

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | אפריל 2025

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

robert.a@midroog.co.il

ניצן שחר

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני

nitzan.s@midroog.co.il

תומר דר

ראש צוות בכירה

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
תמר פטרו אגח א	1141332	A1.il	יציב	30.08.2028
תמר פטרו אגח ב	1143593	A1.il	יציב	30.08.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר, בין היתר, למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר מפעיל הפרויקט, Chevron Mediterranean Limited (להלן: "שברון"), (לשעבר: Noble Energy Mediterranean Ltd) הינו אחת מחברות האנרגיה הגדולות והמובילות בעולם ובעל ניסיון בינלאומי עשיר ורב בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית ארוכה (ההפעלה החלה בחודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) מלחמת חרבות ברזל עלולה להביא לגידול בסיכונים הגיאופוליטיים, השבתות וכן סיכון לפגיעה פיזית במאגר; (6) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (7) פעילותם של 3 מאגרי גז בשוק המקומי מייצרת תחרות, הממותנת בביקושים גבוהים בשוק המקומי ובמדינות שכנות; (8) בשנת 2024 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-14.27 BCM, בהשוואה לכ-13.7 BCM בשנת 2023 וכ-12.7 BCM בשנת 2022; (9) בשנת 2024 הופק ממאגר תמר גז טבעי בסך כ-10.09 BCM, זאת בהשוואה לשנת 2023 בה הופק גז טבעי בסך כ-9.17 BCM¹, מתוכם כ-6.7 BCM וכ-6.6 BCM, בהתאמה, סופקו לשוק המקומי; (10) היקפי ייצוא הולכים וגדלים, המחזקים את רווחיות החברה. בפרט, בשנים 2023 ו-2024 סופק ממאגר תמר, במסגרת חוזה הייצוא, גז טבעי בסך כ-2.6 BCM וכ-3.4 BCM, בהתאמה. בנוסף, בחודש פברואר 2024 חתמה החברה על תיקון להסכם הייצוא למצרים, המגדיל באופן משמעותי את היקפי המכירה למצרים בכ-43 BCM, כאשר הכמות השנתית המרבית הנוספת שהתחייבו לספק שותפי תמר תעמוד על כ-4.0 BCM. בד בבד, הסכמי הייצוא חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (11) השקעות CAPEX מהותיות צפויות, בעיקר בשנים הקרובות, לטובת פרויקטים להרחבת יכולות ההפקה וההולכה. השקעות אלו צפויות להגדיל באופן משמעותי את ההפקה השנתית מהמאגר, תוך הגדלת כמויות הייצוא למצרים, באמצעות הוצאתו לפועל של התיקון להסכם הייצוא. נציין, כי בעקבות מלחמת חרבות ברזל חלו עיכובים במועדים הצפויים להשלמת פרויקט ההרחבה; (12) הגידול ביכולות ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של החברה. נציין, כי בעקבות העיכובים בפרויקט ההרחבה חלה דחייה בגידול היקף ההפקה. הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים, מחד, מגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, וזאת בשל הסיכונים הגיאופוליטיים המשפיעים על ודאות מימוש החוזים. נציין, כי על אף שמלחמת חרבות ברזל הגבירה את הרגישות הגיאופוליטית, ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו, דבר המעיד על חוסן החוזים גם בסביבה מאתגרת; (13) מחיר הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלה בשנים 2024 ו-2023 בכ-1.2% ובכ-3.6%, בהתאמה; (14) גידול בהכנסות החברה בשנת 2024, אשר נבע בעיקר מעלייה בכמות הגז שנמכרה אל מול שנת 2023, בין היתר, עקב השבתת

¹ בהתאם לנתוני משרד האנרגיה והתשתיות: [דוח על הכנסות מאוצרות טבע](#) וכן [דוח סקירת משק הגז הטבעי לשנת 2023](#). נתונים אלו סוכמו בהתבסס על נתונים ומתודולוגיה של משרד האנרגיה ועל כן לעיתים ישנם פערים בין נתונים אלו לבין הנתונים אשר פורסמו על ידי ספקי הגז השונים.

² הנתון הינו בהתאם למקורות משרד האנרגיה. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים של תמר פטרוליום בע"מ הופקו ממאגר תמר כ-9.12 BCM בשנת 2023.

