

דלק קידוחים ש.מ.

מעקב | דצמבר 2018

אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

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

דלק קידוחים ש.מ.

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה דלק קידוחים ש.מ. (להלן: "השותפות"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2021	יציב	A1.il	4750089	סדרה א'

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגרי הגז הטבעי עונים על צרכים לאומיים ומאפשרים למדינת ישראל עצמאות אנרגטית, תוך צמצום התלות בפחם ודלקים וכן, הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה, תוך הסדרת מחירים, כמויות יצוא ואבני דרך לפיתוח מאגרים קיימים; (3) פרופיל הסיכון הענפי בו פועלת השותפות הינו בינוני עד גבוה, הענף הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לחיפוש והפקה של נפט וגז טבעי, השקעות הוניות גבוהות ויכולת טכנית מוכחת; (4) אסטרטגיית השותפות הינה למקסם רווחים מהחזקתה במאגר תמר, אשר צפויה להימכר בטווח הקצר ובמקביל, לקדם את השלב הראשון של פיתוח מאגר לווייתן עד לסוף שנת 2019; (5) התמורות במשק האנרגיה תומכות בגידול בצריכת הגז הטבעי במשק וכוללות, בין היתר, מדיניות הפחתת פלטות (לרבות מעבר מייצור בפחם לייצור באמצעות גז טבעי), הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, גידול בביקושים לייצוא ובביקושים לגז טבעי לצורך ייצור חשמל; (6) המשך צמצום נתח השוק כתוצאה ממימוש החזקות השותפות במאגר תמר, עד להפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, לצד צפי לתחרות גבוהה יותר בטווח הבינוני. כמו כן, במידה ומאגר לווייתן לא יחתום על הסכמים מהותיים נוספים לאספקת גז טבעי ו/או לא תיווצר תשתית פיזית וחוזית לייצוא גז טבעי, עלול היצע הגז הטבעי לעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז וטיב הלקוחות; (7) מימוש הסכמי הייצוא של השותפות לירדן ומצרים צפוי להגדיל את הכנסותיה, אולם, המימוש וכנגזרת מכך הכנסות מאגר לווייתן, תלויים במידה רבה בהשלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי. כמו כן, מימוש חוזי הייצוא הקיימים וחיטימה על חוזי ייצוא נוספים, חשופים לסיכונים גאופוליטיים; (8) חתימה על הסכם לרכישת מניות East Mediterranean Gas Limited (להלן: "EMG"), צפויה לאפשר שימוש בתשתית להזרמת גז טבעי למצרים עם קיבולת של כ- 7 BCM לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- 9 BCM; (9) ניסיונו ויכולתו של קבלן ההקמה והתפעול - Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"), בקשר עם פיתוח מאגר לווייתן, ממתנים במידת מה את סיכוני ההקמה והתפעול, כאשר נכון למועד הדוח ובהתאם לדיווחי השותפות, סטטוס פיתוח מאגר לווייתן עומד על כ- 70%, לרבות השלמת הקידוחים לווייתן 3, לווייתן 4, לווייתן 5 ולווייתן 7; (10) שחיקה בגמישותה הפיננסית של השותפות, הנשענת על רמת מינוף סבירה ומושפעת משווי המאגרים תמר ולווייתן. נציין, כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של השותפות; (11) שחיקה מסוימת ברווחיות וביחסי הכיסוי של השותפות, בשל מימוש זכויותיה במאגר תמר, לצד עלייה בשיעור תמלוג העל. עם זאת, לשותפות תזרימי מזומנים גבוהים ויציבים הנשענים על מאגר תמר בטווח הקצר; (12) נזילות השותפות נתמכת בתזרים יציב ובשמירה על יתרות נזילות משמעותיות אשר הולמות את הדירוג. עם זאת, במידה ומכירת החזקות השותפות במאגר תמר תתרחש בטרם ההפעלה המסחרית של מאגר לווייתן, עלולה השותפות לעמוד בפני סיכון פערי עיתוי בקשר עם תשלומים בלתי צפויים מהותיים, ככול שיהיו. כמו כן, חלוקות רווחים אגרסיביות וצרכי השקעה מאסיביים הנדרשים לפיתוח מאגר לווייתן, עלולים לשחוק את הנזילות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד השותפות בפיתוח מאגר לווייתן, במקביל למכירת מלוא החזקתה במאגר תמר, עד לשנת 2020 (על-פי מתווה הגז מחויבת השותפות למכור את מלוא החזקתה עד לסוף שנת 2021). כמו כן, נלקח בחשבון כי השותפות תעמוד בלו"ז ההקמה ובמסגרת התקציבית לפיתוח מאגר לווייתן, לצד שמירה על גמישות פיננסית הולמת הנגזרת מרמת מינוף סבירה, כאשר

