

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ¹

מעקב | מרץ 2026

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

robert.a@midroog.co.il

אלון כהן

אנליסט, מעריך דירוג משני

alon.c@midroog.co.il

איריס שדה אור, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

iris.s@midroog.co.il

¹ ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ.

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

שם הסדרה	מספר ני"ע	דירוג	אופק	מועד פירעון
תומר אנרגיה אגח א	1147479	Aa3.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"), 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) סיכונים גיאופוליטיים עלולים להוביל לעלייה בסיכונים לפרויקט, כגון: השבתות, וכן סיכון לפגיעה פיזית במאגר; (6) מדיניות משרד האנרגיה לצמצום ייצור החשמל מפחם, יחד עם המשך הגידול באוכלוסייה והעלייה הגוברת בצריכת החשמל תומכים בביקוש לגז 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- BCM² 14.27, בהשוואה לכ- BCM 13.7 בשנת 2023 וכ- BCM 12.7 בשנת 2022; (9) בשנת 2024 הופק מהמאגר גז טבעי בסך כ-10.09 BCM, זאת בהשוואה לשנת 2023 בה הופק גז טבעי בסך כ- BCM³ 9.17, מתוכם כ- BCM 6.7 וכ- BCM 6.6, בהתאמה, סופקו לשוק המקומי; (10) היקפי ייצוא הולכים וגדלים, המחזקים את רווחיות החברה. בפרט, בשנים 2024 ו-2023 סופק ממאגר תמר, במסגרת חוזה הייצוא, גז טבעי בסך כ- BCM 3.4 וכ- BCM 2.6, בהתאמה; (11) הגידול ביכולות ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של החברה. העלייה הניכרת בשיעורי הייצוא צפויה, מחד, להגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגרת באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, וזאת בשל סיכונים גיאופוליטיים המשפיעים על ודאות מימוש החוזים. נדגיש, כי על אף שמלחמת חרבות ברזל הגבירה את הרגישות הגיאופוליטית, ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו, דבר המעיד על חוסן החוזים גם בסביבה מאתגרת; (12) עדכון כלפי מטה של תחזיות מחירי הברנט משליך לשלילה על מחירי הגז המיוצא ובהתאם גם על מחיר הגז הממוצע; (13) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay), רכיב התחייבותי תפעולי ומחירי רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות; (14) היקפן המשמעותי של עתודות גז טבעי במאגר תמר; (15) דירוג החברה מושפע, בניסיונות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס; (16) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרת במישורן משורת ההכנסות ברוטו של השותפים השונים במאגר תמר, ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה⁴; (17) מבנה החוב מכיל רכיב בולט בשנת 2028, היוצר לחברה חשיפה לסיכון מימון מחדש במועד זה. עם זאת, הסיכון ממותן במידה מסוימת בזכות היקפן המשמעותי של עתודות הגז במאגר, וכן הודות למנגנוני ה-Lock Up הקיימים בפרויקט;

² בהתאם לנתוני משרד האנרגיה והתשתיות: [דוח על הכנסות מאוצרות טבע](#). 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.

³ 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.

⁴ להוצאות ו/או לעלויות תפעול המאגר קיימת השפעה על גובה ההיטל שתשלם החברה וכן על עיתויו. לפיכך, גידול בהוצאות ו/או בעלויות המאגר בשנים הקרובות, על ידי שותפי תמר, צפוי למתן את שיעור ההיטל החל על החברה.

(18) תיקון ההסכם מול חברת החשמל לישראל בע"מ⁵ (להלן: "חח"י") ותיקון הסכם הייצוא תומכים בשירות החוב; (19) הסכומים בכריות הביטחון לשירות החוב עומדים על מלוא היקף שירות החוב הקרוב ואף למעלה מכך; (20) יחסי כיסוי הנתמכים ביכולת החברה להביא בחשבון את עודפי כרית הביטחון כחלק מחישוב היחסים; (21) נכון ליום 30.09.2025 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי על כ-1.35 ויחס הכיסוי ADSCR היסטורי ליום 30.06.2025 עמד על 1.48; (22) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה-בינונית, כאשר מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. בד בבד, מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות גיא-פוליטית, היכולה להביא להגברת סיכונים ביטחוניים ואחרים, בין היתר, וכן מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות בתחומי הממשל התאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הנשען על הנחות ה-DCF⁶ בתרחיש 1P⁷, ולאחר נטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו יחסי הכיסוי הממוצע והמינימלי החזויים על כ-1.42⁸ וכ-1.10 (בשנת 2026), בהתאמה. נציין, כי החברה איננה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על איתנות הפרופיל הפיננסי של החברה, בהיקף משמעותי של חוזי TOP, בצמיחה צפויה בביקוש לגז טבעי בארץ ובייצוא, וברמות נזילות גבוהות התומכות ביציבות החברה.

