

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ¹

מעקב | מרץ 2025

אנשי קשר:

ניצן שחר

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
nitzan.s@midroog.co.il

תומר דר

ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג משנית
tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@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
------------------	--------	------------

מידורג 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 מידורג:

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"), (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) היקפי ייצוא הולכים וגדלים. בפרט, בשנים 2022 ו-2023 סופק ממאגר תמר, במסגרת חוזה הייצוא ("הסכמי הייצוא"), גז טבעי בסך כ-1.55 BCM וכ-2.55 BCM, בהתאמה. כמו כן, בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2024 ייצא מאגר תמר גז טבעי בהיקף כ-2.37 BCM. בחודש פברואר 2024 חתמו שותפי תמר על תיקון להסכם הייצוא למצרים, המגדיל באופן משמעותי את היקפי המכירה למצרים; (9) הגידול ביכולות 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, וזאת בשל הסיכונים הגיאופוליטיים וודאות מימוש החוזים; (10) 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; (11) היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר תמר, כאשר יתרות הגז הטבעי בתחילת שנת 2025 (בהתאם להערכת NSAI² ונכון ליום 31.12.2023) הינן בהיקף כ-281.5 BCM לפי קטגוריה 2P³ מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-207.7 BCM לפי קטגוריה 1P⁴; (12) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס; (13) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של השותפים השונים במאגר תמר ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה⁵; (14) מבנה החוב, המכיל רכיב מימון מחדש של כ-40 מיליון דולר בשנת 2028. נציין, כי סיכון המימון מחדש ממותן, במידה מסוימת, לאור היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש וכן לאור מנגנון Lock Up הנועל את עודפי הפרויקט שנה טרם מועד המימון מחדש; (15) תיקון ההסכם מול חח"י ותיקון הסכם הייצוא תומכים בשירות החוב; (16) החל משנת 2022 עומדים הסכומים בכריות הביטחון לשירות החוב על מלוא היקף שירות החוב הקרוב ולמעלה מכך; (17) יחסי כיסוי הנתמכים ביכולת החברה להביא בחשבון את עודפי כרית הביטחון כחלק מחישוב היחסים;

² Netherlands, Sewell & Associates, Inc.

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

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

⁵ 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) בהתאם לדיווחי החברה, נכון ליום 30.09.2024 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי על כ-1.48 ויחס הכיסוי ADSCR היסטורי ליום 30.06.2024 עמד על 1.95; (19) רכישת תמלוג נוסף בכ-26 מיליון דולר, אשר לא שועבד; (20) 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, בנטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו יחסי הכיסוי הממוצע והמינימלי החזויים על כ-1.36⁶ וכ-1.16 (בשנת 2025), 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 נתמך בפרופיל הפיננסי של החברה ובהיקף חוזה ה-TOP, בצפי לגידול בהיקפי צריכת הגז הטבעי במשק המקומי ובהיקפי הייצוא וכן בהיקפי הנזילות של החברה.

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. 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).⁷

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

⁶ 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.

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 לוויטן 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 המאופייין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידורג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

מלחמת חרבות ברזל הביאה להשבתה זמנית של המאגר ולפגיעה בהכנסות שותפי תמר

מלחמת חרבות ברזל עלולה להביא לגידול בסיכונים הגיאופוליטיים, השבתות וכן סיכון לפגיעה פיזית במאגר. בפרט, ביום 7 באוקטובר 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 בנובמבר 2023. יצוין, כי לאור הימשכות המלחמה, אשר מגבילה, בין היתר, את זמינות הציוד והקבלנים הדרושים לביצוע העבודות צפויה לחול דחייה בלוחות הזמנים שנקבעו לפרויקט ההרחבה, עליו מפורט בהמשך. בנוסף, בשל השפעות המלחמה ייתכנו עיכובים בהשלמת פרויקט מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון. מידורג תמשיך ותעקוב אחר השפעות מלחמת חרבות ברזל על הפרויקט.