יחס ה-LTV המתואם לפי DCF¹ ינוע בטווח של 45%-38%. שיעורי הרווחיות של השותפות צפויים להמשיך ולהישחק בטווח הקצר עד להשלמת פיתוח מאגר לוויין, בשל מימוש זכויותיה במאגר תמר לצד עלייה בשיעור תמלוג העל. בטווח הקצר (עד מועד הפעלתו המסחרית של מאגר לוויין), צפוי ה-FFO לנוע בטווח שבין 100-200 מיליון דולר ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 2.5-2.1² בד בבד, הנחנו כי השותפות תשמור על רמת נזילות ההולמת את הדירוג, תוך חלוקת רווחים אשר לא תשחקנה את יתרות המזומנים של השותפות, בדגש בתקופת ההקמה של מאגר לוויין. בהקשר זה, נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון כי טרם מועד ההפעלה המסחרית של מאגר לוויין, חלוקת רווחים תתבצענה, רק במידה ומאגר תמר יימכר ולשותפות יהיה מקור תזרימי המבטיח את צרכיה המלאים. במידה ומכירת החזקותיה של השותפות במאגר תמר תתרחש לאחר תום שנת 2019, יתכן ויידרש גיוס נוסף בסך של עד 150 מיליון דולר, לצורך מימון פעילותה השוטפת של השותפות. הנחנו כי הוצאות ה-CAPEX במאגר לוויין (עבור כלל השותפים במאגר) יסתכמו בכ- 1,300 מיליון דולר בטווח הקצר (עד הפעלתו המסחרית), ותשלומי הריבית יסתכמו בכ- 93 מיליון דולר. כמו כן, הבאנו בחשבון כי טרם מכירת כלל החזקות במאגר תמר, תשמור השותפות על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח של 100-150 מיליון דולר. להערכתנו, שנת 2019 צפויה להיות שנה מאתגרת עבור השותפות וכוללת, בין היתר, את מכירת החזקות השותפות במאגר תמר והשלמת פיתוח מאגר לוויין, זאת לצד השלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי.

דלק קידוחים ש.מ. - נתונים עיקריים, במיליוני דולרים

31.12.2016	31.12.2017	30.09.2017	30.09.2018	
542	502	401	345	הכנסות
85	80	63	67	תשלום תמלוגים
346	273	215	206	רווח תפעולי
408	376	302	247	*EBITDA
327	817	755	226	רווח נקי**
336	277	248	175	FFO
193	537	376	682	הוצאות CAPEX
1,977	2,133	1,976	2,409	חוב פיננסי
1,279	1,598	1,507	2,073	חוב פיננסי, נטו***

* בנטרול הוצאות חיפושי גז ונפט.
 ** בשנת 2017 הכניסה השותפות סך של 567 מיליון דולר באופן חד פעמי, לאור מכירת החזקות בשיעור של 9.25% במאגר תמר.
 *** בנטרול כרית הביטחון שהועמדה לאגרות החוב של דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, לא כולל לקוחות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיבות מאגרי הגז הטבעי למשק הישראלי

זמינות מתמדת של מוגון מקורות גז טבעי הינה בעלת חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. מאגרי הגז עונים על צרכיה הלאומיים של מדינת ישראל ומאפשרים לה עצמאות אנרגטית למשך עשרות שנים, מהווים גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף עשויים למצב את המדינה כספקית גז אזורית. הגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בפחם ודלקים, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

התמורות במשק האנרגיה תומכות בגידול בצריכת הגז הטבעי במשק

השימוש בגז טבעי במשק הולך וגדל על פני זמן, עד כדי שגז טבעי הפך למקור האנרגיה העיקרי המחליף פחם ודלקים, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד. על פי דוחותיה הכספיים של השותפות, ב-9 החודשים שהסתיימו ביום ה-30 בספטמבר 2018, מכירת הגז הטבעי הסתכמה בכ- BCM 7.8, לעומת כ- BCM 7.5 בתקופה המקבילה אשתקד, המעידים על גידול של כ-4%. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2017 נמשכה מגמת העלייה בצריכת הגז הטבעי והסתכמה בכ- BCM 10.35, המהווה גידול של כ-7% ביחס לשנת 2016 (BCM 9.66), כאשר מאגר תמר סיפק כ-95% מסך אספקת הגז לאותה התקופה. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי

¹ DCF לפי תרחיש מידרוג.

² ה-FFO ויחסי כיסוי הריבית יושפעו ממועד מכירת יתר החזקות השותפות במאגר תמר.

³ הנתונים אינם כוללים כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY).

נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. נציין, כי צריכת הגז בסקטור התעשייתי גדלה בשנת 2017 בכ- 11% והסתכמה בכ- BCM 1.8, ונובעת בעיקר לאור חיבורם של צרכנים חדשים לרשת החלוקה וכן 4 צרכני גז טבעי דחוס (CNG) נוספים. הצריכה בסקטור התעשייתי עתידה להמשיך ולצמוח עם חיבורם של צרכנים נוספים. בד בבד, מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות אשר החלה בשנת 2016, צפויה להמשיך גם השנה לאור החלטת שר האנרגיה והשר להגנת הסביבה כי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"מ" ו/או "חברת החשמל")⁴ תפחית את השימוש בפחם לייצור חשמל בשיעור של 30% באופן מיידי⁵ ולאור פרסום משרד האנרגיה בקשר עם יעדי משק האנרגיה לשנת 2030.⁶ במסגרת הפרסום נקבעו יעדים בשלושה תחומים עיקריים: (1) בתחום החשמל: הפסקת השימוש בפחם בייצור חשמל ומעבר לייצור חשמל בגז טבעי עד שנת 2030; (2) בתחום התחבורה: הפסקת צריכת מוצרי דלק מזהמים בתחבורה יבשתית ומעבר לשימוש בכלי רכב חשמליים וכלי רכב המונעים בגז טבעי דחוס. בהתאם לכך, החל משנת 2030, 100% מכלי הרכב החדשים בישראל צפויים להיות מונעים באמצעות חשמל וגז טבעי דחוס; (3) בתחום התעשייה: הפסקת השימוש במזוט, גפ"מ וסולר והחלפתם במקורות אנרגיה יעילים ונקיים יותר החל משנת 2030. להערכתנו, הפחתת השימוש בפחם ויישום התוכנית צפויים להביא לגידול בביקושים לגז טבעי במשק. נוסף על כך, התפתחות משק האנרגיה, המתבטאת בהרחבת פעילותם של צרכנים קיימים ובביקושים לגז טבעי לצורך ייצור חשמל, צפויה גם היא לתמוך בהמשך הגידול בביקוש לגז טבעי, זאת לצד הרחבת ייצוא הגז הטבעי ומכירת גז טבעי לירדן ולמצרים (כמפורט מטה).

מכירתו הצפויה של מאגר תמר בטווח הקצר, לצד פיתוח מאגר לווייתן והפעלתו המסחרית הצפויה בשנת 2019

אסטרטגיית השותפות הינה למקסם רווחים מהחזקתה במאגר תמר, עד מכירת יתרת זכויותיה במאגר (הצפויה במהלך שנת 2019, כאשר החברה עשויה להחזיק במניות נסחרות בחברות הרוכשות לתקופה מסוימת לאחר מכן)⁷, ובמקביל להמשיך ולקדם את פיתוח מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, צפוי לאפשר הפקת גז מרבית של כ- BCM 12 בשנה.⁸ פיתוח מאגר לווייתן טומן בחובו סיכון הקמה לא מבוטל, לרבות השקעות CAPEX גבוהות וחוסר ודאות מסוימת בקשר עם עמידה בלו"ז ובמסגרת התקציב. נכון למועד הדוח, סטטוס פיתוח מאגר לווייתן עומד על כ- 70%, כאשר מועד ההפעלה המסחרית (First gas) צפוי להתרחש עד סוף שנת 2019. נכון להיום, אסדת Ensco DS-7 סיימה לבצע את ההשלמה (completion) של קידוחי לווייתן 3, לווייתן 4, לווייתן 5 ולווייתן 7. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018, מימנה השותפות את פיתוח מאגר לווייתן באמצעות הלוואה מתאגידים בנקאיים בסך של כ- 600 מיליון דולר. בהתאם לנתוני השותפות, ב- 12 החודשים שסיימו ב- 31 בדצמבר 2018, הוצאות ה- CAPEX של השותפות במאגר לווייתן צפויות להסתכם בכ- 720 מיליון דולר ותשלומי הריבית צפויים להסתכם בכ- 63 מיליון דולר¹⁰. כמו כן, בתרחיש הבסיס, הנחנו כי הוצאות ה- CAPEX במאגר לווייתן (עבור כלל השותפים במאגר בטווח הקצר) יסתכמו בכ- 1,300 מיליון דולר (עד הפעלתו המסחרית), תשלומי הריבית יסתכמו בכ- 93 מיליון דולר. לדברי השותפות, השותפות בוחנת מכירת ההחזקות במאגר תמר צפויה בסמוך להפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן. נציין, כי במידה ומכירת החזקות השותפות במאגר תמר תתרחש טרם מועד ההפעלה המסחרית של מאגר לווייתן, עלולה השותפות לעמוד בפני סיכון פערי עיתוי בקשר עם תשלומים בלתי צפויים מהותיים, ככול שיהיו.

המשך צמצום נחח השוק עד להפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, וצפי לתחרות גבוהה יותר בטווח הבינוני

השותפות מחזיקה בנתח שוק משמעותי בשוק המקומי, אשר הצטמצם בשל מכירת החזקותיה במאגרים כריש, תנין¹¹ ותמר (9.25%) ואף צפוי להמשיך ולהצטמצם לאחר מכירת יתרת ההחזקות במאגר תמר, במהלך שנת 2019¹². להערכת מידורג, לאחר הפעלתו

⁴ דירוג חברת החשמל לישראל בע"מ.