המאגר בעקבות מלחמת חרבות ברזל בשנת 2023; (15) התחזיות למחיר הממוצע של הגז הטבעי הנמכר מהמאגר ירדו מעט ביחס לתחזית במועד המעקב הקודם, בין היתר בשל התחזיות לירידה במחיר הברנט, אשר משפיע בעיקר על מחירי הגז המיוצא; (16) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay), רכיב התחייבותי תפעולי ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות; (17) הוצאות ה-CAPEX המשמעותיות צפויות להכביד על יחסי הכיסוי בטווח הזמן הקצר, אולם הם צפויים להתחזק בשנים הבאות; (18) קיומן של כרית ייעודית ומסגרת אשראי תומכים בשמירה על סביבת יחסי הכיסוי; (19) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט, לצד מדיניות חלוקת דיבידנדים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (20) מבנה החוב של האג"ח (סדרות א' ו-ב') מכיל רכיב בולט משמעותי, בהיקף כולל של כ-505 מיליון דולר בשנת 2028. סיכון המימון מחדש ממותן מעט לאור היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש וכן לאור התיקון להסכם חח"י, המאריך את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030, והתיקון להסכם הייצוא עם מצרים אשר יגדיל את כמויות מכירת הגז עד לשנת 2034; (21) היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר תמר, כאשר יתרות הגז הטבעי בתחילת שנת 2025 (בהתאם להערכת NSAI⁴ ונכון ליום 31.12.2024) הינן בהיקף כ-BCM 281.4 לפי קטגוריה 2P⁵ מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 207.5 לפי קטגוריה 1P⁶; (22) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר, לצד העדר קרן תחזוקה; (23) להערכת מידורג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. בעיקר בשל סיכוני פעילות חיפוש, פיתוח והפקת גז ובשל חשיפה למגמות אנרגיה נקייה. כמו כן, מידורג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, ומסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי, וכן חשיפה לסיכונים גיאופוליטיים. מבנה הבעלות של מאגר תמר לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר תמר לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר.

בתרחיש הבסיס של מידורג הנחנו כי שברון תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. אנו מניחים גידול בביקושים בשוק המקומי, זאת לצד כניסתו לתוקף של התיקון להסכם הייצוא למצרים, והגדלה משמעותית בכמויות הייצוא. בהתאם לתרחיש הבסיס, הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין BCM 15.0-16.5 בשנים 2025-2027, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן של גז טבעי תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 13.0 ל-BCM 19.0 בשנים אלו. אספקת הגז הטבעי השנתית הצפויה ממאגר תמר תעלה בהדרגה בשנים הקרובות מכ-BCM 10.1 בשנת 2024 ועד לכ-BCM 14.5 בשנת 2028. כמו כן, הנחנו כי יתרות הגז הטבעי במאגר, סמוך למועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-76% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-82% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2024 (על פי DCF). על פי תרחיש זה, ובהתבסס על תחזיות תזרים 1P, כולל הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, ומסגרת אשראי בהיקף של 35 מיליון דולר שתעמוד בתוקף עד לאמצע שנת 2026, יחסי הכיסוי הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.76⁷ וכ-1.45 (בשנת 2025). בהתאמה, יוחס הכיסוי LLCR המתואם⁸ המינימאלי יעמוד על כ-2.12 (בשנת 2025). בנוסף, הנחנו כי יתרות הנזילות הקיימות תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים באופן שמרני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות מזומנים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי או שימור מסגרת האשראי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.2.

³ בחודש יוני 2024 חתמה החברה על תיקון מספר 1 למסגרת האשראי, במסגרת התיקון הוארכה תקופת הזמינות של המסגרת עד לחודש יוני 2026 והיקף הפיקדון המשוועד לטובת הבנק במועד המשיכה עודכן להיקף של כ-14%, משיעור של כ-30%.

⁴ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁵ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁶ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁷ מחישוב זה הושמטו יחסי הכיסוי החל מיום 30.06.2027, היות ויחסים אלו כוללים שירות חוב שאינו מדורג, המבוסס על הנחת מימון מחדש של הבולט.

⁸ בהתאם למתודולוגיית מידורג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך בפרופיל הפיננסי של החברה ובהיקף חוזה ה-TOP, בצפי לגידול בהיקפי צריכת הגז הטבעי במשק המקומי ובהיקפי הייצוא.

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).⁹

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה
- עלייה משמעותית בשווי המאגר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בסביבת יחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית של החברה
- אי-שמירה על יתרות נזילות משמעותיות, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, מעבר לאלה שנלקחו בתרחיש הבסיס
- 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
- שינוי זהות הבעלים ומפעיל הפרויקט

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר עונה על צרכיה הלאומיים של מדינת ישראל והינו בעל חשיבות לאומית, אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. המאגר מאפשר עצמאות אנרגטית למשך עשרות שנים, מהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף עשוי, ביחד עם מאגר לוויין ומאגרי כריש-תנין, למצב את המדינה כספקית גז אזורית. השימוש בגז טבעי במשק הולך וגדל לאורך השנים, עד כדי שהגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בדלקים מזהמים, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