התיקון להסכם ייצוא הגז הטבעי למצרים כולל הגדלה משמעותית של כמויות הייצוא

בחודש אוגוסט 2023, התקבל אישור הממונה על ענייני הנפט לייצוא כמויות גז נוספות למצרים באמצעות חברת Blue Ocean Energy (להלן: "BOE") מפרויקט תמר, אשר עודכן בחודש דצמבר 2023. בהתאם לאישור הממונה המעודכן, הכמות הכוללת המרבית הנוספת תעמוד על 43 BCM (חלף 38.7 BCM) והכמות השנתית המרבית תעמוד על 4 BCM (חלף 3.5 BCM). כמו כן, הוגדלה בהתאמה הכמות היומית המשתנה על פני תקופות השנה. בהמשך לכך, בחודש פברואר 2024, התקשרו שותפי תמר עם BOE בתיקון להסכם הייצוא מיום 19 לפברואר 2018, כפי שתוקן מעת לעת, לייצוא כמויות גז נוספות למצרים. עיקרי ההסכם כוללים: (א) מכירת כ-43 BCM נוספים מעבר לכמות הקבועה בהסכם הייצוא, עד לסוף תקופתו, כאשר הכמות השנתית שהתחייבו המוכרות לספק עומדת על כ-4.0 BCM לשנה (להלן "הכמויות הנוספות"), זאת, בנוסף לכמות של 2 BCM בשנה, כקבוע בהסכם הייצוא; (ב) ההתחייבות של שותפי תמר לספק את הכמויות הנוספות תחל ביום 01.07.2025. מועד זה יתכן וידחה ב-90 יום ככל ולא יושלמו עבודות הרחבה במתקני מאגר תמר וכן בגין אירוע כח עליון המונע השלמת עבודות אלו; (ג) כניסתה לתוקף של התחייבות שותפי תמר לספק את הכמויות הנוספות כפופה ל: (1) קבלת החלטת השקעה סופית של שותפי תמר להרחבת מתקני המאגר⁸; ו-(2) התקשרות שותפי תמר בהסכמים שיאפשרו את שדרוג תשתית ההולכה למצריים וכן את הולכת הגז על פי התיקון להסכם הייצוא⁹; (ד) עדכונים נוספים לרבות ביחס לשיעורי ה-TOP ומנגנוני עדכון המחירים, כמפורט בהסכם. נציין, כי אין שינוי מהותי במחיר הקבוע בהסכם הייצוא. ביום 01.04.2024 התיקומו התנאים המתלים לכניסתו לתוקף של התיקון להסכם הייצוא והוא נכנס לתוקפו.

⁸ יצוין כי, עם קבלת החלטת ההשקעה לשדרוג המדחסים כאמור להלן התיקיים התנאי המתלה האמור.

⁹ יצוין כי, בחודש ספטמבר 2024 התיקיים התנאי המתלה עם חתימתה של שברון על מספר הסכמים בקשר עם מערכות ההולכה מחוץ לישראל כאשר שותפי תמר ולוויטן יישאו בעלויות המימון.

ביום 19.09.2024 הודיעה שברון כי חתמה על הסכם לפיו התחייבה להשתתף במימון הקמת תחנת דחיסה במערכת ההולכה מחוץ לישראל עבור חברת ההולכה במצרים. בהסכם נקבע, בין היתר, כי סכום ההשתתפות במימון הפרויקט הוגבל לסך כל כ-331 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 343 מיליון דולר (חלק שותפי תמר הינו עד כ-171.5 מיליון דולר).

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. נכון לנובמבר 2024 הושלם למעלה מ-80 אחוז מהשלב הראשון של פרויקט ההרחבה. השלמת השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים צפויים להסתיים עד תום שנת 2025 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+); (ב) תחנת דחיסה באיזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור יבשתי מתחנה זו עד בסמוך למעבר ניצנה (פרויקט ניצנה). השלמת שדרוגים אלו צפויה להיות בשנים 2026-2027. נכון למועד הדוח, פועלים שותפי תמר לצורך קבלת החלטת השקעה סופית בפרויקטים אלו. היקף ועיתוי ההזרמה בכל אחת ממערכות ההולכה האמורות, יושפע מאישורים רגולטוריים ומהחלטות יצואני הגז האחרים בנוגע להשתתפותם בהשקעות במערכות ההולכה.