⁵ בהשוואה לשנת 2015, שנת הבסיס. החלטה מיום 3 בינואר 2018. מתוך [דיווח מיידי של חברת החשמל מיום 4 לינואר 2018](#).

⁶ "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", משרד האנרגיה, אוקטובר 2018.

⁷ ראוי לציין כי תנודתיות השווקים בעולם ובשוק המקומי עלולים לעכב/לדחות את מועד מכירת ההחזקות במאגר תמר.

⁸ בשלב השני, באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ- BCM 21, על בסיס שנת.

⁹ לפירוט הסיכונים המרכזיים בקשר עם פיתוח מאגר לווייתן, ראה: [דוח עדכון דירוג ראשוני - דלק קידוחים ש.מ. מחודש דצמבר 2016](#).

¹⁰ נציין כי תשלומי הריבית עבור מימון הקמת מאגר לווייתן, יימשכו מהלוואה ייעודית שנועדה לשם כך, ואינם נכללים בסכום זה.

¹¹ נציין, כי לשותפות קיימת זכות לקבלת תמלוגים ממכירת הגז הטבעי על ידי המאגרים כריש ותנין.

¹² בהקשר זה, נציין כי נבחן תרחיש של מכירת הזכויות בשנת 2020.

המסחרית של מאגר לווייתן (עד סוף שנת 2019), צפויה להתפתח תחרות מסוימת בין שני המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין. בשל הגידול הצפוי בהיצע הגז הטבעי במשק, הניחו בעלי הזכויות במאגר תמר ירידה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל החל משנת 2021, אשר נעה בין 25%-12.5%¹³, וזאת בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים. התלות של השותפות בהכנסות מחח" צפויה להתמתן ככל שיורחב הייצוא וככל שתמכור השותפות את זכויותיה במאגר תמר, בהתאם למתווה הגז¹⁴. בשנה האחרונה נחתמו הסכמים משמעותיים לאספקת גז לירדן ולמצרים ממאגר תמר וממאגר לווייתן כאחד (כמפורט מטה), אולם טרם נחתמו הסכמים למכירת מלוא יכולת ההפקה ממאגר לווייתן לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכת מידרוג, במידה ומאגר לווייתן לא יחתום על הסכמים מהותיים נוספים לאספקת גז טבעי ו/או לא תיווצר תשתית פיזית וחוזית לייצוא הגז הטבעי, עלול היצע הגז הטבעי לעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז וטיב הלוקוחות. נציין, כי חתימת הסכמי ייצוא נוספים ומימושם של ההסכמים הקיימים חשופים לסיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם ירדן (המדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's)¹⁵ ומצרים (המדורגת בדירוג B3 באופק חיובי ע"י Moody's)¹⁶ פרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן ומצרים חושף את השותפות לסיכונים האשראי של המדינות.