תפעול הפרויקט מושתת על ניסיונה של שברון, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (כ-12 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, שברון, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים. שברון מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר, המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. נציין, כי הפעלת ותחזוקת מאגר תמר מתבצעת במסגרת הסכם תפעול משותף ("JOA") בין כלל שותפי תמר. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

⁹ [דוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

מלחמת חרבות ברזל הביאה להשבתה זמנית של המאגר

מלחמת חרבות ברזל עלולה להביא לגידול בסיכונים הגיאופוליטיים, השבתות וכן סיכון לפגיעה פיזית במאגר. בפרט, ביום 07.10.2023, עם פרוץ מלחמת חרבות הברזל, קיבלה שברון המפעילה את הפרויקט, הודעה ממשרד האנרגיה כי בשל המצב הביטחוני היא נדרשת לעצור את פעילות הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר. בהמשך לאישור משרד האנרגיה המאגר חזר להפקה סדירה ביום 13.11.2023. נציין, כי מאז לא חלו השבתות מהותיות במאגר עקב המלחמה. בנוסף, לאור הימשכות המלחמה, אשר מגבילה, בין היתר, את זמינות הציוד והקבלנים הדרושים לביצוע העבודות, חלה דחייה בלוחות הזמנים שנקבעו לפרויקט ההרחבה, כמפורט בהמשך. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעות מלחמת חרבות ברזל על הפרויקט.

המלחמה הביאה לעיכובים בביצוע השקעות מהותיות בפרויקטים להרחבת כושר ההפקה ומערכות ההולכה

בחודש דצמבר 2022 קיבלו שותפי תמר החלטת השקעה סופית בשלב הראשון של פרויקט דו שלבי לשימור, פיתוח והרחבת יכולת ההפקה של פרויקט תמר ולשדרוג מערכות ההולכה לייצוא (להלן: "השלב הראשון של פרויקט ההרחבה"). שלב זה כולל השקעה בצינור הולכה שלישי מהבארות לאסדה, בתשתיות הימיות, באסדה ובמתקן הקבלה באשדוד. עלות הפרויקט נאמדת נכון למועד זה בכ-673 מיליון דולר (חלק החברה כ-113 מיליון דולר), אשר מהווה עליה מכ-617 מיליון דולר במועד המעקב הקודם, והוא צפוי להיות ממומן ממקורותיה העצמיים ותזרימי המזומנים השוטפים של החברה. נכון ליום 31.12.2024 הסתכמו סך ההשקעות בפרויקט בכ-551 מיליון דולר (חלק החברה כ-92 מיליון דולר), כאשר שיעור השלמת הפרויקט עומד על כ-85%. בנוסף, בחודש פברואר 2024 קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה נוספת לשדרוג המדחסים במתקן הקבלה באשדוד, בסכום כולל של כ-24 מיליון דולר (חלק החברה כ-4 מיליון דולר). השלמת השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים צפויים להסתיים עם תום 2025 (חלק המחצית הראשונה של שנת 2025 במועד המעקב הקודם) ומטרתם הגדלה של יכולת ההפקה היומית ממאגר תמר לעד כ-1.6 BCF¹⁰.

עם הגדלת כמויות ההפקה היומיות כאמור, תתאפשר גם הגדלת כמויות הייצוא, אולם לשם כך נדרש שדרוג מערכות ההולכה הבאות: (א) תחנת דחיסה בירדן (פרויקט FAJR+), הצפי המשוער להשלמת פרויקט FAJR+ הינו בתום המחצית השנייה של שנת 2026 (חלק המחצית הראשונה של שנת 2026 במועד המעקב הקודם). שברון חתמה על הסכם לפיו התחייבה להשתתף במימון פרויקט FAJR+ בסכום המוגבל בכ-341 מיליון דולר. בד בבד, התקשרה שברון בהסכם עם שותפי תמר, בין השאר, על בסיס גב-אל-גב להסכם ההשתתפות במימון, לפיו שותפי תמר, בין השאר, יישאו בסכום ההשתתפות במימון בתוספת עלויות ניהול הפרויקט על ידי שברון, בסכום שלא יעלה על 176.5 מיליון דולר (חלק החברה הינו כ-30 מיליון דולר)¹¹; (ב) תחנת דחיסה באזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור יבשתי מתחנה זו, עד בסמוך למעבר ניצנה (פרויקט ניצנה). השלמת פרויקט ניצנה, אשר טרם התקבל לגביו החלטת השקעה סופית, צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2028 (חלק המחצית הראשונה של שנת 2027 במועד המעקב הקודם). חלקם של שותפי תמר במימון פרויקט ניצנה מוערך בכ-194 מיליון דולר (חלק החברה כ-32.5 מיליון דולר). נציין, כי שותפי תמר נמצאים במו"מ להתקשרות בהסכם ההולכה עם נתג'ז, במסגרתו יקבעו, בין היתר, העקרונות להשתתפות שותפי תמר בפרויקט. היקף ועיתוי ההזרמה בכל אחת ממערכות ההולכה האמורות יושפע מאישורים רגולטוריים ומהחלטות יצואני הגז האחרים בנוגע להשתתפותם בהשקעות במערכות ההולכה. נציין, כי ביצוע הפרויקטים המתוארים לעיל, מביאים לעלויות CAPEX משמעותיות לחברה, אשר צפויות להסתכם בכ-63 מיליון דולר וכ-31 מיליון דולר בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה.