מבצע "שאגת הארז" שהחל ב- 28 בפברואר 2026 הוביל לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, סגירת התנועה האווירית האזרחית, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן גיוס מילואים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה והשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- שחיקה מהותית 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 בכוחם להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של מאגר תמר
- הגברת התחרות באופן אשר יוביל 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

⁵ מידרוג מדרגת סדרות אג"ח של חברת החשמל לישראל בע"מ בדירוג Aaa.il באופק דירוג יציב.

⁶ דוח עתודות ונתוני תזרים מהוון מעודכנים בחזקת תמר, נכון ליום 31.12.25.

⁷ במהלך שנות הפירעון החוב אין הבחנה בין תרחיש 1P ו-2P, מאחר שקצב ההפקה בתקופה זו זהה בשני התרחישים.

⁸ הממוצע חושב עד ליום 30.09.2027, שכן החל ממועד זה יחסי הכיסוי גבוהים באופן חריג. בהתאם להוראות שטר הנאמנות, בתחשיב יחסי הכיסוי לא נכלל תשלום הקרן הסופי (בולט), ומשך היחסים משקפים שירות חוב על בסיס ריבית בלבד.

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 לווייתן 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 31.03.2013, 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 בין כלל שותפי תמר. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

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"). השלב הראשון של פרויקט ההרחבה כולל השקעה בצינור הולכה שלישי מהבארות לאסדה, בתשתיות הימיות, באסדה ובמתקן הקבלה באשדוד. נכון לחודש פברואר 2026 הושלם השלב הראשון של פרויקט ההרחבה. נכון למועד דוח זה, טרם הושלם שדרוג המדחסים במתקן הקבלה באשדוד, אשר ביחד עם השלב הראשון של פרויקט ההרחבה צפוי להביא לגידול ביכולת ההפקה היומית המירבית מפרויקט תמר לעד של כ-1.6 BCF ליום⁹.

לצורך ייצוא כמויות גז נוספות משמעותיות מפרויקט תמר, נדרש שדרוג של מערכות ההולכה לייצוא, באמצעות השתתפות במימון ושימוש בקיבולות מערכות ההולכה הבאות (להלן: "שדרוג מערכות ההולכה לייצוא"): (א) תחנת דחיסה בירדן (הקמה ותפעול על ידי חברת הולכת הגז שם) (להלן: "פרויקט שדרוג מערכת ההולכה מחוץ לישראל"); (ב) תחנת דחיסה באזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור יבשתי מתחנה זו עד בסמוך למעבר ניצנה (הקמה ותפעול על ידי נתג'ז) (להלן: "פרויקט ניצנה"). המועד המשוער להשלמת פרויקט שדרוג מערכת ההולכה מחוץ לישראל הינו במחצית השנייה של שנת 2026, ואילו המועד המשוער להשלמת פרויקט ניצנה הינו במחצית השנייה של שנת 2028. נכון למועד הדוח, שותפי תמר התקשרו במערכת הסכמים בנוגע להשתתפותם במימון הפרויקטים בקשר עם שדרוג מערכות ההולכה מחוץ לישראל והולכת הגז ובנוגע להקמת פרויקט ניצנה והולכת הגז, כאשר מערכת ההסכמים נחתמה בחודשים ספטמבר 2024 ואוקטובר 2025, בהתאמה. נדגיש, כי החברה זכאית לתמלוג על, ומשכך אינה נושאת בכל עלויות חיפוש, פיתוח או הפקה מכל סוג, החלות על בעלי הזכויות בנכס הגז.

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

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה והתשתיות¹⁰ בשנת 2024 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש, BCM 27.38, זאת ביחס לכ-25.28 BCM שהופקו בשנת 2023, המשקפים גידול של כ-8%. פרט, מאגר תמר הפיק כ-10.09 BCM בשנת 2024, זאת לעומת כ-9.17 BCM 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 ייצוא) והסתכמה בכ-14.27 BCM, מתוכם כ-6.7 BCM סופקו ממאגר תמר, כ-1.61 BCM סופקו ממאגר לווייתן, וכ-5.96 BCM סופקו ממאגר כריש. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-13.72 BCM בשנת 2023 (גידול של כ-4%). הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל

⁹ מאפשר יכולת מכירה שנתית של כ-15.1 BCM, בכפוף למגבלות הפקה וביקושים.