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

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹¹ ותאגידי הגז¹², בשנת 2023 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש כ-25.28 BCM¹³, זאת ביחס לכ-21.9 BCM שהופקו בשנת 2022, המשקפים גידול של כ-15%. כמו כן, לפי דיווחי תאגידי הגז בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2024 הופקו מהמאגרים כ-20.5 BCM, זאת ביחס לכ-18.9 BCM שהופקו בתקופה המקבילה, בשנת 2023. בפרט, מאגר תמר, הפיק כ-9.12 BCM בשנת 2023, זאת לעומת כ-10.25 BCM, בשנת 2022. כמו כן, בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2024, הופק ממאגר תמר כ-7.62 BCM, זאת ביחס לכ-7.57 BCM שהופקו בתקופה המקבילה, בשנת 2023. הקיטון בכמויות בשנת 2023 נובע בעיקר בשל הפסקת ההפקה בחודש אוקטובר 2023, עקב מלחמת חרבות ברזל.

בד בבד, בשנת 2023 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-13.7 BCM, מתוכם כ-6.6 BCM סופקו ממאגר תמר, כ-2.2 BCM סופקו ממאגר לווייתן, וכ-4.9 BCM סופקו ממאגר כריש¹⁴. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-12.7 BCM בשנת 2022 (גידול של כ-8%), אשר מתוכם סופקו כ-8.7 BCM על ידי מאגר תמר. 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 2023 בכ-11.55 BCM, מתוכם כ-2.55 BCM סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-9.2 BCM בשנת 2022, כאשר כ-1.55 BCM מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 היקף

¹⁰ מאפשר יכולת מכירה שנתית של כ-15.1 BCM, בכפוף למגבלות הפקה וביקושים.

¹¹ [דוח על הכנסות מאוצרות טבע, שנת 2023](#) וכן [דוח סקירת התפתחויות במשק הגז הטבעי לשנת 2022](#), משרד האנרגיה והתשתיות.

¹² אנרג'יאן ישראל, ניו מד אנרג'י שותפות מוגבלת, ותמר פטרוליום.

¹³ נתוני משרד האנרגיה סוכמו בהתבסס על נתונים ומתודולוגיה של משרד האנרגיה ועל כן ייתכן 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 אנרג'יאן ישראל סופקו ממאגר כריש כ-4.4 BCM בשנת 2023.

היצוא של הגז טבעי עמד על כ- 8.92 BCM מתוכם כ-2.0 BCM ממאגר תמר ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 היקף היצוא של הגז הטבעי עמד על כ- 9.74 BCM מתוכם כ-2.37 BCM ממאגר תמר.

הגידול ביכולת ההפקה, באמצעות ביצוע השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים, לצד שדרוג מערכות ההולכה וחתימה על התיקון להסכם הייצוא, כמפורט לעיל, הביאו לגידול משמעותי בתחזיות ההפקה והמכירה השנתיות. להערכת מידורג, הפקת הגז ממאגר תמר בשנת 2024, צפויה להסתכם בכ-10 BCM, כאשר בשנים 2025 - 2028 צפויה ההפקה לצמוח בהדרגה עד כ-15 BCM לשנה, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה. בד בבד, היקפי הייצוא ממאגר תמר צפויים גם הם לצמוח באופן משמעותי ולהסתכם בטווח שבין 3.5-6.5 BCM בשנה, בשנים 2025-2028. 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 הגיאוגרפיים-פוליטיים וודאות מימוש החוזים. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁵ ומצרים¹⁶ 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 2020 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-12 BCM בשנה¹⁷), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. בד בבד, בחודש פברואר 2024, החלה הפקת גז ראשון ממאגר כריש צפון, ובכך יכולה האסדה להגיע לכדי מיצוי יכולות ההפקה שלה, כ-8 BCM, בשנה. כמו כן, בחודש יולי 2023 הושלמו עבודות הפיתוח של מאגר תמר SW, כאשר ההפקה הסדירה ממנו החלה בחודש פברואר 2024¹⁸. סך הפקת הגז המשקית, של המאגרים תמר, לווייתן וכריש, צפויה לעלות באופן משמעותי מכ-27 BCM בשנת 2024 ועד לכ-37 BCM 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 בעיקר לשוק המקומי לצד היקפי ייצוא שעתידיים לגדול באופן משמעותי 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 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.