מימוש פרויקטי הייצוא של השותפות צפוי להגדיל את הכנסותיה

בפני השותפות עומדים מספר שווקי יעד פוטנציאליים לייצוא גז טבעי מפרויקט תמר ומפרויקט לווייתן, ביניהם: (1) **ירדן**: החל משנת 2017 מייצאים שותפי תמר גז טבעי לירדן (בכמויות נמוכות)¹⁷, באמצעות חיבור של מערכת ההולכה הישראלית למפעלים הממוקמים בגדה המזרחית של ים המלח (בצדו הירדני). הסכם נוסף לאספקת גז טבעי נחתם בין שותפי לווייתן לבין חברת החשמל הירדנית (NEPCO). הקמת צינור הולכת הגז אשר יחבר את מערכת ההולכה של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ לגבול ירדן וכן, הקמה של צינור שיחבר את הצינור החדש שיוקם לצנרת ההולכה הקיימת בירדן (צינור הפן הערבי), צפויים להסתיים במהלך הרבעון השלישי לשנת 2019. קיבולת צינור הפן הערבי צפויה לאפשר הזרמה של גז טבעי בכמות שנתית של עד כ-10 BCM לירדן, ודרכה למצרים; (2) **מצרים**: ביום ה-19 לפברואר 2018, נחתמו שני הסכמים לייצוא גז טבעי מפרויקטי תמר ולווייתן למצרים בין השותפות ובין נובל אנרג'י לבין Dolphinus Holdings Limited (להלן: "**דולפינוס**") בסכום כולל של כ-15 מיליארד דולר. ביום 26 לספטמבר 2018, הומחו ההסכמים לשותפי תמר ושותפי לווייתן (בהתאמה). אספקת הגז שעל פי הסכם הייצוא מפרויקט לווייתן תהא על בסיס מחייב (Firm), לאספקת כמות שנתית בהיקף של עד כ-3.5 BCM. אספקת הגז שעל פי הסכם הייצוא מפרויקט תמר תהא על בסיס מזדמן (Interruptible) לאספקת כמות שנתית של עד 3.5 BCM, כאשר במסגרת ההסכם קיימת למוכרות האופציה להודיע לדולפינוס על מעבר לאספקה על בסיס מחייב (Firm)¹⁸. היקף האספקה בהסכם הייצוא מפרויקט תמר גדול משמעותית מהיקף האספקה בהסכם שנחתם בין שותפי תמר לדולפינוס ביום ה-17 למרץ 2015, ונועד להחליפו. נציין, כי לצורך הזרמת הגז הטבעי למצרים בוחנת השותפות אפשרויות שונות, ביניהן: הזרמת גז טבעי דרך ירדן (תוך שימוש בצינור הפן ערבי), הקמת צינור ימי חדש למצרים ובניית חיבור יבשתי בין מערכת ההולכה הישראלית למצרים (באזור ניצנה או כרם שלום). כמו כן, ביום 26 לספטמבר 2018, נחתם הסכם לרכישת מניותיהם של חלק מבעלי מניות EMG. סגירתו של ההסכם האמור תיעשה בד בבד עם הסכם אשר יקנה לרוכשת את זכות השימוש והתפעול בצינור EMG לצורך הזרמת גז טבעי למצרים (כמפורט מטה); (3) **קפריסין**: נכון למועד הדוח, טרם אושרה תכנית הפיתוח המעודכנת שהגישו השותפים במאגר אפרודיטה על ידי ממשלת קפריסין והצדדים נמצאים בדיונים רציפים בנושא; (4) **הרשות הפלסטינאית וטורקיה**: נכון למועד הדוח, מנהלת השותפות מו"מ בשלבים שונים בנוגע לאפשרות לאספקת גז טבעי לרשות הפלסטינאית ולטורקיה, אם כי הדבר כרוך בסיכון גאופוליטי. מלבד פרויקטי הייצוא שעיקרם אספקת גז טבעי, בוחנת השותפות

¹³ בהתאם ל- DCF שפרסמה השותפות, ההפחתה במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל תעמוד על 12.5%.

¹⁴ בהתאם למתווה, על השותפות למכור את החזקתה במאגר תמר עד סוף שנת 2021.

¹⁵ [דוח דירוג - מדינת ירדן](#).

¹⁶ [דוח דירוג - מדינת מצרים](#).

¹⁷ בשנת 2017 ובתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018, סיפק מאגר תמר כ-0.07 BCM וכ-0.1 BCM לירדן, בהתאמה.

¹⁸ ביום ה-26.09.2018, חתמו השותפות ונובל אנרג'י על מזכר הבנות בלתי מחייב עם שותפי תמר ועל מזכר הבנות בלתי מחייב עם שותפי לווייתן, בקשר להקצאת קיבולת והסדרים נוספים לצורך הזרמת גז טבעי בתשתיות הולכה מישראל למצרים, לרבות בצינור הולכת הגז הקיים של חברת EMG ובצינור הפן ערבי דרך עקבה.

אפשרויות נוספות לייצוא מוצרי גז, הכוללות בין היתר: גז טבעי נזלי וגז טבעי דחוס. להערכת מידרוג, הוצאתם לפועל של הסכמי הייצוא תגדיל את שוק הלקוחות הפוטנציאליים העומדים בפני השותפות ותתמוך חיובית בהגדלת הכנסות השותפות, תוך קיום תלות נמוכה יותר בלקוחות ובביקושים המקומיים לגז טבעי. אולם, מימוש הסכמי הייצוא וכנגזרת מכך הכנסות מאגר לווייתן, תלויים במידה רבה בהשלמת התנאים הפיזיים, הרישויים והמשפטיים לייצוא גז טבעי. כמו כן, נציין כי מימוש חוזי הייצוא הקיימים וחתימה על חוזי ייצוא נוספים חשובים לסיכונים גאופוליטיים.

