

# דלק קידוחים - שותפות מוגבלת

מעקב | אוקטובר 2020

## אנשי קשר:

### מתן וינברג

אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[matan.w@midroog.co.il](mailto:matan.w@midroog.co.il)

### מוטי ציטרין

ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[moty@midroog.co.il](mailto:moty@midroog.co.il)

### ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל  
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

---

## דלק קידוחים - שותפות מוגבלת

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה דלק קידוחים - שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים" ו/או "השותפות") ומותירה על כנו את הדירוג A2.il. אופק הדירוג יציב. הוצאת הדירוג מבחינה וקביעת אופק דירוג יציב, נובעת בעיקר מהשלמת תהליך המימון מחדש של הלוואת הגישור לפיתוח מאגר לווייתן והמרתה לחוב בכיר לזמן ארוך, במתווה של 4 סדרות אג"ח בהיקף כולל של 2.25 מיליארד דולר.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2021	יציב	A2.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 מזהמים, תוך הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה ושקופה, תוך הסדרת כמויות יצוא ואבני דרך לפיתוח מאגרים קיימים; (3) פרופיל הסיכון הענפי בו פועלת השותפות הינו בינוני. הענף הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לחיפוש והפקה של נפט וגז טבעי, השקעות הוניות גבוהות ויכולות טכניות מוכחות; (4) אסטרטגיית השותפות הינה למקסם רווחים מהחזקתה במאגר תמר, עד למכירת יתרת זכויותיה במאגר עד סוף שנת 2021; (5) מעמד עסקי דומיננטי המתאפיין בהיקפי פעילות גבוהים, לצד צפי לפגיעה בנתח השוק ובמעמד העסקי, כתוצאה ממימוש החזקות השותפות במאגר תמר; (6) חשש לפגיעה בביקושים לגז טבעי במשק בטווח הקצר בשל משבר נגיף הקורונה, ולאחריה המשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק בטווח הבינוני-ארוך, לצד גידול משמעותי בייצוא הגז הטבעי לירדן ולמצרים; (7) התמורות במשק האנרגיה תומכות בגידול בצריכת הגז הטבעי במשק וכוללות, בין היתר, מדיניות הפחתת פליטות (לרבות מעבר מייצור בפחם לייצור באמצעות גז טבעי), קיצור הלו"ז להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי, הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, גידול בביקושים לגז טבעי לצורך ייצור חשמל וביקושים לייצוא; (8) תחרות הולכת וגוברת בין המאגרים תמר ולווייתן, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (אשר טרם נקבע מועד פיתוחו). בד בבד, במידה ומאגר לווייתן לא יחתום על הסכמים מהותיים נוספים לאספקת גז טבעי, עלול היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת אף יותר בקשר עם מחיר הגז וטיב הלקוחות; (9) בהתאם להחלטת רשות התחרות, ביום 13 באוקטובר 2020 הסכימה השותפות לאיין את זכות הווטו שברשותה בקשר עם שיווק גז טבעי ממאגר תמר; (10) מחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י"), למכירת כמויות מעבר לכמות המינימאלית לחיוב על פי ההסכם המקורי ובמחיר נמוך יותר מזה הקבוע בהסכם המקורי, וכן בהסכם לאספקת גז טבעי ממאגר לווייתן לחח"י; (11) רכישת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י") על ידי Chevron Corporation (להלן: "שברון"<sup>2</sup>), אשר הינה חברה מובילה בקנה מידה עולמי, צפויה להיטיב עם השותפות, באמצעות הניסיון והידע של שברון בהיבטים ניהוליים ותפעוליים, זאת לצד זהות האינטרסים עם השותפות, הנגזרים משיעורי החזקות גבוהים יותר במאגר לווייתן; (12) ביום 18 באוגוסט 2020, השלימה השותפות מימון מחדש של הלוואת הגישור לפיתוח מאגר לווייתן והמרתה לחוב בכיר לזמן ארוך, במתווה של 4 סדרות אג"ח בהיקף כולל של 2.25 מיליארד דולר, באמצעות לווייתן בונד בע"מ (להלן: "לווייתן בונד"). במסגרת זו ביצעה השותפות גם פירעון מלא של הלוואה בנקאית בהיקף של כ-300 מיליון דולר; (13) גמישותה הפיננסית של השותפות, הנשענת על נגישותה לשוקי ההון ולגופים פיננסיים, מושפעת משווי המאגרים תמר ולווייתן, אשר נשחקו משמעותית בשנה האחרונה ומשועבדים במסגרת החובות הפרויקטליים. לדברי השותפות, לווייתן בונד מאפשר לשותפות גיוס של עד 250 מיליון דולר נוספים, תחת המגבלות הנקובות בהסכם הלוואה. עובר למועד הדוח אגרות החוב המדורגות (סדרה א') נסחרות בתשואה הדומה

<sup>1</sup> נובל אנרג'י מדורגת בדירוג Baa3, תחת בחינה להעלאת דירוג על ידי Moody's.  
<sup>2</sup> קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב על ידי Moody's.