רכישת תמלוג נוסף

ביום 28.03.2024 השלימה החברה רכישת תמלוג נוסף מדור גז בהיקף של 6.25% מחלקה של דור גז (4%) בתמלוגים מחזקות תמר ודלית (להלן: "התמלוג הנוסף") תמורה לסך של כ-25.8 מיליון דולר. הרכישה מומנה באמצעות הרחבת סדרה א' בכ-93.5 מיליון ₪ ערך נקוב. יצוין כי, בהתאם להוראות שטר הנאמנות, הזכויות לתמלוג על כאמור לא שועבדו לטובת מחזיקי אגרות החוב.

הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב TOP 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 התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ו/או רכיב התחייבות תפעולי בעבור כמות הגז הטבעי החוזית,

¹⁵ ירדן מדורגת בדירוג Ba3 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁶ מצרים מדורגת בדירוג Caa1 באופק חיובי ע"י Moody's.

¹⁷ 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-14 BCM, החל ממחצית שנת 2025. שלב וב', אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל, צפוי להביא ליכולת הפקה שנתית של כ-21 BCM.

¹⁸ חלק מהעתודות במאגר תמר SW גולשות לשטח רישיון ערן. נכון למועד הדוח שותפי תמר והמדינה מקיימים מגעים להסכמה בדבר אופן הסדרת זכויות הכלכליות / המסחריות במאגר, ואין כל וודאות כי תושג הסכמה כאמור.

לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. היקף הרכיב ההתחייבתי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר, הינו משמעותי מאוד. לאורך השנים האחרונות, לקוחות המאגר מימשו את האופציה להקטנת כמות הגז הטבעי החוזית הנרכשת ממנו. עם זאת, הסכמי מכירת הגז לחח"י ולדליה תוקנו, כך שכמות הרכיב ההתחייבתי גדלה משמעותית, כך שבמובן זה, לא צפויה פגיעה בוודאות וביציבות תזרים המזומנים של החברה. להערכתנו, מנגנוני ההתחייבות החוזית, מחיר הרצפה וההצמדות השונות תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרים המזומנים.

מחלוקת מול רשות המיסים בנוגע לגובה היטל רווחי נפט וגז

על פי פרסומי שותפי תמר, קיימות מחלוקות בין לבין רשות המיסים ביחס לדוחות ההיטל של פרויקט תמר לשנים 2013-2020. להערכת החברה, ככל שעמדת רשות המיסים תתקבל במלואה, סכום החשיפה שייתכן ועלול להיווצר לה ליום 30 בספטמבר 2024, נאמד בכ-4.5 מיליון דולר לפי ריבית והצמדה. בחודש פברואר 2023 שילמה החברה לרשות המיסים 75% מסך ההיטל שבמחלוקת בגין שנת 2020¹⁹, בסך של כ-1.5 מיליון דולר (כולל הצמדה וריבית). היקף ההתחייבות בגין ההיטל נמצא במחלוקת מול רשות המיסים, כאשר בהתבסס על דיווחיהן של שותפי תמר, אשר מבוססות על חוות דעת יועציהן המשפטיים, הסיכוי שעמדת שותפי תמר ביחס למחלוקת האמורות עם רשות המיסים תתקבל, עולה על הסיכוי כי תידחה. לצד זאת, החברה הדגישה כי יתרות המזומנים של החברה מספקות על מנת להתמודד עם חשיפה זו ככל ותתקיים.