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

ביום ה- 26 בספטמבר 2018, חתמה EMED Pipeline B.V. (להלן: "EMED"¹⁹) על הסכמים לרכישת 39% מהון המניות של חברת East Mediterranean Gas Limited, במטרה לממש את הסכמי דולפינוס (כמוזכר לעיל). EMG הינה חברה פרטית מצרית אשר בבעלותה צינור ימי המחבר בין מערכת ההולכה הישראלית באזור אשקלון לבין מערכת ההולכה המצרית באזור אל-עריש וכן מתקנים נלווים. צינור EMG תוכנן לקיבולת של כ- 7 BCM לשנה, עם אפשרות להגדלת הקיבולת לכ- 9 BCM בשנה. הזרמת הגז בצינור EMG ממצרים לישראל הופסקה לפני מספר שנים וכנון למועד הדוח אין ל- EMG פעילות מסחרית. השלמת העסקה מותנית, בין היתר, בחתימת הסכם למתן זכויות הקיבולת וההפעלה בין הצדדים, במסגרתו תעניק EMG ל- EMED את הזכות הבלעדית לחכור ולהפעיל את צינור EMG לצורך הזרמת גז טבעי מישראל למצרים. להערכת השותפות, קיימת סבירות גבוהה להתקיימות התנאים המתלים לעסקה, כך שהזרמתו של גז טבעי מישראל למצרים דרך צינור EMG תחל במחצית הראשונה לשנת 2019. בכוננת השותפות לממן את השקעתה בעסקת EMG (בסך של כ- 186 מיליון דולר ארה"ב) באמצעות שימוש בתזרים המזומנים הפנוי של השותפות ו/או הלוואות. להערכת מידרוג, למימוש הסכם זה חשיבות רבה בקידום ועמידה בלוחות הזמנים לייצוא הגז הטבעי למצרים בשנת 2019.

שחיקה בגמישותה הפיננסית של השותפות

גמישותה הפיננסית של השותפות נשענת על רמת מינוף סבירה ומושפעת משווי המאגרים תמר ולווייתן. בהתאם להסכם המימון של החוב הבכיר בתמר, מכירת ההחזקות במאגר תוביל להצטברות פירעון החוב הבכיר, על פי מנגנון מוגדר²⁰. בד בבד, ביום ה- 31 באוגוסט 2018, פרעה השותפות בפירעון מוקדם מלא את הסדרה השנייה של אגרות החוב תמר בונד (בסך 320 מיליון דולר ארה"ב), אשר מועד פירעונה המקורי חל ביום ה- 30 בדצמבר 2018. להערכת מידרוג, היקף החוב הפיננסי של השותפות צפוי לגדול בטווח הקצר ויחס ה- LTV המתואם לפי DCF מידרוג ינוע בטווח של 38%-45%. בהקשר זה, נציין כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של השותפות. לשותפות קיימת מגבלה על הרחבות עתידיות של אגרות החוב המדורגות במידה ויובילו לפגיעה בדירוג, בנוסף לקיומן של התניות פיננסיות בקשר עם מינוף מקסימאלי (יחס הון כלכלי לחוב). במידה ומכירת החזקות השותפות במאגר תמר תתרחש לאחר שנת 2019, יתכן ויידרש גיוס נוסף, בסך של עד 150 מיליון דולר, לצורך מימון פעילותה השוטפת. צרכי המימון מחדש של השותפות צפויים להיות בשנת 2020 (מאגר לווייתן) ובשנת 2021 (אג"ח א).

שחיקה מסוימת ברווחיות וביחסי הכיסוי, לצד תזרימי מזומנים יציבים הנשענים על מאגר תמר בטווח הקצר

נכון למועד הדוח, מקור הכנסתה הבלעדי של השותפות הינו ממאגר תמר, אשר הינו בעל מעמד מונופוליסטי עד להפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן. מאגר תמר מאפשר לשותפות רווחיות תפעולית גבוהה ויציבה, באמצעות תזרים מזומנים יציב הנשען על הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP²¹ ומחיר רצפה. בחודש ינואר 2018, חל "מועד החזר ההשקעה" במאגר תמר, כהגדרתו בהסכם העברת הזכויות משנת 1993, והחל ממועד זה משלמת השותפות תמלוג על לקבוצת דלק בע"מ (להלן: "קבוצת דלק")²² ולדלק תמלוגים (2012) בע"מ (להלן: "דלק תמלוגים"), בשיעור 6.5% חלף 1.5% (טרם מועד החזר ההשקעה), דבר אשר הוביל

¹⁹ EMED הינה חברה ייעודית שנרשמה בהולנד וש-25% ממניותיה מוחזקות על ידי חברה בת בבעלות מלאה של השותפות הרשומה בקפריסין.

²⁰ ככל שיחול קיטון בשיעור ההחזקה של השותפות בחזקת תמר, מתחת ל- 10% (מתוך סך החזקות השותפים במאגר), תפרע השותפות בפירעון מיידי כפוי, מחצית מן הערך הנקוב של אגרות החוב שהונפקו.

²¹ Take or Pay.

²² קבוצת דלק בע"מ מדרגת A2 באופק יציב.