¹⁰ מאפשר יכולת מכירה שנתית של כ-15 BCM, בכפוף למגבלות הפקה וביקושים.

¹¹ כתוצאה מסקר הנדסי שהושלם בחודש נובמבר 2024 עודכנה תקרת תקציב הפרויקט (לרבות עלויות ניהול הפרויקט על ידי שברון) מכ-343 מיליון דולר לכ-353 מיליון דולר (100% פרויקט).

הגידול הצפוי בהיקפי ההפקה והייצוא משפר את רווחיות המאגר, לצד ירידה מסוימת בוודאות תזרימי המזומנים

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹² בשנת 2024 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש, BCM 27.38, זאת ביחס לכ- BCM 25.28¹³ שהופקו בשנת 2023, המשקפים גידול של כ-8%. בפרט, מאגר תמר הפיק כ- BCM 10.09 בשנת 2024, זאת לעומת כ- BCM 9.17¹⁴ בשנת 2023. הגידול בכמויות נובע בעיקרו בשל הפסקת ההפקה בחודש אוקטובר 2023 עקב מלחמת חרבות ברזל. בד בבד, בשנת 2024 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ- BCM 14.27, מתוכם כ- BCM 6.7 סופקו ממאגר תמר, כ- BCM 1.61 סופקו ממאגר לווייתן, וכ- BCM 5.96 סופקו ממאגר כריש¹⁵. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ- BCM 13.72 בשנת 2023 (גידול של כ-4%). הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. במקביל, היקף הייצוא של הגז הטבעי למצרים וירדן הסתכם בשנת 2024 בכ- BCM 13.1, מתוכם כ- BCM 3.4 סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ- BCM 11.6 בשנת 2023, כאשר כ- BCM 2.6 מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר.

הגידול ביכולת ההפקה של מאגר תמר, באמצעות ביצוע השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים, לצד שדרוג מערכות ההולכה וחתומה על התיקון להסכם הייצוא, כמפורט לעיל, הביאו לגידול משמעותי בתחזיות ההפקה והמכירה השנתיות. בשנים 2025-2028 צפויה ההפקה מהמאגר לצמוח בהדרגה עד לכ- BCM 14.5 לשנה, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה. בד בבד, היקפי הייצוא ממאגר תמר צפויים גם הם לצמוח באופן משמעותי. נציין, כי הגידול ביכולת ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של החברה. בד בבד, הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים, מחד, מגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, בשל הסיכונים הגיו-פוליטיים וודאות מימוש החוזים. בהקשר זה נציין, כי על אף שמלחמת חרבות ברזל הגבירה את הרגישות הגיו-פוליטית, ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו, דבר המעיד על חוסן החוזים גם בסביבה מאתגרת. בנוסף, דירוגן של ירדן¹⁶ ומצרים¹⁷ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות, כאשר החשיפה לדירוג ירדן פחות מהותית, לאור היקפי המכירות הנמוכים.

פעילותם של 3 מאגרי גז בשוק המקומי מייצרת תחרות, הממותנת בביקושים גבוהים בשוק המקומי ובמדינות שכנות

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2019 כשוק מונופוליסטי, עובר תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, עם הפקת גז מרבית של כ- BCM 12 בשנה¹⁸), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. בד בבד, בחודש פברואר 2024, החלה הפקת גז ראשון ממאגר כריש צפון, אשר צפוי להגיע בשנים הקרובות ליכולת הפקה של כ- BCM 7.5, בשנה. סך הפקת הגז המשקית של המאגרים תמר, לווייתן וכריש, צפויה לעלות באופן משמעותי מכ- BCM 27 בשנת 2024 ועד לכ- BCM 37 בשנת 2028, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה. על אף פוטנציאל ההפקה הגבוה של שלושת המאגרים יחד, מיקוד המכירות הגיאוגרפי שונה מעט בין המאגרים. בפרט, מאגר לווייתן מוטה ייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשיעור נמוך יחסית לשוק המקומי, בעוד מאגר תמר מוכר כיום כ-66% מהכמויות המופקות לשוק המקומי, לצד היקפי ייצוא שעתידיים לגדול בשנים הבאות. לעומתם, מאגר כריש מוכר, נכון למועד הדוח, ללקוחות מקומיים בלבד. להערכתנו קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמר ולווייתן, בהיקפים

¹² דוח על הכנסות מאצרות טבע וכן דוח סקירת משק הגז הטבעי לשנת 2023, משרד האנרגיה והתשתיות.