לסביבתה טרם משבר הקורונה; (14) יחסי כיסוי איטיים ביחס לדירוג, אשר צפויים להשתפר בהדרגה כתוצאה ממימוש החזקות במאגר תמר ופירעון ההתחייבויות הנלוות, הצפויות להקטין את החוב הפיננסי; (15) נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על הזרמה סדירה ורציפה של גז טבעי, לצד רווחיות גבוהה; (16) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי, וכתוצאה מכך אף להחריף את התחרות השוררת בין המאגרים; (17) לשותפות חובות בכירים המשועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של חובות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהם. כמו כן, קיימים מנגנונים שונים אשר מגבילים את עיתוי והיקף העברת התזרימים לשותפות מנכסי הבסיס; (18) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות, מחזקים את ודאות ויציבות תזרימי המזומנים ותומכים בפרופיל הפיננסי של השותפות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפויה תחרות הולכת גוברת בין מאגר תמר למאגר לווייתן, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022<sup>3</sup>) ותנין (טרם נקבע מועד פיתוח). להערכתנו, במידה ומאגר לווייתן לא ימשיך לממש, ואף יגדיל את כמויות הייצוא הנמכרות, בהתאם להסכמי יצוא הגז הטבעי הקיימים, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. בטווח הקצר, אנו צופים פגיעה בביקושים בשוק המקומי, בשל משבר הקורונה והירידה בצריכת החשמל במשק. אולם, בטווח הבינוני-ארוך אנו מעריכים כי הצריכה המשקית של גז טבעי צפויה להמשיך ולגדול על פני זמן, בין היתר, כתוצאה ממדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, גידול האוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל. בפרט, בשנתיים הקרובות, עובר למועד הפעלתו המסחרית של מאגר כריש (עד לשנת 2022, כאמור לעיל), צפויה הצריכה המשקית של גז טבעי לנוע, להערכתנו, בטווח שבין 9.5-12.5 BCM, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן צפויה לנוע בטווח שבין 4.0-7.0 BCM. לפיכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר צפויה לנוע בטווח שבין 7.5-9.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שאספקת הגז הטבעי ממאגר לווייתן צפויה לנוע בטווח שבין 6.0-9.0 BCM, כאשר הטווח הרחב בלווייתן נובע מעלייה הדרגתית בייצוא ומהשפעות אפשריות של נגיף הקורונה, לצד תנודתיות במחירי האנרגיה. כמו כן, הנחנו כי בשנים 2020-2021 ינוע היקף ה-FFO של השותפות בטווח שבין 300-450 מיליון דולר. להערכתנו, יחסי הכיסוי הנגזרים מכלל חובותיה של השותפות, הינם איטיים ביחס לרמת הדירוג, אולם צפויים להשתפר בהדרגה עם הקטנת החוב הפיננסי, כאשר לפי תרחיש הבסיס, בשנים 2020-2021 צפוי יחס החוב ל-FFO לנוע בטווח שבין 5.5-10.5, בעוד שיחס כיסוי הריבית צפוי להשתפר גם כן ולנוע בין 2.5-3.5 בתקופה זו. נציין, כי היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי המוזכרים לעיל יושפעו ממועד מכירת יתרת החזקות השותפות במאגר תמר. הובא בחשבון כי חלוקות רווחים תתבצענה רק במידה ולשותפות יהיה מקור תזרימי מספק המבטיח את פירעון ההתחייבויות השוטפות וכן את צרכיה המלאים. אולם, ככל שהשותפות לא תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שתספקנה לצרכיה השוטפים ו/או תפר את האיזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, צפוי הדירוג להיפגע. בשנים 2020-2021 צפוי יחס החוב הפיננסי ל-Cap לנוע בטווח שבין 67%-77%. בנוסף, הנחנו כי טרם מכירת החזקות במאגר תמר, תשמור השותפות על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח שבין 100-150 מיליון דולר.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בשיעור המינוף וביחסי הכיסוי, לצד הגדלת ודאות תזרימי המזומנים הנובעים מנכסי הבסיס של השותפות

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית בגמישותה הפיננסית של השותפות, לצד גידול ברמת המינוף
- אי-שמירה על יתרות נזילות מינימאליות לצרכיה השוטפים של השותפות ו/או הפרת האיזון בין בעלי החוב לבעלי ההון
- קיטון משמעותי נוסף בשווי נכסי הבסיס
- פגיעה מהותית בדירוג דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (להלן: "תמר בונד") טרם מימוש מלוא החזקות השותפות במאגר תמר

<sup>3</sup> ככל שלא יחולו עיכובים בפיתוח הפרויקט בשל השפעות נגיף הקורונה.

**דלק קידוחים - שותפות מוגבלת - נתונים עיקריים, במיליוני דולרים**

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020	
422	367	359	177	327	הכנסות נטו
273	269	225	113	218	רווח תפעולי*
373	317	295	142	281	*EBITDA
817	277	224	85	120	רווח נקי**
260	181	126	56	180	***FFO
443	744	610	316	125	הוצאות CAPEX
618	855	814	912	895	הון
2,187	2,672	3,381	2,949	3,420	חוב פיננסי****

\* בנטרול חלק השותפות ברווחי חברה כלולה, נטו, והכנסות/הוצאות אחרות.

\*\* בשנת 2017 רשמה השותפות הכנסה חד פעמית בסך של 567 מיליון דולר, בגין מכירת החזקות בשיעור של 9.25% במאגר תמר.

\*\*\* כולל דיבידנד שהתקבל מחברות כלולות.

\*\*\*\* כולל התחייבויות לסילוק נכסי נפט וגז ורווחים לחלוקה שהוכרזו, בנטרול כרית ביטחון שהועמדה לטובת סדרות האג"ח של תמר בונד.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**מאגרי הגז הטבעי מהווים משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי**

בשטחה הכלכלי של מדינת ישראל פעילים כיום 2 מאגרי גז - מאגר תמר ומאגר לווייתן, כאשר מאגר גז טבעי נוסף נמצא בשלבי הקמה מתקדמים (מאגר כריש), וצפוי להתחיל בהפעלה מסחרית עד לשנת 2022. זמינות מתמדת של מגוון 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 מזהמים, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

**צפי לפגיעה בביקושים לגז טבעי במשק בטווח הקצר בשל משבר הקורונה, ובסימום המשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק בטווח הבינוני-ארוך, לצד גידול משמעותי בייצוא הגז הטבעי לירדן ולמצרים**

בהתאם לנתוני רשות הגז הטבעי במשרד האנרגיה<sup>4</sup>, בשנת 2019 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (כולל יצוא) והסתכמה בכ- BCM 11.3 (המהווים גידול של כ-2% בלבד ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2018), מתוכם כ-10.5 BCM סופקו ממאגר תמר וממאגר ים תטיס<sup>5</sup>, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצופ הימי (BUOY). כמו כן, בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2018 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ-11.1 BCM, מתוכם כ-10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצופ הימי (גידול של כ-7% ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2017, כ-10.35 BCM). בטווח הקצר, אנו צופים פגיעה בביקושים בשוק המקומי, בשל משבר הקורונה והירידה בצריכת החשמל במשק. בהקשר זה, נציין כי בהתאם לדיווחי השותפות, במחצית הראשונה לשנת 2020, נמכרו כ-3.4 BCM ממאגר תמר ועוד כ-3.0 BCM ממאגר לווייתן, אולם כמויות אלו כוללות יצוא של גז טבעי לירדן ולמצרים וזאת בנוסף לייבוא של גז נוזלי (LNG), בהיקף של כ-0.4 BCM במחצית הראשונה של שנת 2020, אשר שימשו לצריכה מקומית. בטווח הבינוני-ארוך, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה, כמפורט מטה, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חח"י (בהספק כולל של כ-1,200 מגה-ואט) עד לסוף שנת 2022, וכן לצד המשך גידול האוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל. להערכתנו, היקף הצריכה המשקית של גז טבעי ינוע בטווח שבין 9.5-12.5 BCM בשנתיים הקרובות, ויושפע מהתמשכות השלכות נגיף הקורונה, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן תנוע בין 4.0-7.0 BCM,

<sup>4</sup> [משרד האנרגיה, רשות הגז הטבעי: סקירת ההתפתחויות במשק הגז הטבעי, סיכום שנת 2019.](#)

<sup>5</sup> הפקת הגז הטבעי ממאגר ים תטיס הופסקה לחלוטין במהלך שנת 2019.