לשחיקה מסוימת ברווחיות השותפות בטווח הקצר. בנוסף, הגדלת היקף החוב הפיננסי של השותפות לאור הוצאות CAPEX משמעותיות בפיתוח מאגר לווינתן, לצד מכירת החזקות במאגר תמר (9.25%) המהווה מקור תזרימי בלעדי בעבור השותפות, שחקו את הרווחיות ואת יחסי הכיסוי של השותפות. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018, הציגה השותפות EBITDA בהיקף של כ-247 מיליון דולר, לעומת כ-302 מיליון דולר ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, ו- FFO בהיקף של כ-175 מיליון דולר, בהשוואה לכ-248 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. בשנים 2015-2017, שמרה השותפות על רמת רווחיות תפעולית ממוצעת של כ-60%, אולם בשנים 2018-2019, צפויה רווחיותה התפעולית של השותפות לעמוד על כ-50%-45%. בתרחיש הבסיס של מידרוג, צפויה שחיקה ב- EBITDA, ב- FFO ובשיעור הרווחיות התפעולית של השותפות, זאת בשל מימוש של זכויות השותפות במאגר תמר²³, לצד עלייה בשיעור תמלוג העל, כמפורט לעיל. להערכתנו, בטווח הקצר (עד מועד הפעלתו המסחרית של מאגר לווינתן) ה- FFO ינוע בטווח של 100-200 מיליון דולר יחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בין 1.5-2.5²⁴. להערכתנו, שנת 2019 צפויה להיות שנה מאתגרת עבור השותפות, ולחזור לסביבה הקודמת. כמו כן, יש לציין כי במידה והיקפי הייצוא לא יהיו משמעותיים (כפי שמתוכנן) ו/או יהיו עיכובים במימוש הסכמי הייצוא, צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין המאגרים בדגש לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש.

נזילות השותפות נתמכת בתזרים יציב ובשמירה על יתרות נזילות משמעותיות אשר הולמות את הדירוג

נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על הזרמה סדירה ורציפה של גז טבעי למשק, לצד רווחיות גבוהה. אולם, במידה ומכירת החזקות השותפות במאגר תמר תתרחש טרם מועד ההפעלה המסחרית של מאגר לווינתן, תעמוד השותפות בפני סיכון פערי עיתוי בקשר עם מקורותיה התזרימיים, ככול שיחולו אירועים בלתי צפויים מהותיים. כמו כן, חלוקות רווחים אגרסיביות וצורכי השקעה מאסיביים הנדרשים לפיתוח מאגר לווינתן, עלולים לשחוק את יתרות הנזילות של השותפות, כאשר נכון ליום ה-30 בספטמבר 2018, לשותפות יתרות נזילות בהיקף של כ-336 מיליון דולר. לדברי השותפות, מדיניות חלוקת הרווחים שלה כוללת חלוקה של יתרות נזילות עודפות מעבר לצרכיה השוטפים, תוך שמירה על יתרות נזילות מינימאליות הולמות בהתאם לתחזית השותפות, בדגש על מתן מענה להוצאות הנדרשות לפיתוח מאגר לווינתן. ביתר פירוט, בתרחיש הבסיס של מידרוג בקשר עם היקף המקורות והשימושים השוטפים של השותפות לתקופה של 12 החודשים הקרובים, הנחנו כי המקורות העומדים לרשות השותפות מורכבים מתקבולים ישירים ועקיפים מפרויקט תמר, לרבות מכירת החזקות השותפות במאגר תמר (בהקשר זה, נציין כי נבחן תרחיש של מכירת הזכויות בשנת 2020, כאשר במקרה זה, יתכן ויידרש גיוס נוסף בסך של עד 150 מיליון דולר), מסגרות אשראי (מימון פיתוח מאגר לווינתן) ויתרת מזומנים משמעותית. השימושים של השותפות כוללים הוצאות CAPEX גבוהות, שירות חוב (קרן וריבית), לרבות פירעון מוקדם של תמר בונד, מס (בעקבות מכירת החזקות במאגר תמר) וכן, השלמת עסקת EMG. נציין כי אי-שמירה על רמת נזילות הולמת ו/או חלוקות רווחים אשר תשחקנה את יתרות הנזילות של השותפות, עלולות להשפיע לרעה על הדירוג בדגש על שנת 2019 ועד הפעלתו המסחרית של מאגר לווינתן. בתרחיש הבסיס הבאנו בחשבון כי טרם מועד ההפעלה המסחרית של מאגר לווינתן, חלוקות רווחים תתבצענה, רק במידה ומאגר תמר יימכר ולשותפות יהיה מקור תזרימי המבטיח את צרכיה המלאים. תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי לאורך תקופת ההקמה של מאגר לווינתן וטרם מכירת החזקות במאגר תמר, תשמור השותפות על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח של 100-150 מיליון דולר.