¹³ נתוני משרד האנרגיה סוכמו בהתבסס על נתונים ומתודולוגיה של משרד האנרגיה ועל כן יתכן כי ישנם פערים בין נתונים אלו לבין הנתונים אשר פורסמו על ידי ספקי הגז השונים.

¹⁴ הנתון הינו בהתאם למקורות משרד האנרגיה. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים של תמר פטרוליום בע"מ, הופקו ממאגר תמר כ- BCM 9.12 בשנת 2023.

¹⁵ הנתון הינו בהתאם למקורות משרד האנרגיה. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים של תמר פטרוליום בע"מ, וניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת, סופקו ממאגר כריש ולווייתן כ- BCM 5.7, וכ- BCM 1.48, בהתאמה, בשנת 2024.

¹⁶ ירדן מדורגת בדירוג Ba3 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁷ מצרים מדורגת בדירוג Caa1 באופק חיובי ע"י Moody's.

¹⁸ ביום 29.06.2023 קיבלו שותפי לווייתן החלטת השקעה סופית לביצוע שלב וא' - פרויקט צינור הולכה שלישי, הצפוי להגדיל את יכולת ההפקה השנתית של המאגר לכ- BCM 14, החל משנת 2026. שלב וב', אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל, צפוי להביא ליכולת הפקה שנתית של כ- BCM 21.

משמעותיים, על מנת לשמור על יציבות הענף. כלומר, במידה ולא ימומשו במלואם חוזי הייצוא, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות.

עלייה בהכנסות החברה וכן גידול במחיר הגז הטבעי הממוצע

בשנת 2024 הסתכמו הכנסות החברה נטו (בניכוי תמלוגים) לסך של כ-263 מיליון דולר, לעומת סך של כ-234 מיליון דולר אשתקד, עלייה של כ-12.5%. הגידול בהכנסות נבע מעלייה של כ-10.6% בכמות הגז שנמכרה בשנת 2024 לעומת שנת 2023, וכן גידול של כ-1.2% במחיר הגז הטבעי הממוצע שנמכר. בפרט, סך המכירות לייצוא הסתכם בכ-126 מיליון דולר, גידול של כ-31.4% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר היקף הייצוא למצרים בלבד הסתכם בכ-38% מכלל ההכנסות. כמו כן, היקף המכירות לחברת החשמל עמד על כ-37% מכלל הכנסות החברה ואילו היקף המכירות לתחנת הכח דליה עמד על כ-9% מכלל ההכנסות.

נציין, כי התחזיות למחיר הממוצע של הגז הטבעי הנמכר מהמאגר ירדו מעט ביחס לתחזית במועד המעקב הקודם, בין היתר, על רקע התחזיות לירידה במחיר הברנט. עם זאת המחירים צפויים לעלות עם השנים, במקביל לעלייה בשיעור הייצוא מסך כמויות ההפקה במאגר, לאור העובדה כי מחיר זה גבוה ביחס למחירי הגז בשוק המקומי, זאת לצד סביבת האינפלציה הגבוהה באופן יחסי.

מחלוקת מול רשות המיסים בנוגע לגובה היטל רווחי נפט וגז

על פי פרסומי שותפות תמר, קיימות מחלוקות בין לבין רשות המיסים ביחס לדוחות ההיטל של פרויקט תמר לשנים 2013-2022. להערכת החברה, ככל שעמדת רשות המיסים תתקבל במלואה, סכום ההוצאה הנוספת שתירשם בדוחות הכספיים ליום 31.12.2024 נאמד בכ-42 מיליון דולר כולל ריבית והצמדה¹⁹. להערכת החברה, הסיכוי שעמדת בעלות הזכויות בתמר תתקבל, עולה על הסיכוי כי תידחה. כמו כן, להערכתה, יתרות המזומנים הקיימות מספיקות על מנת להתמודד עם חשיפות תזרימות הקשורות להיטל.

הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח הכוללים Take Or Pay, רכיב התחייבות תפעולי ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ו/או רכיב התחייבות תפעולי בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. היקף הרכיב ההתחייבותי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר, הינו משמעותי מאד, ועומד על ממוצע של כ-79% עד לשנת 2028. להערכתנו, מנגנוני ההתחייבות החוזית, מחיר הרצפה וההצמדות השונות תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרימי המזומנים.