ותושפע בעיקר מן התנודתיות במחירי האנרגיה והשלכותיהם על הכמויות החוזיות הנמכרות.<sup>6</sup> לפיכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 7.5-9.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שאספקת הגז הטבעי ממאגר לווייתן תנוע בטווח שבין 6.0-9.0 BCM, כאשר טווח האספקה הרחב במאגר לווייתן נובע מעלייה הדרגתית בייצוא ומהשפעות אפשריות של נגיף הקורונה, לצד התנודתיות במחירי האנרגיה.

### **מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, תוך קיצור הלו"ז להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי, צפויה לתמוך בהמשך הגידול בביקושים לגז טבעי**

במסגרת מדיניות משרד האנרגיה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות, צפויות יחידות הייצור 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (בהיקף כולל של כ-1,440 מגה-ואט) להיסגר בשנת 2022 (לא יאוחר מחודש יוני) לפי החלטת הממשלה, בעוד שהיחידות הנותרות תמשכנה לפעול במינימום תפעולי והעומס בתחנות יעלה רק כאשר לא קיימת אלטרנטיבה זמינה בגז. מדיניות זו, ככל שתימשך, צפויה להפחית את חלקו של הפחם מכ-30% מתמהיל הדלקים כיום, לכ-15% בלבד מתמהיל הדלקים במוצע בעתיד. יתרה מכך, בהוראת שר האנרגיה נבחנה גם מדיניות להפחתה מלאה של השימוש בפחם במשק.<sup>7</sup> לאחר סיום הבחינה הודיע שר האנרגיה כי לאחר בחינת כל השיקולים הרלוונטיים, ניתן לקצר את לוחות הזמנים בהסבת תחנות הכוח הפחמיות בחדרה ובאשקלון לגז טבעי עד לסוף שנת 2025, ובשנה זו, למעשה, עשוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל.<sup>8</sup> להערכתנו, מדיניות הממשלה להפחתת השימוש בפחם ובדלקים מזהמים, אשר באה לידי ביטוי בשורת החלטות שהתקבלו בשנים האחרונות, צפויה לתמוך בהמשך הגידול בביקושים לגז טבעי. יש לציין, כי יישום המדיניות של משרד האנרגיה, תוך עמידה בלוחות הזמנים, הינה הכרחית ליציבות סקטור הגז הטבעי.

### **תחרות הולכת וגוברת בין המאגרים, אשר תתעצם עם הפעלת המסחרית של המאגרים כריש ותנין**

ביום 31 בדצמבר 2019, הודיעה דלק קידוחים כי החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן,<sup>9</sup> זאת לאחר שהקמתו של המאגר בוצעה במסגרת לוחות הזמנים שהוגדרו ואף בתקציב נמוך מהצפוי. כמו כן, בתחילת שנת 2020 נכנסו לתוקף חוזי הייצוא המהותיים של מאגר לווייתן למצרים ולירדן, והחל ייצוא בפועל של גז טבעי בכמויות משמעותיות, כאשר במחצית השנייה של שנת 2020 החל גם יצוא גז טבעי למצרים גם ממאגר תמר, לאחר השלמת התשתית הפיזית לייצוא גז טבעי מישראל. הפעלת המסחרית של מאגר לווייתן פגעה במעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי (החל ממרץ 2013).<sup>10</sup> התחרות בשוק הגז המקומי צפויה כעת להוסיף ולהתפתח לאור הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה<sup>11</sup>, ולהתעצם אף יותר עם הפעלת המסחרית של המאגרים כריש ותנין, כאשר מאגר לווייתן צפוי להמשיך ולהתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לווייתן לספק כמויות של 2.5-4.5 BCM בשנה לשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי לספק כמויות של 5.0-6.5 BCM בשנה לשוק המקומי, בטווח הבינוני-ארוך. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומרבית הלקוחות החתומים של מאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כך שהפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן והפעלתו הצפויה של מאגר כריש פוגעות באופן מהותי במעמדו העסקי של מאגר תמר, אשר מאידך החל לייצא גז למצרים במחצית השנייה של שנת 2020. יתרה מכך, החוזים לאספקת גז טבעי עליהם חתמו לקוחות מאגר כריש, הינם במחיר נמוך משמעותית ביחס לחוזים שנחתמו אל מול מאגר תמר ומאגר לווייתן. בשל התמורות בסקטור הגז הטבעי במשק, הניחו בעלי הזכויות במאגר תמר ירידה בשיעור של 25% במחיר מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל החל מיום

<sup>6</sup> לאחר מכן, בטווח הבינוני-ארוך היקף הייצוא המקסימלי צפוי להגיע עד 10 BCM בשנה.

<sup>7</sup> רשות החשמל: מענה לבקשת התייעצות בנוגע לקביעת עקרונות מדיניות הפחתה או הפסקה של השימוש בפחם למעט במצבי חירום, נובמבר 2019.

<sup>8</sup> משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

<sup>9</sup> לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 31 בדצמבר 2019 באתר מא"ה.

<sup>10</sup> למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזולי מהמצוף הימי (BUOY) וכמויות מזעריות ממאגר ים תטיס.

<sup>11</sup> בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שני.

1 ביולי 2021 (להלן: "מועד ההתאמה הראשון"), בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים.<sup>12</sup> בד בבד, טרם נחתמו הסכמים למכירת מלוא יכולת ההפקה ממאגר לווייתן לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכת מידרוג, במידה ומאגר לווייתן לא ימשיך לממש את הסכמי יצוא הגז הטבעי בהיקפים משמעותיים, עלול היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת אף יותר, בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. נציין, כי מימוש ההסכמים הקיימים טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם מצרים וירדן בפרט. יתר על כן, לשותפות חשיפה משמעותית לסיכונים האשראי של ירדן<sup>13</sup> ומצרים<sup>14</sup>. עם זאת, להערכתנו, כניסת שברון לשוק המקומי והתהליכים המדיניים שהתרחשו בתקופה האחרונה אל מול מדינות ערב שונות, יכולים להקטין במידה מסוימת חלק מהסיכונים הגאופוליטיים.

