט משקף איתנות הולמת ויכולת הפקת הכנסות הולמת לשירות החוב. יחס כיסוי NPV הגבוה מ- 1 יוצר תמריץ כלכלי לבעלי השליטה להזרמת הון עצמי, במידה ומתרחשת בעיית נזילות לאורך חייו. כמו כן, יחס כיסוי NPV חיובי מקל על הפרויקט לבצע מחזור חוב. בד בבד, במידה ויחס הכיסוי NPV ירד מתחת ל- 1.35, תחל החברה בכליאת עודפים עד לעלייה ליחס כיסוי של לפחות 1.35.

¹⁹ בהתאם לתחזית משרד האנרגיה והמים, הביקוש השנתי במשק לגז טבעי החל משנת 2019 הינו גבוה מ- 12.5 BCM.

6.6. חברת נובל כמפעיל הפרויקט

לחברת נובל ניסיון רב בקידוחים במים עמוקים, במפרץ מקסיקו ומערב אפריקה, וניסיון מקומי במסגרת פרויקט ים-תטיס. נובל הקימה את פרויקט ים-תטיס תוך עמידה בלוחות זמנים ומתחת לתקציב שנקבע, וכן במסגרת הפעלת הפרויקט הוכיחה את יכולותיה בשימור אחוז זמינות גבוה ביותר (כ- 99%). נובל פועלת בהתאם לסטנדרטים הבינלאומיים, ועומדת בתקני בטיחות וסביבה עולמיים. הפרויקט תלוי בהמשך מעורבותה בפרויקט כבעלים וכמפעיל.

6.7. שימוש בטכנולוגיה מוכחת, ליווי טכני ופיקוח על התנהלות הפרויקט

בהתאם לדוח היועץ הטכני, פיתוח והקמת פרויקט תמר מבוססים על טכנולוגיה מוכחת, התואמת את יכולותיה של נובל בתחום הפקת הגז הטבעי והנפט. היועץ הטכני מסווג את כלל הטכנולוגיה בה נעשה שימוש במסגרת ההפקה הימית, פלטפורמת ההפקה של הפרויקט ופלטפורמת ההפקה של מאגר ים-תטיס, כבעלת סיכון טכנולוגי נמוך.

7. גורמי סיכון עיקריים

7.1. סיכון הכנסות

7.1.1. סיכון ביקושים מופחת עד שנת 2020

- ✓ פרויקט תמר נהנה מיתרון הראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי-טווח עם צרכני הגז הגדולים במשק.
- ✓ ההסכם מול חח"י מכיל רכיב TOP ומחיר גז קבוע, צמוד למדד המחירים האמריקאי. ביום 11/04/2013 אישר דירקטוריון חח"י את מימוש האופציה עבור התקופה הראשונה.
- ✓ חח"י נדרשת להודיע לשותפים בפרויקט תמר עד ליום 15/04/2015²¹, האם בכוונתה להאריך את מועד האופציה עד למועד סיום ההסכם (שנת 2028) ובכך להביא את סך הכמות החוזית הנרכשת לכ- BCM 99.
- ✓ השותפים בפרויקט תמר חתמו על כ- 24 חוזי מכירת גז טבעי, בנוסף לחוזה המכירה מול חח"י, הכוללים, בין היתר, לקוחות בדירוג גבוה. רוב חוזי המכירה ללקוחות הפרטיים הינם לתקופה של כ- 15 שנים, שמועד סיומם הינו בשנת 2028.

לאור האמור לעיל, להערכת מידרוג, לפרויקט תמר סיכון ביקושים נמוך עד לשנת 2020. אולם, החל משנת 2020 קיימת חשיפה ואי-וודאות בקשר עם היקף המכירה של מאגר תמר. על אף האמור, קיימים מספר גורמים הממתנים את סיכון הביקושים החל שנת 2020: (1) תחזית מכירות שמרנית; (2) מנגנון Lock-Up הדרגתי; (3) זכות חזרה לבעלי השליטה בהינתן פגיעה ביחסי הכיסוי NPV; (4) אפשרות לבצע מימון מחדש ושווי המאגר.

7.1.2. שחיקה במחירי הגז הטבעי מול לקוחות פרטיים

- ✓ הסכמי מכירת הגז הטבעי ללקוחות פרטיים הינם ארוכי-טווח (כ- 15 שנה).
- ✓ בהסכמי המכירה אל מול לקוחות מאגר תמר מעוגנים מחירי רצפה.

²¹ יש לציין כי הממונה על ההגבלים הוציא במהלך חודש אפריל 2014 שימוע אשר מתייחס, בין היתר, למועד שנקבע להארכת האופציה של חח"י. בהתאם לשימוע, עלול המועד שנקבע להידחות מאפריל 2015 ליוני 2016.



✓ פרויקט תמר הוגדר כמונופול ע"י הממונה על ההגבלים העסקיים, וככזה הינו חשוף לשינויים רגולטוריים. נכון למועד הדוח, הממונה על ההגבלים העסקיים כפה שינויים בקשר עם כמויות הגז הטבעי הנמכרות, לרבות משך תקופת הסכם מכירת הגז, בהסכמי הגז שנחתמו מול חח"י, דליה אנרגיות בע"מ ואדלטק בע"מ.