עסקאות בין בעלי מניות בחברה

בחודש פברואר 2025 התקבל בחברה מכתב מאת מר אהרון פרנקל (המחזיק בכ-24.96% ממניות החברה), לפיו ביום 31.01.2025 נחתם הסכם מותנה בין State Oil Company Of Azerbaijan - חברת הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן (להלן: "SOCAR") לבין חברת Union Energy & Systems Operations Malta Ltd (להלן: "Union"), חברה בבעלות מלאה של אהרון פרנקל, המחזיקה בשרשור ב-14.5% במאגר תמר, להקצאת מניות ב-Union (להלן: "ההסכם ההקצאה"). עם השלמת ההסכם, כ-48% מהון המניות של Union ירכשו על ידי SOCAR, בתמורה שנקבעה בהסכם. נציין, כי השלמת ההסכם תלויה בתנאים מתלים, ובהם קבלת אישור דירקטוריון של הצדדים ואישורים רגולטוריים בארץ ובעולם. בנוסף, מצוין במכתב כי לאחר השלמת הסכם ההקצאה, ייחתם וייכנס לתוקף יבוצע הסכם נוסף בין חברה בבעלות מר אהרון פרנקל ל-SOCAR, למכירת מניות של החברה, בתמורה לסך של 153.3 מיליון דולר. כמות המניות שתימכר תהווה במועד כניסת ההסכם לתוקף כ-17.9% מהון המניות של החברה.

¹⁹ בחודש נובמבר 2021 פורסם ברשומות תיקון מס' 3 לחוק מיסוי רווחים ממשאבי טבע, התשפ"ב-2021, המתקן את החוק בעיקר בנושאים של אכיפה וגביה. התיקון מאפשר, בין השאר, הקדמת תשלום של 75% מהיטל שני במחלוקת למועד החלטת פקיד השומה בהשגה שהוגשה לו על שומה לפי מיטב השפיטה.

ניתוח יחסי הכיסוי הצפויים בפרויקט

בהתאם לשטרי הנאמנות שלה, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה, לא יפחת מיחס של 1.05. יציין, כי בחישוב יחס זה יילקחו בחשבון סכומים עודפים אשר יהיו בחשבון הכרית הייעודי ובמסגרת האשראי, עליה פורט לעיל. נכון ליום 31.12.2024 עמדו יחסי הכיסוי ההיסטוריים²⁰ והעתידי על כ-1.97 וכ-1.34, בהתאמה. נציין, כי במועד המעקב הקודם, יחס הכיסוי העתידי ליום 31.12.2024, אשר נחזה באמצעות המודל הפיננסי, עמד על כ-1.58. עיקר הפערים נובעים בשל ירידה בתחזית ההפקות, עיכובים בפרויקט ההרחבה, וכן הנחות לגבי תשלומי היטל.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המתבסס על תחזיות תזרים²¹ 1P, וכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, ומסגרת אשראי בהיקף של 35 מיליון דולר שתעמוד בתוקף עד לאמצע שנת 2026, יחסי הכיסוי הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.76²² וכ-1.45 (בשנת 2025). בהתאמה, יחס הכיסוי LLCR המתואם²³ המינימאלי יעמוד על כ-2.12 (בשנת 2025). נציין, כי הירידה המסוימת בתחזיות ההפקה ובמחירים עד לשנת 2028 וכן העלייה בהוצאות הצפויות לפרויקט ההרחבה, בהשוואה לתחזית במועד המעקב הקודם (כמפורט מעלה), הביאה לירידה ביחסי הכיסוי החזויים, בנטרול הכרית הייעודית ומסגרת האשראי, אולם הארכת תוקף מסגרת האשראי עד ליוני 2026, צפויה לגשר על הפערים שנוצרו ובכך להשאיר את סביבת יחסי הכיסוי דומה לסביבה שנחזתה במועד המעקב הקודם. יש לציין, כי דחיות נוספות ו/או התייקרויות נוספות בתוכניות ההשקעה של החברה, עלולות להשפיע לשלילה על יחסי הכיסוי. כמו כן, נדגיש, כי לירידה במחירי הברנט השפעה שלילית על הכנסות מחוזי הייצוא, אשר מוצמדים למחירי הברנט. השפעה זו, בהינתן הירידה האחרונה במחיר הברנט, מגבירה את חוסר הוודאות ועשויה לפוגע במחיר הגז הממוצע שנמכר וביחסי הכיסוי של החברה.