## בהתאם להחלטת רשות התחרות, הסכימה השותפות לאיין את זכות הווטו שברשותה בקשר עם שיווק גז טבעי ממאגר

### תמר

ביום 6 בספטמבר 2020, התקבלה הודעת רשות התחרות בקשר עם זכות הווטו על החלטות שיווק גז טבעי ממאגר תמר, לפיה, בין היתר, החזקה של השותפות בזכות ובכוח למנוע מיתר המחזיקות במאגר תמר קבלת החלטות או פעולות לשיווק גז ממאגר תמר בניגוד לתנאי "החלטה לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל-הסכם בין קבוצת דלק בע"מ לבין ישראלמוק נגב 2, שותפות מוגבלת, נוכל אנרג'י ואחרים" מיום 22 באוגוסט 2006, היא הפרה של הוראות סעיף 4 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988. על כן, נדרשה השותפות לפעול תוך חודש על מנת לאיין את זכות הווטו שברשותה. הודעה דומה התקבלה גם אצל ישראלמוק נגב 2, שותפות מוגבלת.<sup>15</sup> כמו כן, פורסמה חוות דעתו של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפט כלכלי) בעניין זכות הווטו של נוכל אנרג'י במאגר תמר, ולפיה כל אחת מן המחזיקות במאגר תמר מחזיקה בזכות וטו, לרבות נוכל, אשר רשאית להחזיק בזכות וטו כאמור וזאת עד ליום מכירת החזקות במאגר תמר לצד שלישי שאינו קשור לשותפות או לנוכל, או עד ליום 17 בדצמבר 2021, לפי המוקדם מביניהם.<sup>16</sup> ביום 13 באוקטובר 2020, הודיעה השותפות לרשות התחרות כי לא תתנגד לבדה להחלטות או לפעולות עניין שיווק גז טבעי ממאגר תמר. בד בבד, השותפות תוכל להצטרף, אד הוק, להסכמה או סירוב של אחת מהשותפות ביחס להחלטה או פעולה בפריקט תמר, ובלבד שההצטרפות לא תיעשה בהסכם מסגרת, תחת שיתוף פעולה מוסכם ובתמורה. כמו כן, לא תוכל השותפות להצטרף לדרישה של שותפה בתמר לקבל מחיר גבוה מיתר השותפות עבור שיווק חלקה במאגר תמר. נוסף על כך, הודיעה השותפות כי לא תוכל לדרוש או לקבל פיצוי עבור הסכמתה להחלטה או פעולה לשיווק גז, ולא תוכל להתנות את הסכמתה לפעולה או החלטה לשיווק גז בדרישת פיצוי, אף אם מתקבלת החלטה, במסגרתה מקבל שותף אחר במאגר תמר פיצוי.<sup>17</sup>

## מחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל

ביום 17 בפברואר 2019, דיווחה דלק קידוחים כי שותפי תמר הגיעו להסכמה עם חברת החשמל בנוגע לתיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל (להלן: "הסכם תמר-חח")<sup>18</sup>. בהמשך לדיווח, ביום 24 בספטמבר 2019, הודיעה דלק קידוחים כי חתימת התיקון להסכם, אם וככל שייחתם, כפופה להסכמתם של כלל שותפי תמר, אשר אין כל ודאות כי תתקבל<sup>19</sup>. עובר למועד הדוח, קיימת מחלוקת בין דלק קידוחים ונוכל אנרג'י לבין חלק משותפי תמר לגבי יכולתם של האחרונים לחייב את דלק קידוחים ונוכל אנרג'י להסכים לתנאי התיקון להסכם. בהמשך לכך, ביום 20 בנובמבר 2019, פנו חלק משותפי תמר אשר אינם מחזיקים במאגר לווייתן, לממונה על התחרות בבקשה, בין היתר, במטרה להבהיר כי דלק קידוחים ונוכל אנרג'י מחויבות להסכים לשיווק משותף של גז

<sup>12</sup> בהתאם להסכם עם חברת החשמל, במועד ההתאמה הראשון (אשר יחול ביום 1 ביולי 2021) תתאפשר הפחתה או תוספת של עד 25%, ובמועד ההתאמה השני (אשר יחול ביום 1 ביולי 2024), תתאפשר הפחתה או תוספת של עד 10% במחיר ליחידת אנרגיה.

<sup>13</sup> ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.

<sup>14</sup> מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

<sup>15</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 7 בספטמבר 2020, באתר מא"ה](#).

<sup>16</sup> לפירוט נוסף, ראה: [משרד המשפטים, ייעוץ וחקיקה \(משפט כללי\), חו"ד היועץ המשפטי לממשלה בקשר עם זכות הווטו של נוכל אנרג'י במאגר תמר](#).

<sup>17</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 14 באוקטובר 2020, באתר מא"ה](#).

<sup>18</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 17 בפברואר 2019, באתר מא"ה](#).

<sup>19</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 24 בספטמבר 2019, באתר מא"ה](#).