²³ ביום ה-20 ביולי 2017, הועברו לידי תמר פטרולים בע"מ זכויות בשיעור של 9.25% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות.
²⁴ ה- FFO יחסי כיסוי הריבית יושפעו ממועד מכירת יתרת החזקות השותפות במאגר תמר.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחס המינוף וביחסי הכיסוי

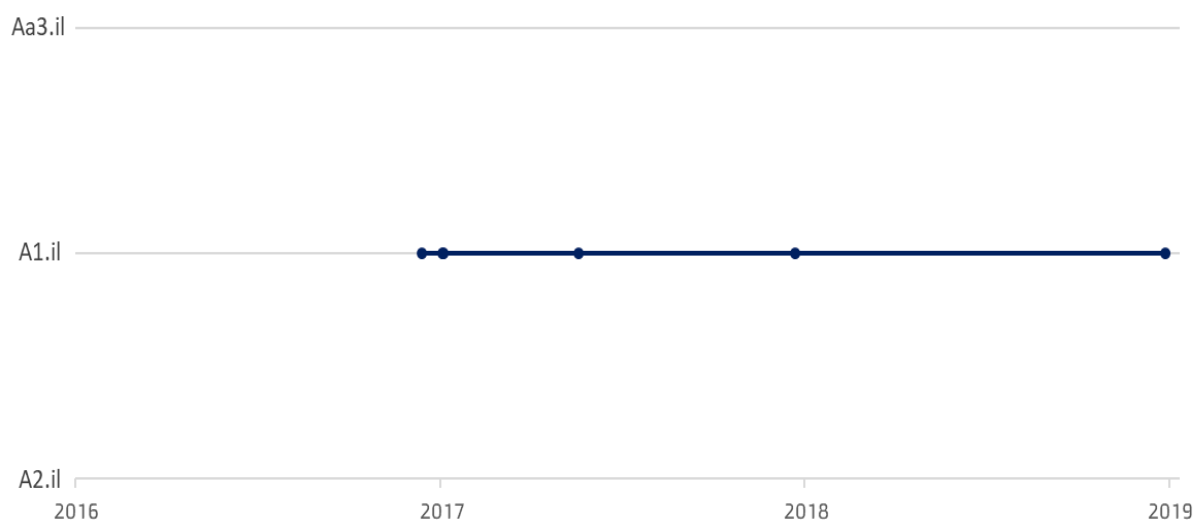
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה נוספת בגמישות הפיננסית וגידול במינוף השותפות
- פגיעה בדירוג דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (טרם מימוש מלוא החזקות השותפות במאגר תמר)
- אי-עמידה בלו"ז ובמסגרת התקציב שנקבעה לפיתוח מאגר לווייתן
- קיטון בנזילות השותפות וחלוקת רווחים אגרסיבית
- קיטון משמעותי בשווי המאגרים תמר ו/או לווייתן
- פגיעה משמעותית ביציבות הפיננסית של נובל אנרג'י באופן שעלול לפגוע בתפעול מאגר תמר ו/או בפיתוח מאגר לווייתן

אודות השותפות

דלק קידוחים ש.מ. הינה שותפות מוגבלת אשר התאגדה ביולי 1993, מכוח הסכם שנערך בין דלק ניהול קידוחים (1993) בע"מ, כשותף כללי (להלן: "דלק ניהול קידוחים"), לבין חברת דלק נאמנויות קידוחים בע"מ, כשותף מוגבל, המשמש כנאמן (להלן: "דלק נאמנויות"). דלק ניהול קידוחים ודלק נאמנויות הינן חברות בנות של דלק מערכות אנרגיה, חברה הנמצאת בשליטת קבוצת דלק, אשר בעל השליטה בה הינו יצחק תשובה. ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך השותפות, העוסקת בהפקה ומכירה של גז טבעי וקונדנסט (Condensate) ממאגר תמר. בנוסף עוסקת השותפות בפעילויות קידום ותכנון הרחבת מאגר תמר, תכנון ופיתוח המאגרים לווייתן ואפרודיטה, וכן בפעילויות חיפוש נפט וגז. יחידות ההשתתפות של השותפות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א ונכללות במדד ת"א 35. השותפות מחזיקה בשיעור של כ- 22% במאגר תמר באופן ישיר²⁵, כ- 45.3% במאגר לווייתן וכ- 30% במאגר אפרודיטה. בחודש אוקטובר 2018, התקבלה הצעת רכש החליפין שפרסמה קבוצת דלק, במסגרתה הציעה לרכוש מהניצעים מניות של דלק מערכות אנרגיה בתמורה ליחידות השתתפות של השותפות, מזומן ומניות של קבוצת דלק. בעקבות קבלת ההצעה, מחזיקה קבוצת דלק במישרין ביחידות השתתפות של השותפות בשיעור של 4.99% חלף 7.83% טרם לכן.

היסטוריית דירוג



²⁵ נציין כי בנוסף, מחזיקה השותפות בכ- 22.6% בתמר פטרוליום בע"מ, המחזיקה ב- 16.75% במאגר תמר.

דוחות קשורים[דירוג- דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)[דירוג- קבוצת דלק בע"מ](#)[דירוג- דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ](#)[דירוג- תמר פטרוליום בע"מ](#)[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא פיננסיים](#)[מתודולוגיה לדירוג פרויקטים ותשתיות](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

31.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
25.12.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
11.12.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק קידוחים ש.מ.	שם יוזם הדירוג:
דלק קידוחים ש.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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>