¹⁰ [דוח על הכנסות מאצרות טבע](#), משרד האנרגיה והתשתיות.

לצד הפחתת השימוש בפחם. במקביל, היקף הייצוא של הגז הטבעי למצרים וירדן הסתכם בשנת 2024 בכ-13.1 BCM, מתוכם כ-3.4 BCM סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-11.6 BCM בשנת 2023, כאשר כ-2.6 BCM 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 וחימום על התיקון להסכם הייצוא, כמפורט לעיל, הביאו לגידול משמעותי בתחזיות ההפקה והמכירה השנתיות. בשנים 2025-2028 צפויה ההפקה מהמאגר לצמוח בהדרגה עד לכ-14.1 BCM לשנה, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה לייצוא. 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 סיכונים גיאופוליטיים וודאות מימוש החוזים. בהקשר זה 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. בנוסף, דירוגן של ירדן¹¹ ומצרים¹² חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות, כאשר החשיפה לדירוג ירדן פחות מהותית, לאור היקפי המכירות הנמוכים.

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

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוני בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבות 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. 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.

חשיפה תזרימית פוטנציאלית בעקבות תיקון לחוק מיסוי רווחים ממשאבי טבע

ביום 10.11.2021 אישרה הכנסת את תיקון מספר 3 לחוק מיסוי רווחים ממשאבי טבע, אשר קובע, בין היתר, כי חייב בתשלום היטל אשר הגיש ערעור על צו היטל שהוצא לו, יחויב בתשלום של 75% מיתרת גובה ההיטל שבמחלוקת שהוגש לגביו ערעור לבית המשפט (עוד לפני בירור המחלוקת בבית המשפט). תיקון זה עשוי להציב את החברה בפני חשיפה תזרימית, העלולה להיווצר כתוצאה מחיוב בתשלום בגין ערעור שהוגש. כך למשל, בחודש פברואר 2023 שילמה החברה לרשות המיסים 75% מסך ההיטל שהיה במחלוקת בגין שנת 2020, בסך של כ-1.5 מיליון דולר (כולל הפרשי הצמדה וריבית). יצוין, כי סכום זה נבע הן ממחלוקות בגין שנת 2020 והן ממחלוקות בגין השנים 2019-2013.

לעניין זה יפורט, כי נדונו מספר מחלוקות בין מיזם תמר לבין רשות המיסים ביחס לדוחות ההיטל של מיזם תמר לשנים 2013-2020, במסגרת הליכי ערעור שהתנהלו בבית המשפט המחוזי בת"א, וכן בהמשך לשומות היטל לפי מיטב השפיטה שהוציאה רשות המיסים למיזם תמר לשנים 2021-2022 והשגות שהוגשו כנגד שומות אלו. ביום 22.02.26 נחתם הסכם בין רשות המיסים לבין שברון (המשמשת כמפעילת המיזם והשותף המדווח של המיזם על פי החוק), בשם כל השותפים בפרויקט תמר ביחס לשנות המס 2013-2022 (להלן: "שנות ההסכם הכולל") על הסכמה לתיקון דוחות ההיטל לשנים 2023-2024 (להלן: "שנות ההסכמה לתיקון"), לפיו הוסדרו כלל המחלוקות לשנות ההסכם הכולל וכן הגיעו הצדדים כאמור להסכמות על חלק מהסוגיות שהייתה קיימת לגביהן מחלוקת עקרונית עם רשות המיסים בגין שנות ההסכמה לתיקון. להערכת החברה, סכום התשלום הנוסף בגין שנות ההסכם הכולל ושנות ההסכמה לתיקון הינו כ-6.8 מיליון ₪ (כ-2.2 מיליון דולר בהתאם לשער היציג ליום 26.02.2026) כולל הפרשי הצמדה וריבית. להערכת החברה, בדוחות הרבעון השלישי לשנת 2025 ישנה הפרשה מספקת בגין הסכום האמור.

¹¹ ירדן מדורגת בדירוג Ba3 באופק יציב ע"י Moody's.

¹² מצרים מדורגת בדירוג Caa1 באופק חיובי ע"י Moody's.