מחזקת תמר ללקוח חדש או לתיקון להסכם גז מחזקת תמר ללקוח קיים, לרבות התיקון להסכם תמר-חח", בתנאים שסוכמו על ידי חלק משותפי תמר, ללא מעורבותן של השותפות ונובל אנרג'י<sup>20</sup>. בהמשך לכך, שותפי תמר האחרים מלבד השותפות ונובל אנרג'י (ישראלקו נגב 2 ש.מ., תמר פטרוליום בע"מ, דור חיפוש גז ש.מ. ואורסט תשתיות ש.מ.) (להלן ביחד: "שותפי תמר האחרים") חתמו על תוספת להסכם תמר-חח", למכירת כמויות שהינן מעבר לכמות המינימאלית לחיוב על פי הסכם תמר-חח" ובמחיר נמוך יותר מזה הקבוע בהסכם תמר-חח", וכן בהסכם לאספקת גז טבעי ממאגר לווייתן לחח". בד בבד, ביום 4 באוקטובר 2020, הודיעו שותפי תמר האחרים לשותפות ולנובל אנרג'י כי התקשרו בתוספת להסכם תמר-חח" וכי לשותפות ולנובל אנרג'י ניתנת האפשרות להצטרף לתוספת בתוך 60 ימים ממועד החתימה. עמדת השותפות, בהתבסס על יועציה המשפטיים, הינה כי חתימת התוספת להסכם תמר-חח" על ידי חברת החשמל הינה בניגוד להסכם לאספקת גז טבעי ממאגר לווייתן לחברת החשמל ותוך הפרתו. לפיכך, בוחנת השותפות את כלל האפשרויות העומדות בפניה ואת השפעתן האפשרית על היקפי מכירות הגז הטבעי מן המאגרים לווייתן ותמר ועל ההכנסות הצפויות ממאגרים אלו. ביום 7 באוקטובר 2020, פנו שותפי תמר האחרים לממונה על התחרות בדרישה להורות לנובל אנרג'י לספק גז טבעי ממאגר תמר לחח" במסגרת התיקון להסכם, זאת בטענה כי סירובה של נובל אנרג'י לעשות כן נובע מניגוד עניינים לאור החזקתה במאגר לווייתן.<sup>21</sup> ביום 8 באוקטובר הודיעו נובל אנרג'י והשותפות על סירובן להצטרף לתוספת להסכם. בעקבות זאת, הודיעו שותפי תמר האחרים כי הם דוחים את טענות נובל אנרג'י והשותפות, וכי יבחנו, באמצעות יועציהם המשפטיים, את האפשרויות העומדות בפניהם.<sup>22</sup> מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

### מכירת החזקות השותפות במאגר תמר עד לסוף שנת 2021 צפויה לפגוע במעמדה העסקי

עובר למועד הדוח, מחזיקה השותפות בשיעור של כ-22% במאגר תמר באופן ישיר<sup>23</sup> וכ-45.3% במאגר לווייתן. בהתאם למתווה הגז, מחויבת השותפות למכור את מלוא החזקתה במאגר תמר עד ליום 17 בדצמבר 2021, אחרת תועבר החזקת השותפות במאגר תמר למימוש בידי נאמן. אסטרטגיית השותפות הינה למקסם רווחים מהחזקתה במאגר תמר, עד למכירת יתרת זכויותיה במאגר הצפויה במהלך שנת 2021. בהתאם להסכם המימון של החוב הבכיר בתמר, מכירת החזקות במאגר תוביל להאצת פירעון החוב הבכיר, על פי מנגנון מוגדר.<sup>24</sup> בתרחיש הבסיס הובא בחשבון כי תמורת המכירה צפויה לשמש לפירעון יתרת סדרות החוב של תמר בונד וכן לפירעון מחצית מאגרות החוב (סדרה א') של השותפות, לכל הפחות. לאחר השלמת מימוש החזקת השותפות במאגר תמר, אנו מניחים חלוקת עודפים אשר תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח של 100-150 מיליון דולר. אולם, ככל שהשותפות לא תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שתספקנה לצרכיה השוטפים ו/או תפר את האיזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, צפוי הדירוג להיפגע. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בקשר עם מימוש החזקות במאגר תמר ופירעון ההתחייבויות הנלוות, בדגש על שווי ויעוד השימוש בתמורות נטו, כנגזרת מהאסטרטגיה הפיננסית של השותפות.

### רכישת נובל אנרג'י על ידי שברון, צפויה להטיב עם השותפות באמצעות הניסיון והידע של שברון בהיבטים ניהוליים ותפעוליים, לצד זהות אינטרסים עם השותפות, הנגזרים משיעורי החזקות גבוהים יותר במאגר לווייתן

ביום 20 ביולי 2020, הכריזה שברון על הסכם לרכישת מלוא מניותיה של חברת נובל אנרג'י, בעבור תמורה של 0.1191 מניית שברון לכל מניית נובל אנרג'י. ביום 2 באוקטובר 2020, אישרו בעלי המניות של נובל אנרג'י את עסקת המיזוג וביום 5 באוקטובר 2020, הודיעה שברון על השלמת העסקה, כך שנובל אנרג'י הינה חברה כלולה בבעלות מלאה של שברון.<sup>25</sup> שברון הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, אשר מנייתה נסחרת בבורסת ניו יורק (NYSE). שברון עוסקת בפעילויות חיפוש, הפקה והולכה של נפט וגז טבעי, זיקוק ושיווק של דלקים, ייצור חשמל, שירותי אנרגיה ותחומים נוספים. נכון לסוף שנת 2019 ולסוף הרבעון השני לשנת 2020, עמד שווי סך

<sup>20</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 20 בנובמבר 2019, באתר מא"ה.](#)

<sup>21</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח מיום 7 באוקטובר 2020, באתר מא"ה.](#)

<sup>22</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח מיום 11 באוקטובר 2020, באתר מא"ה.](#)

<sup>23</sup> בנוסף, מחזיקה השותפות בכ-22.6% בתמר פטרוליום בע"מ, המחזיקה ב-16.75% במאגר תמר.

<sup>24</sup> ככל שיחול קיטון בשיעור החזקה 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.

<sup>25</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 6 באוקטובר 2020, באתר מא"ה.](#)

נכסיה של שברון על כ-237 וכ-223 מיליארד דולר, בהתאמה, ואילו הכנסותיה התפעוליות בשנת 2019 ובמחציתה הראשונה של שנת 2020 הסתכמו לכ-140 וכ-71 מיליארד דולר, בהתאמה, כך שמאגר תמר ומאגר לווייתן אינם מהווים נדבך מרכזי בפורטפוליו שלה. על כן, חשיבות המאגרים לשברון עלולה להיות פחותה בהשוואה לחשיבותם עבור נובל אנרג'י. עובר למועד הרכישה, החזיקה נובל אנרג'י בכ-25% מן הזכויות במאגר תמר ובכ-39.7% מן הזכויות במאגר לווייתן וכן, שימשה כמפעיל בשני המאגרים. להערכת מידרוג, רכישת נובל אנרג'י בידי שברון צפויה להיטיב עם השותפות, באמצעות הניסיון העשיר והידע של שברון, לצד זהות האינטרסים הנגזרים משיעורי החזקות גבוהים יותר במאגר לווייתן. בנוסף, לאור פעילותה הכלכלית הענפה וקשריה של שברון בעולם בכלל ובמזרח התיכון בפרט, אנו מעריכים כי חל גידול ברמת הוודאות בקשר עם מימוש מלא של חוזה הייצוא לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזה ייצוא נוספים. עם זאת, בשל שיעורי החזקות גבוהים יותר של השותפות ושל נובל אנרג'י (שנרכשה ע"י שברון) במאגר לווייתן (כ-45.3% וכ-39.7%, בהתאמה) בהשוואה לשיעורי החזקות במאגר תמר (כ-22% וכ-25%, בהתאמה), ובשל העובדה כי על השותפות לממש את החזקתה במאגר תמר עד סוף שנת 2021, הרי שקיימת העדפה של דלק קידוחים ונובל אנרג'י לטובת מאגר לווייתן, שבה לידי ביטוי, בין היתר, במחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל, כמפורט לעיל. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