יתרות נזילות עודפות לצד מדיניות חלוקת עודפים שמרנית בטווח הקצר-בינוני

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לחודש מרץ 2025 עומדות לרשות יתרות נזילות משמעותיות, זאת בנוסף לסכום הנמצא בכריות הביטחון, אשר הועמדו מתוקף שטרי הנאמנות של סדרות א' ו-ב'. יתרה מכך, הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות אשר הולמות את רמת הדירוג, ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית לאורך חיי אגרות החוב, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות מזומנים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי או שימור מסגרת האשראי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.2. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, עלולה לפגוע באופן משמעותי בדירוג החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש בשנת 2028, הממותן מעט לאור תיקון ההסכם מול חח"י ותיקון הסכם הייצוא

מבנה החוב הכולל תשלום חוב מהותי באוגוסט 2028 מייצר סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. במועד המימון מחדש תעמוד יתרת החוב הכולל של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') על כ-505 מיליון דולר. נציין, כי כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש צפוי להסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר מול חברת החשמל (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). בפרט, תיקון ההסכם מול חח"י והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח"י. בנוסף, התיקון להסכם הייצוא יגדיל את היקף המכירות השנתיות למצרים בכ- BCM 4 נוספים עד לשנת 2034. זנב מעין זה, אשר איננו נפוץ בפרויקטים מסוג דומה, מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש

²⁰ מחושב לצורך עמידה בתנאים הפיננסיים לחלוקת דיבידנד.

²¹ נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P.

²² מחישוב זה הושמטו יחסי הכיסוי החל מיום 30.06.2027, היות ויחסים אלו כוללים שירות חוב שאיננו מדורג, המבוסס על הנחת מימון מחדש של הבולט.

²³ בהתאם למתודולוגיית מידרוג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

צפויות לעמוד על כ-76% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-82% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2024 (על פי DCF). להערכת מידורג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני הקרנות הייעודיות המעוגנים בשטרי הנאמנות, ממתנים גם הם את הסיכון, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

היעדר קרן תחזוקה

בהתאם לשטרי הנאמנות של החברה לא נכלל מנגנון עבור צבירת קרן ביטחון לתחזוקה כבדה. קרן ביטחון לתחזוקה כבדה הינה רכיב מהותי במימון פרויקטים, ומעניקה לפרויקט נזילות עודפת בקשר עם עלויות תחזוקה נדרשות. היעדר קרן תחזוקה בפרויקט נלקחה בחשבון במסגרת הדירוג. נציין, כי בפרויקט קיים חשבון קרן הוצאות, אליו מפקידה החברה כספים באופן וולונטרי ובהתאם לשיקול דעתה. כספים אלו משמשים, בין היתר, גם להוצאות תחזוקה שוטפת ולהשקעות.

היעדר בידוד משפטי מלא בקשר עם הפעלת ותחזוקת הפרויקט

בשונה מן הנהוג במימון פרויקטלי, הפעלת ותחזוקת מאגר תמר מתבצעת במסגרת JOA בין כלל שותפי תמר, ולא באמצעות התקשרות מול קבלן תפעול חיצוני הכולל עלויות קבועות והעברת סיכונים תפעול נוספים למתפעל. מבנה זה אינו מאפשר בידוד משפטי מלא בקשר עם תפעול ותחזוקת הפרויקט, ומייצר חשיפה מסוימת של הפרויקט לסיכונים תפעוליים (למשל, סיכון של עליה בהוצאות הפעלה, תביעות, קנסות נזקים והפסדים). עם זאת, להערכתנו, סיכון זה ממותן במידה רבה לאור היותה של שברון אחת משותפי תמר (מפעילת הפרויקט), דבר המגדיל את זהות האינטרסים לביצועים מיטביים. בד בבד, לדברי החברה, הפעלת הפרויקט באמצעות מתפעל פנימי מאפשרת חיסכון בעלויות התפעול. כמו כן, שברון הינה חברה גלובלית מובילה בעלת ניסיון רב בתחום הפקת הגז. במסגרת ה-JOA קיימים מנגנונים ייעודיים אשר מסדירים את אופן ההתחשבות עם שברון, זכויותיה וחובותיה. כמו כן, במסגרת ה-JOA נקבעו הליכים לאישור תוכניות עבודה והרשאות להוצאות. נציין, כי מבנה תפעולי זה תואם את דרישות הדין בישראל לפיהם מפעיל "נכס הנפט" צריך להיות חלק מבעלי הזכויות בחזקה.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידורג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. כמו כן, בשנים האחרונות מתקיימים מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס דלקים מאובנים (פוסיליים), אשר, להערכתנו, תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון לפעילות החברה בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבע, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות גז משמעותיות במאגר תמר. בד בבד, מידורג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. רגישות זו ממותנת במידה רבה, להערכתנו, בחתימה על הסכמי TOP ארוכי טווח וכן במנגנון של מחירי רצפה חוזיים. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי, הממותנים באופן מסוים על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. בנוסף, החברה תלויה בהון אנושי מקצועי. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאופוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים בטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה. נציין, כי על אף מלחמת חרבות ברזל ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו.