7.2 סיכון תפעולי

7.2.1 חדירת מי תצורה (formation water) למערכת ההפקה והשפעתם על הפרויקט

✓ ה- MEG משמש למניעת קפיאת מים המופקים מהמאגר עם הגז הטבעי, כחלק מתהליך ההפקה הרגיל, והווצרות הידרטים בצנרת. במקרה שהמים המופקים הינם חסרי מליחים (condensed water) ובכמויות מוגבלות יחסית, ניתן למחזר את ה- MEG לשימוש חוזר באמצעות הציוד הקיים כעת באסדה. עם זאת, כאשר המים הינם מליחים (formation water), ובכמויות גבוהות מיחזור נוזל ה- MEG מחייב הוספת מערכת MEG Reclamation Unit (להלן: "MRU"). להערכתנו, מערכת ה-MRU נדרשת רק לאחר שנת 2020, בהתאם למודלים הנדסיים החוזים את כמויות המים שיופקו מהמאגר ומליחותם.

✓ היועץ הטכני ציין כי סך ההשקעה ב-MRU אשר נלקח בחשבון במודל הפיננסי, הינו הולם ומתאים לתחזית ההפקה שנלקחה במודל הפיננסי.

7.2.2 אי-עמידה ביעד זמינות המושפע מהיבטים טכניים בפרויקט; תלות במפעילה נובל ובאיתנותה הפיננסית

✓ לשותפות תמר קיימת התחייבות חוזית, בכל הקשור לזמינות המאגר, אך ורק מול לקוחות המוגדרים כ-Tier 1, ואי-עמידה ביעדי זמינות ללקוחות אלו תוביל לקנסות. עם זאת, קיימת הסתברות קטנה כי לא תעמוד השותפות ביעדי זמינות מול לקוחות אלו וזאת מכיוון שהם בעלי עדיפות ראשונה בכל הקשור לאספקת הגז הטבעי מהמאגר.

✓ נוכחותה של חברת נובל כמפעיל הינה חשובה בהיותה מפעיל מנוסה ומיומן. נובל הינה בעלת הניסיון (בין היתר, לאור ניסיונה במאגר Mari-B, והעמדת הזמינות במאגר על 99% לאורך כל תקופת תפעולו) והמשאבים הדרושים לתכנון, הקמה והפעלת הפרויקט.

7.2.3 סיכון בטיחות אינהרנטי במתקן

✓ היועץ הטכני ציין, כי להערכתו, רמת בטיחות הפרויקט הקיימת, נכון למועד הדוח, הינה מספקת וכי כלל הגורמים הממתנים שנדרשו בעבר בקשר עם נהלי הבטיחות יושמו במלואם.

7.2.4 אירוע כוח-עליון המוכרז ע"י חח"י ולקוחות אחרים

✓ הגדרת כוח-עליון כוללת, בין היתר, תאונות במתקני ההפקה בתמר ובמתקני הולכת הגז או במתקני ייצור החשמל בקרב הלקוחות. רכיב זה ממתן, מחד, את החשיפה לאי-עמידה בכמויות ובאיכויות נדרשות מצד השותפים בפרויקט, אולם, מאידך, חושף את הפרויקט להכרזת כוח-עליון ע"י חח"י ולקוחות אחרים ואי-רכישת גז על ידיהם.

7.3 סיכון ביטוחי-אירועי חבלה

✓ תכנית פעולה במקרה חירום פותחה, בשיתוף עם הצוותים הבינלאומיים של נובל אנרג'י, המתעדכנת בהתאם לשינויים הנעשים בתפעול הפרויקט.



- ✓ היועץ הטכני מציין כי קיים צוות אבטחה ייעודי עבור התשתיות הימיות של הפרויקט. בנוסף, צוותי האבטחה של הפרויקט עובדים בשיתוף עם כוחות צה"ל המשמשים כחוליית אבטחה נוספת בקשר עם התשתיות הימיות של הפרויקט.
- ✓ היועץ הטכני ציין, כי נכון למועד הדוח, רמת האבטחה בפרויקט הינה טובה ביותר.

8. אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשמר או להעלות את הדירוג:

- חתימת הסכמי גז טבעי נוספים באופן אשר מפחית את סיכון הביקוש בפרויקט בטווח-הארוך
- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי כיסוי של הפרויקט
- החלטות רגולטוריות אשר יובילו ליציבותו או לשיפורו הכלכלי של הפרויקט, תוך מיתון אי-הוודאות הכרוכה בתפעולו

גורמים אשר עלולים להוריד את הדירוג:

- שחיקה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי, לרבות כתוצאה מכניסת ספקי גז טבעי מתחרים ושינוי בהיקף הפקת הגז הטבעי בפרויקט
- שינוי במבנה השליטה של מאגר תמר ו/או של מאגר לווייתן
- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט
- איכות לקוחות קצה בסיכון אשראי גבוה, או שאינם מדורגים, ואשר עשויים להשפיע לרעה על יחסי הכיסוי ואיתנות הפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט או דירוגו

9. השלמות

- מסמכי מימון חתומים
- חוות דעת משפטית חתומה בקשר עם המבנה המשפטי של העסקה
- דוח בדיקת נאותות למודל הפיננסי
- דוח יועץ טכני עדכני התומך בהשקעות ה-CAPEX של הפרויקט

10. מידע מקצועי רלוונטי

מתודולוגיית הדירוג: [מימון פרויקטים ותשתיות בישראל - דוח מתודולוגי](#)

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739.

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

14

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il