### מימון מחדש של הלוואת הגישור לפיתוח מאגר לווייתן והמרתה לחוב בכיר לזמן ארוך במתווה של סדרות בולטים

ביום 18 באוגוסט 2020, השלימה השותפות הנפקה של 4 סדרות אג"ח בהיקף כולל של 2.25 מיליארד דולר, באמצעות לווייתן בונד, חברה ייעודית בבעלות מלאה של השותפות.<sup>26</sup> תמורת הנפקה, אשר הועמדה לשותפות כהלוואה בתנאי back-to-back על ידי לווייתן בונד, שימשה את השותפות לפירעון הלוואת הגישור לפיתוח מאגר לווייתן, להפקדת הכרית לשירות החוב בהיקף של 100 מיליון דולר וכן לתשלום הוצאות ההנפקה. כמו כן, שימשה תמורת הנפקה גם לפירעון מלא של הלוואה בנקאית בהיקף של כ-300 מיליון דולר. סדרות האג"ח הונפקו בהתאם לתנאים להלן: (1) סדרה 1 בהיקף כולל של 500 מיליון דולר ערך נקוב, אשר תיפרע בתשלום יחיד (בולט) ביום 30.06.2023, ונושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 5.750%; (2) סדרה 2 בהיקף כולל של 600 מיליון דולר ערך נקוב, אשר תיפרע בתשלום יחיד (בולט) ביום 30.06.2025, ונושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 6.125%; (3) סדרה 3 בהיקף כולל של 600 מיליון דולר ערך נקוב, אשר תיפרע בתשלום יחיד (בולט) ביום 30.06.2027, ונושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 6.500%; ו- (4) סדרה 4 בהיקף כולל של 550 מיליון דולר ערך נקוב, אשר תיפרע בתשלום יחיד (בולט) ביום 30.06.2030, ונושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 6.750%. הקרן והריבית עבור כל אחת מארבע סדרות האג"ח הינן דולריות, ואילו הריבית משולמת פעמיים בשנה. לטובת נאמן האג"ח שועבדו בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה כלל זכויות השותפות בפריקט לווייתן, הכוללות בין היתר, את זכויותיה בחזקות 1/14 לווייתן דרום ו-1/15 לווייתן צפון, זכויות השותפות בחשבונות בנק ייעודיים, פוליסות ביטוח ורישיונות בקשר עם הפריקט. בנוסף, שועבדו לטובת הנאמן גם מניות השותפות בחברת לווייתן בונד, בחברת NBL Jordan Marketing Ltd ובחברת לווייתן מערכת הולכה בע"מ. כמו כן, שועבדו לטובת הנאמן בשעבוד צפ מדרגה ראשונה, זכויות השותפות בכל נכסיה הקיימים והעתידיים, וכן שועבדו זכויותיה בהסכם ההלוואה ובחשבונות הבנק שלה.

### רמת מינוף גבוהה הצפויה להשתפר, במידה מסוימת, בטווח הקצר-בינוני

גמישותה הפיננסית של השותפות, הנשענת על נגישותה לשוקי ההון ולגופים פיננסיים, מושפעת משווי המאגרים תמר ולווייתן, אשר נשחקו משמעותית בשנה האחרונה ומשועבדים במסגרת החובות הפריקטליים. מאידך, עובר למועד הדוח, אגרות החוב המדורגות (סדרה א') נסחרות בתשואה הדומה לסביבתה טרם משבר הקורונה. בהמשך לדיווחי השותפות, ביום 15 ביולי 2020, פרעה השותפות בפירעון מוקדם חלקי 240 מיליון דולר ארה"ב (מתוך 320 מיליון דולר) מהסדרה השלישית של אגרות החוב דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ<sup>27</sup>, כאשר על השותפות לפרוע עד ליום 30 בדצמבר 2020 את יתרת הסדרה בסך של כ-80 מיליון דולר<sup>28</sup>. להערכת מידרוג, היקף החוב הפיננסי של השותפות צפוי לקטון באופן מהותי בטווח הקצר-בינוני, לאחר השלמת מימוש החזקת השותפות במאגר תמר,

<sup>26</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 18 באוגוסט 2020](#), באתר מא"ה, וכן: [דיווח דלק קידוחים מיום 5 באוגוסט 2020](#), באתר מא"ה.

<sup>27</sup> דלק(תמר) \$20-ר.מ.

<sup>28</sup> לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 14 ביולי 2020](#), באתר מא"ה, וכן: [דיווח דלק קידוחים מיום 12 ביולי 2020](#), באתר מא"ה.



כאשר תמורת המכירה צפויה לשמש לפירעון יתרת סדרות האג"ח של תמר בונד וכן לפירעון מחצית מאגרות החוב (סדרה א') של השותפות, לכל הפחות. לדברי השותפות, תנאי המימון של לוויית בונד מאפשרים גמישות פיננסית באמצעות היכולת לגייס עד 250 מיליון דולר נוספים, תחת המגבלות הנקובות בהסכם ההלוואה. עם זאת, ככל שההאטה הכלכלית והתנדטיות בשווקים תימשך ואף תתחזק, היא עלולה להשפיע באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של השותפות וכן על מימוש החזקות במאגר תמר. רמת המינוף של השותפות הינה גבוהה ביחס לרמת הדירוג, כאשר בהתאם לדוחות הכספיים של השותפות ליום 30.06.2020, עמד יחס החוב הפיננסי ל-Cap על כ-29.79.3%. כאמור, אנו מעריכים כי רמת המינוף של השותפות צפויה להשתפר בטווח הקצר-בינוני, כאשר בשנים 2021-2020, ינוע יחס החוב הפיננסי ל-Cap בטווח שבין 67%-77%.