מבנה הבעלות של מאגר תמר לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר תמר לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר. בנוסף, לשותפי מאגר תמר, לרבות החברה, חשיפה מהותית לסיכונים סייבר מעצם היות המאגר נכס אסטרטגי לאומי. נציין, כי למפעיל הפרויקט מדיניות סייבר מוגדרת בהתאם להנחיית מערך הסייבר הלאומי.

אודות החברה

החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר 2015 כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 2 ביולי 2017 נחתם הסכם מכר מותנה בין ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (לשעבר: "דלק קידוחים, שותפות מוגבלת") 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 תמר ודלית (להלן: "החזקות") 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 לאותו המועד), לניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת²⁴. כמו כן, ביום 14 למרץ 2018 הושלם הסכם המכר עם חברת נובל אנרג'י לרכישת זכויות בשיעור של 7.5% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-43.5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה²⁵). החברה מוחזקת על ידי בעלי עניין פרטיים, מר אהרן פרנקל, מר אליהו עזור ומר מרדכי בן משה, בשיעורים (נכון ליום 31.3.2025) של כ-24.96%, כ-24.92% וכ-6.95% בהתאמה, וכן על ידי קופות גמל ופנסיה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ בשיעור של כ-12.44% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-30.7%. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק של 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. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראל מקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), תמר פטרוליום (16.75%), 1 Mubadala Energy (Tamar) RSC LTD (11%), Tamar Investment 2 Limited (11%) (חברה בשליטתו של מר אהרון פרנקל), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) Union Energy & Systems 2 Ltd (3.5%). בהתאם להערכת NSAI²⁶ לתום שנת 2024, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-281.4 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-207.5 BCM לפי קטגוריה 1P.

מטריצת הדירוג^[1]

חוב בכיר - תחזית מידרוג			
קטגוריה	פרמטרים	מידה	ניקוד
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	---	Aa.il
	יכולת חיזוי תזרים מזומנים נטו	---	Aa.il
	טכנולוגיה ותפעול	---	Baa.il
סיכון תפעולי	השקעות הון	---	Baa.il
	היסטוריה תפעולית	---	Aa.il
	ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	---	A.il
יחסי כיסוי	DSCR	1.76	A.il
	ניקוד לאחר התאמות		A.il
דירוג נגזר			
Aa3.il			
דירוג בפועל			
A1.il			

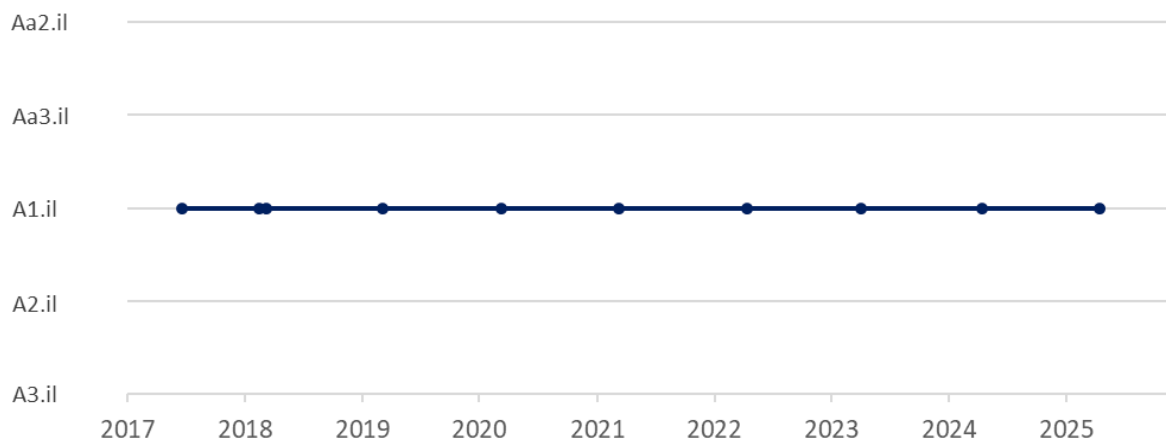
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

²⁴ המניות שהוקצו לניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת נמכרו על ידה בחודש אפריל 2021.

²⁵ המניות שהוקצו לנובל אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אוקטובר 2018.

²⁶ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תמר פטרוליום בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג מימון פרויקטים - דוח מתודולוגי, פברואר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

16.04.2025	תאריך דוח הדירוג:
16.04.2024	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 גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.