הרחבת סדרת האג"ח יחד עם רכישת התמלוג הנוסף הובילה לירידה מסוימת ביחסי הכיסוי הצפויים

בהתאם לשטר הנאמנות, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה²⁰, לא יפחת מיחס של 1.05. יצוין, כי בחישוב זה יילקחו בחשבון סכומים עודפים בחשבון כרית הביטחון. בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, נכון ליום 30.09.2024 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי על כ-1.48. בד בבד עמד יחס הכיסוי ADSCR היסטורי ליום 30.06.2024 על 1.95 ובנטרול העודפים בכרית הביטחון עמד על כ-1.51, זאת לעומת היחסים אשר נחזו למועד זה במועד המעקב הקודם, אשר עמדו על כ-1.92 ובנטרול הכרית על כ-1.70. הפערים בין יחס הכיסוי אשר נחזו במעקב הקודם ליחסי הכיסוי בפועל, נובעים בעיקר בשל השבתת המאגר בחודש אוקטובר 2023, אשר קוזזה באמצעות שמירה על יתרות גבוהות מהחזוי בכרית הביטחון. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, בנטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו יחסי הכיסוי הממוצע והמינימלי החזויים על כ-1.36²¹ וכ-1.16 (בשנת 2025), בהתאמה. ככל שהחברה תשמור על עודפים בכרית הביטחון בהתאם למודל הפיננסי, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR הממוצע והמינימלי יעמדו על כ-1.44²² וכ-1.38 (בשנת 2025).

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 מידורג, ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב כ-40 מיליון דולר, המהווים כ-29% מהיקף החוב העדכני²³. בהתאם להערכת NSAI ליום 31.12.2023, בתחילת שנת 2025 למאגר תמר יתרות גז משמעותיות בהיקף של כ-281.5 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-207.7 BCM לפי קטגוריה 1P. בד בבד, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש ביחס ליתרות הגז בתחילת שנת 2025 צפויות לעמוד על כ-74% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-81% לפי קטגוריה 2P.

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

²⁰ ככל והחברה לא תעמוד ביחס כיסוי מינימלי בשני רבעונים רצופים, תהווה הפרה זו עילה לפירעון מיידי.

²¹ 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.

²² ממוצע זה חושב עד ליום 30.06.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא ללא הבולט.

²³ כולל את החוב המקורי בסכום של כ-113 מיליון דולר והחוב הנוסף שגויס בסכום של כ-26 מיליון דולר.

נציין, 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, כאשר ככל ויחס הכיסוי ADSCR 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 המשוועד לנאמן לטובת המלווים עד אשר יחס הכיסוי ADSCR 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" ותיקון הסכם הייצוא תומכים בשירות החוב

הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל צפוי להסתיים כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). תיקון ההסכם מול חח" והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח". בנוסף, התיקון להסכם הייצוא, יגדיל את היקף המכירות למצרים בכ-4 BCM נוספים עד לשנת 2034. זנב מעין זה מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן גם הוא, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. בד בבד, להערכת החברה, קיימת סבירות גבוהה לחתימה על חוזי גז חדשים עם סיום החוזים הקיימים.

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 החוב²⁴) 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 אשר הולמת את רמת הדירוג.

אי שיעבוד הזכויות בגין התמלוג הנוסף שנרכש

בהתאם לתנאי שטר הנאמנות לא נדרש שיעבוד נוסף בגין הזכויות שנרכשו במסגרת העסקה לרכישת התמלוג הנוסף מדור גז (תמלוגים בשיעור של 6.25% מחלקה של דור גז בחזקות "תמר" ו-"דלית", המהווים כ-14% מסך הזכויות לתמלוגים של החברה). להערכת מידרוג אי השעבוד הנ"ל יכול שיצמצם את יכולת הנשייה של מחזיקי החוב הבכיר בקשר עם התמלוג הנוסף.