### יחסי כסוי איטיים ביחס לדירוג, הצפויים להשתפר בהדרגה בעקבות הקטנת החוב הפיננסי

בשנת 2019 הסתכם היקף ה-FFO של השותפות בכ-127 מיליון דולר, ואילו בחציון הראשון לשנת 2020 הסתכם היקף ה-FFO בכ-180 מיליון דולר, לעומת כ-56 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. בבחינת נתוני LTM ליום 30.06.2020, מסתכם היקף ה-FFO של השותפות בכ-250 מיליון דולר, לעומת כ-125 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול המהותי בהיקף ה-FFO נובע מהפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, בשלהי שנת 2019. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בשנים 2021-2020 צפוי היקף ה-FFO של דלק קידוחים לנוע בטווח שבין 300-450 מיליון דולר. להערכתנו, יחסי הכיסוי הנגזרים מכלל חובותיה של השותפות, הינם איטיים ביחס לרמת דירוג, אולם צפויים להשתפר בהדרגה עם הקטנת החוב הפיננסי. נכון ליום 30.06.2020, עמד יחס החוב ל-FFO על כ-14.1, כאשר בשנים 2021-2020 הנחנו כי יחס זה צפוי לנוע בטווח שבין 5.5-10.5. כמו כן, נכון ליום 30.06.2020 עמד יחס כסוי הריבית של השותפות על כ-2.3, כאשר בשנים 2021-2020 צפוי יחס זה להשתפר גם כן ולנוע בטווח שבין 2.5-3.5. נציין, כי היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי יושפעו ממועד מכירת יתרת החזקות השותפות במאגר תמר.

### שמירה על יתרות נזילות משמעותיות למימון צרכיה השוטפים של השותפות

נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, הנשענת על הזרמה סדירה ורציפה של גז טבעי, לצד רווחיות גבוהה. חלוקות רווחים אגרסיביות עלולות לשחוק את יתרות הנזילות של השותפות, נכון ליום 30 ביוני 2020, עמדו על כ-87 מיליון דולר, אם כי לדברי השותפות, גדל סכום זה משמעותית כתוצאה מהנפקת לווייתן בונד. מדיניות חלוקת הרווחים של השותפות כוללת חלוקה של יתרות נזילות עודפות מעבר לצרכיה השוטפים, תוך שמירה על יתרות נזילות מינימאליות הולמות בהתאם לתחזית השותפות. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג בקשר עם היקף המקורות והשימושים השוטפים של השותפות, לתקופה של 12 החודשים הקרובים, הנחנו כי המקורות העומדים לרשות השותפות מורכבים מתקבולים מפריקט לווייתן, ממכירת החזקות השותפות במאגר תמר וכן מיתרת מזומנים משמעותית. השימושים של השותפות כוללים בעיקר שירות חוב (קרן וריבית), לרבות פירעון מוקדם של תמר בונד, ותשלומי מס (בעקבות מכירת החזקות במאגר תמר). נציין כי אי-שמירה על רמת נזילות הולמת ו/או חלוקות רווחים אשר תשחקנה את יתרות הנזילות של השותפות, עלולות להשפיע לרעה על הדירוג. בתרחיש הבסיס הבאנו בחשבון כי חלוקות רווחים תתבצענה רק במידה וישולשותפיות יהיה מקור תזרימי מספק המבטיח את פירעון ההתחייבויות השוטפות וכן את צרכיה המלאים. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי טרם מכירת החזקות במאגר תמר, תשמור השותפות על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח שבין 100-150 מיליון דולר. בהקשר זה, נציין כי ככל שהשותפות לא תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שתספקנה לצרכיה השוטפים ו/או תפר את האיזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, צפוי דירוג השותפות להיפגע.

<sup>29</sup> נציין, כי מבנה החוב הפיננסי של השותפות מורכב ברובו מחוב פרויקטלי בגין המאגרים תמר ולווייתן, אשר צפוי להיפרע לאחר מועד הפירעון של אגרות החוב (סדרה א') של השותפות, כאשר עובר למועד פירעון אגרות החוב (סדרה א'), נותר לשותפות לפרוע תשלום נוסף בסך של כ-80 מיליון דולר ברוטו (לפני ניכוי כספים שנוצברו בחשבונות תמר בונד).

## משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי, וכתוצאה מכך אף להחרף את התחרות השוררת בין המאגרים

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרת אי-ודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום חד של הפעילות הכלכלית. תהליכים אלו הביאו גם לירידות חסרות תקדים במחירי הנפט והגז הטבעי בעולם, אשר התמתנו יחסית בחודשים האחרונים, ובאו לידי ביטוי בתנודתיות גבוהה בשווקים הפיננסיים, שינויים בשע"ח ואף בהשפעות ריאליות. מידת ההשפעה על השווקים ועל הפעילות הכלכלית המקומית הינה ניכרת, ועלולה להתעצם באופן מהותי ככול שמשבר הקורונה יימשך, כאשר כתוצאה מכך, עלולה להוסיף ולהיפגע צריכת החשמל במשק ובהתאם לכך, גם צריכת הגז הטבעי. להערכת מידרוג, משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי ממאגר לווייתן וממאגר תמר למצרים ולירדן, כאשר בנוסף לחשיפה לסיכונים גאופוליטיים ולסיכונים האשראי של המדינות, קיים אתגר בקשר עם מימוש החוזים במידה וייווצרו פערי מחירים גדולים בין מחיר חוזי הייצוא, אשר לדברי השותפות כוללים מחירי רצפה, לבין מחירי SPOT הנמוכים באופן ניכר. בהקשר זה, ראוי לציין כי בחציין הראשון לשנת 2020 נמכרו כמויות גז טבעי בהיקפים משמעותיים לירדן למצרים, על אף משבר הקורונה והפערים בין מחיר חוזי הייצוא לבין מחירי ה-SPOT. לדברי השותפות, קיומן של כמויות מכירה מינימאליות בהסכמים אלו, במסגרת ההתחייבות לרכוש או לשלם, מבטיחה היקף מכירות מסוים ולצד מחירי הרצפה, תומכת בתזרים המזומנים. בד בבד, הסכם הייצוא המתוקן שנחתם בין שותפי לווייתן לבין Dolphinus Holdings Limited (להלן: "דולפינוס") כולל אפשרות להפחתת הכמות החוזית המינימאלית (Take or Pay) ל-50% מן הכמות החוזית השנתית, זאת אך ורק בשנה בה המחיר היומי הממוצע של חבית נפט מסוג ברנט נמוך מ-50 דולר ארה"ב בשנה זו. סעיף זהה קיים גם בהסכם בין שותפי תמר לבין דולפינוס. להערכתנו, במידה ומצרים תפחית את הכמות החוזית הנרכשת מן המאגרים תמר ולווייתן, התחרות בין מאגר תמר ומאגר לווייתן צפויה להחרף במידה משמעותית. להערכת השותפות, איתנות תזרימי ההכנסות ביחס לשינויים במחירי הנפט, בין היתר לאור קיומם של מחירי רצפה, מהווים נקודת חוזק בסביבת מחירי הנפט הנוכחית - כך, לפי מבחן רגישות שערכה ושפורסם בדוח השנתי של השותפות. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