ניתוח יחסי כיסוי

בהתאם לשטר הנאמנות, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה¹³, לא יפחת מיחס של 1.05. יצוין, כי בחישוב זה יילקחו בחשבון סכומים עודפים בחשבון כרית הביטחון. בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, נכון ליום 30.09.2025 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי על כ-1.35 ובנטרול העודפים בכרית הביטחון עמד על כ-1.17, זאת בהשוואה ליחסים אשר נחזו למועד זה במועד המעקב הקודם, אשר עמדו על כ-1.38 ובנטרול הכרית על כ-1.21.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הנשען על הנחות ה-DCF בתרחיש 1P ולאחר נטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו יחסי הכיסוי הממוצע והמינימלי החזויים על כ-1.42¹⁴ וכ-1.10 (בשנת 2026), בהתאמה. נציין, כי החברה איננה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג. 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.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר ומנגנון Lock Up

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב כ-40 מיליון דולר. בהתאם להערכת NSAI ליום 31.12.2025, בתחילת שנת 2025 למאגר תמר יתרות גז משמעותיות בהיקף של כ-271.4 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-195.9 BCM לפי קטגוריה 1P. בד בבד, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש ביחס ליתרות הגז בתחילת שנת 2026 צפויות לעמוד על כ-80% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-85% לפי קטגוריה 2P.

בנוסף, בהתאם לשטר הנאמנות קיים מנגנון Lock Up להפחתה מסוימת של סיכון המימון מחדש, לפיו החברה לא תבצע חלוקת עודפים בגין רווחים אשר הצטברו במהלך 12 החודשים טרם מועד המימון מחדש (החל מיום 01.07.2027), ותצבור את הסכומים העודפים עד לפירעון מלא וסופי של החוב. כמו כן, קיים מנגנון Lock Up חלקי לפיו, ככל יחס הכיסוי ADSCR הצפוי ירד מתחת ל-1.30 משנת 2020 ועד למועד המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות, אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, ככל ותהיה, תפקיד החברה מחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק המשועבד לנאמן לטובת המלווים, וזאת עד אשר יחס הכיסוי ADSCR הצפוי יעלה ל-1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה.

להערכת מידרוג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני ה-Lock Up המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת משמעותית את סיכון המימון מחדש.

תיקון ההסכם מול חח"י ותיקון הסכם הייצוא תומכים בשירות החוב

במסגרת התיקון להסכם מול חח"י, שנכנס לתוקף בחודש יולי 2022, הוארך הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר מול חברת חשמל עד ליום 31.12.2030. בנוסף, התיקון להסכם הייצוא מחודש פברואר 2024, צפוי להגדיל את היקף המכירות למצרים בכ-4 BCM נוספים עד לשנת 2034. הסכמים מהותיים אלה והיקפיהם יוצרים "זנב" בין מועד פירעון האג"ח לבין מועד סיום החוזים. זנב זה מקנה לפרויקט גמישות פיננסית עודפת, ותורם גם הוא למיתון, במידה מסוימת, של סיכון המימון מחדש.

¹³ ככל והחברה לא תעמוד ביחס מינימלי בשני רבעונים רצופים, תהווה הפרה זו עילה לפירעון מיידי.

¹⁴ ממוצע זה חושב עד ליום 30.06.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא ללא תשלום הבולט.

מנגנון חישוב יחס הכיסוי, הכולל את עודפי כרית הביטחון, מספק לחברה גמישות פיננסית

בהתאם לשטר הנאמנות של החברה, לצורך הצגת יחס הכיסוי יחושב תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב כסך ההכנסות של החברה בתקופת הבדיקה, בתוספת כל סכום עודף (מעבר לנדרש לצורך שירות החוב¹⁵), אשר יהא בחשבון כרית הביטחון ובניכוי ההוצאות של החברה לתקופה זו. הכללתם של העודפים בכרית לצורך חישוב יחס הכיסוי, מאפשרת לחברה גמישות עודפת, בפרט בתקופות בהן תזרים המזומנים נפגע, ובכך מפחיתה את הסיכוי לכשל. נציין, כי החברה איננה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה-בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. עם זאת, היות והחברה איננה תפעולית, להערכתנו, ממותנת רובה של חשיפה זו. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבע, גז טבעי, אשר ממותנת הודות לעתודות גז משמעותיות במאגר תמר. מידרוג 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. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. וכן בהיותה של החברה, חברה שאיננה תפעולית. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאופוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא ולסיכונים ביטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות של החברה בתחומי ממשל תאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