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 טבעי, 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 וגוה 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 למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים ביטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה.

²⁴ בהיקף הנדרש לשירות חוב מלא.

בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות של החברה בתחומי ממשל תאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל בתאריך 06.11.2012 כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. בהתאם לתקנון ההתאגדות של החברה מטרות 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.

החל מיום 09.08.2023 בעלי השליטה בחברה הינם אסנס פרטנרס בע"מ (אשר לא קיימים בה בעלי שליטה) וה"ה רן שלח, גיל-עד בושביץ ופנחס כהן, וזאת מכח היותם בעלי השליטה באלון גז, המחזיקה בכ-57.10% מהון המניות המונפק של החברה, לאחר שהושלמה עסקה להעברת הבעלות מבעלי השליטה הקודמים אסנס פרטנרס בע"מ. אלון גז מוחזקת על ידי נוי מאגרים ש.מ ואסנס אנרג'י ש.מ. בשיעורים של כ-70.64% ו-29.36%, בהתאמה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחיתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים בשיעור 4.875% מן החזקות "תמר" ו-"דלית", מתוך חלקן של Mubadala Energy (Tamar) RSC Ltd, Tamar Investment 2 RSC Limited ותמר פטרוליום בע"מ, בגין 11%, 11% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)²⁵. 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 25.03%²⁶ מחלקן החייב בתמלוגים של משלמות התמלוגים מחזקות תמר ודלית.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ-100 ק"מ מערבית לחיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. מאגר תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרית בהם הינה חח"י. 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 Investment 2 (11%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ו-Union Energy & Systems 2 LTD (3.5%).

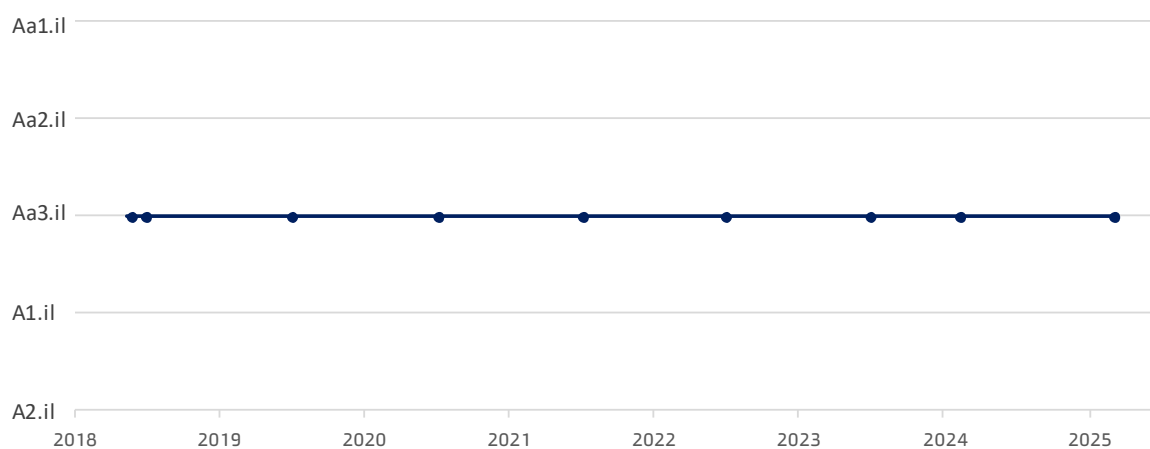
מטריצת הדירוג^[1]

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	---	Aaa.il
	היסטוריה תפעולית	---	Aa.il
	ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	---	A.il
	DSCR	1.36	A.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.

²⁵ 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.
²⁶ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

היסטוריית דירוג



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](#)

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

[השפעת השבתת מאגר תמר על סיכוני האשראי בענף - דוח מיוחד, נובמבר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

02.03.2025	תאריך דוח הדירוג:
26.02.2024	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 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 שאליה 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, המוצרים, 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 מזהירים 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.