### שיקולים נוספים לדירוג

**מבנה מימון הכולל חובות בכירים מובטחים ומנגנונים פיננסיים המגבילים את העברת הכספים מנכסי הבסיס לשותפות**  
הדירוג מתייחס לחוב הבכיר הלא מובטח של המנפיק. אולם בנוסף, קיימים לשותפות חובות בכירים המשועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של חובות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהם. כמו כן, קיימים מנגנונים שונים אשר מגבילים את עיתוי והיקף העברת התזרימים לשותפות מנכסי הבסיס.

### ודאות ויציבות גבוהות של תזרימי המזומנים, כנגזרת מהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי

להערכת מידרוג, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחירי רצפה והצמדות שונות, תומכים בפרופיל הפיננסי של השותפות, מחזקים את ודאות ויציבות תזרימי המזומנים מנכסי הבסיס, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות של השותפות ותורמים ליציבותה הפיננסית.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 30.06.2020 ליום			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il - Aa.il	770-660 מ' דולר ארה"ב	A.il	509 מ' דולר ארה"ב	היקף הכנסות - נטו	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
Aaa.il	70% - 60%	Aaa.il	65%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Baa.il	77% - 67%	Baa.il	79.3%	חוב ל-Cap [2]	פרופיל פיננסי
Baa.il - A.il	10.5x - 5.5x	B.il	14.1x	חוב / FFO [3]	
Aaa.il	450-300 מ' דולר ארה"ב	Aaa.il	250 מ' דולר ארה"ב	מקורות מפעולות - FFO	דירוג נגזר
Ba.il - Baa.il	3.5-2.5	Ba.il	2.3	FFO + Int / Int [3]	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	דירוג בפועל
A2.il					
A2.il					

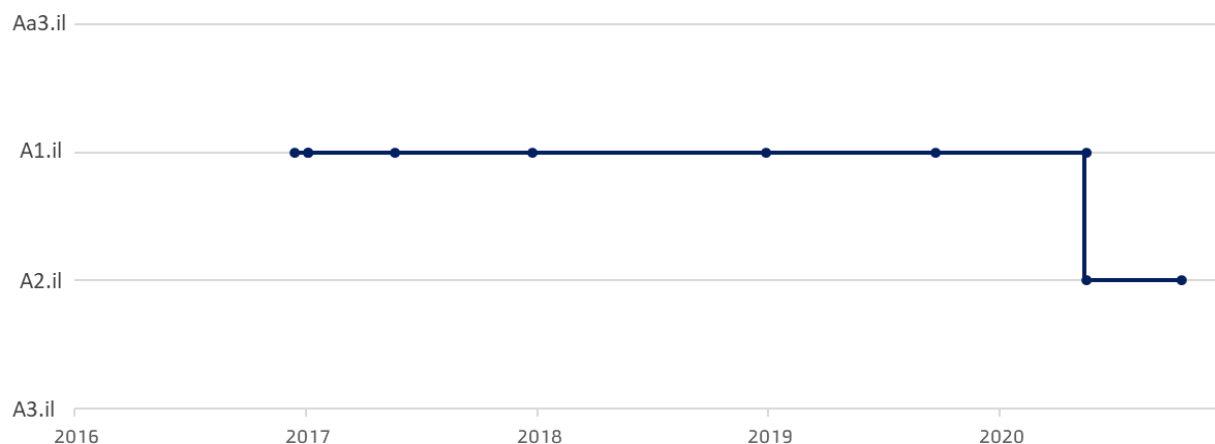
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי השותפות. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.  
 [2] להערכתנו, המאזן אינו משקף באופן מלא את שווי נכסי השותפות ובהתאם לכך, יחס ההון למאזן אינו משקף במידה הולמת את רמת המינוף של נכסי השותפות. על כן, מידרוג בוחנת פרמטר זה באמצעות היחס חוב פיננסי למקורות הוניים (CAP) חלף יחס הון עצמי למאזן.  
 [3] בחברות עתירות השקעות בנכסים קבועים, כאשר להערכת מידרוג, הוצאות המימון הינן משמעותיות במודל העסקי של השותפות, אנו עשויים להסתמך על יחס חוב פיננסי ל-FFO כיוחס מוביל חלף היחס חוב פיננסי ל-EBITDA, יחס FFO לפני הוצאות ריבית להוצאות הריבית חלף יחס רווח תפעולי להוצאות ריבית.

אודות השותפות

דלק קידוחים - שותפות מוגבלת התאגדה בחודש יולי 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 בע"מ, חברה הנמצאת בשליטת קבוצת דלק, אשר בעל השליטה בה הינו יצחק שרון (תשובה). ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך השותפות, העוסקת בהפקה ומכירה של גז טבעי וקונדנסט (Condensate) ממאגר תמר וממאגר לווייתן. בנוסף עוסקת השותפות בפעילויות קידום ותכנון הרחבת מאגר תמר ומאגר לווייתן, תכנון ופיתוח מאגר אפרודיטה, וכן בפעילויות חיפוש נפט וגז. יחידות ההשתתפות של השותפות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. השותפות מחזיקה בשיעור של כ-22% במאגר תמר באופן ישיר<sup>30</sup>, כ-45.3% במאגר לווייתן וכ-30% במאגר אפרודיטה.

<sup>30</sup> נציין כי בנוסף, מחזיקה השותפות בכ-22.6% בתמר פטרוליום בע"מ, המחזיקה ב-16.75% במאגר תמר.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

[דירוג - דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ](#)

[דירוג - תמר פטרוליום בע"מ](#)

[הערת ענף - סקטור הגז הטבעי, מרץ 2020](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

14.10.2020	תאריך דוח הדירוג:
05.06.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
11.12.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק קידוחים - שותפות מוגבלת	שם יוזם הדירוג:
דלק קידוחים - שותפות מוגבלת	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

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

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 סיכויי 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 וככאלה 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 ויהיה 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, דירקטורים 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) 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 נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודדן 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>.