מטריצת הדירוג^[1]

חוב בכיר - תחזית מידרוג			
קטגוריה	פרמטרים	מדידה	ניקוד
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	---	Aa.il
	יכולת חיזוי תזרים מזומנים נטו	---	Aa.il
סיכון תפעולי	טכנולוגיה ותפעול	---	Baa.il
	השקעות הון	---	Aaa.il
	היסטוריה תפעולית	---	Aa.il
	ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	---	A.il
יחסי כיסוי	DSCR	1.42	A.il
	ניקוד לאחר התאמות	---	Baa.il
דירוג נגזר			
דירוג בפועל			
Aa3.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.

¹⁵ בהיקף הנדרש לשירות חוב מלא.

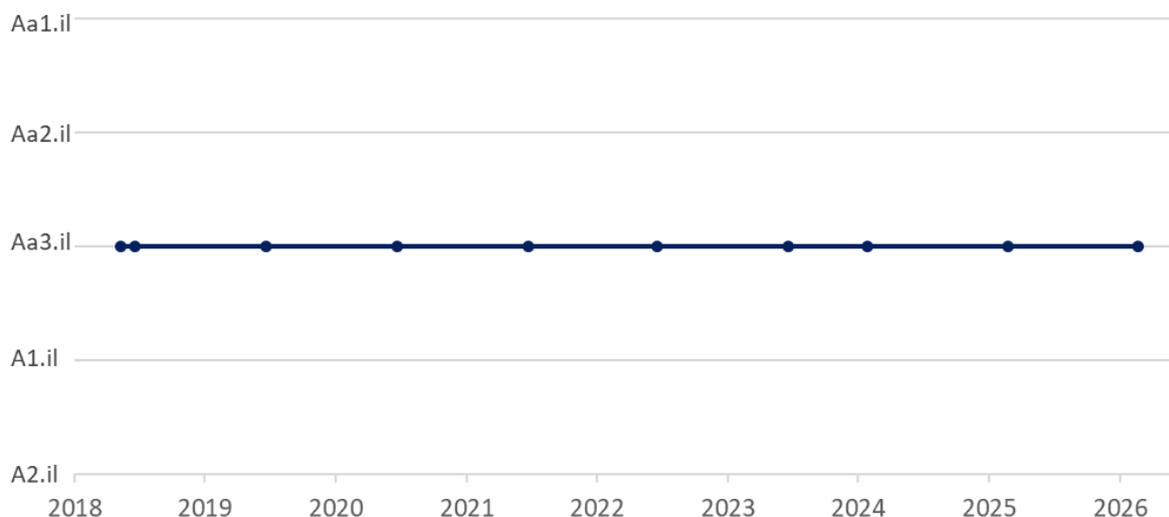
אודות החברה

החברה 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. ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ.

בעלי השליטה בחברה הם אלון גז פיתוח המחזיקה בכ-57.1% ממניותיה לצד גופים מוסדיים המחזיקים בכ-21.2%, והציבור המחזיק בכ-21.7% נוספים. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים בשיעור 4.875% מן החזקות "תמר" ו-"דלית", מתוך חלקן של Tamar, Mubadala Energy (Tamar) RSC Ltd Investment 2 RSC Limited ותמר פטרוליום בע"מ, בגין 11%, 11% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)¹⁶. בנוסף, החל משנת 2024 החברה זכאית לקבלת תמלוגים בשיעור של 6.25% מחלקה של דור גז בחזקות "תמר" ו-"דלית" בשיעור של 4%. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 175.03% מחלקן החייב בתמלוגים של משלמות התמלוגים מחזקות תמר ודלית.

מאגר תמר התגלה בחודש ינואר 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: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעילת הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), Mubadala Energy (Tamar) 1 RSC LTD (11%), RSC Limited Tamar Investment2 (11%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ו-Union Energy & Systems 2 LTD (3.5%).

היסטוריית דירוג



¹⁶ זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית, המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום בע"מ, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לחברה.
¹⁷ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

דוחות קשורים

[תומר תמלוגי אנרגיה \(2012\) 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](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

05.03.2026	תאריך דוח הדירוג:
02.03.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.05.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תומר תמלוגי אנרגיה (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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר 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, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת 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 שביסס 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, 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 כושר החזר 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"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו 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 לאמינים 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 לתקף 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 מצדם (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.