הארבעה 21 | מגדל פלטינום
תל אביב 6473921
טל. 03-6844700 | פקס. 03-6844700
www.midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | אפריל 2023

אנשי קשר:

יניב גפני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
yaniv.g@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

דירוג סדרות	A1.il	אופק דירוג: יציב

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

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "**הפרויקט**" ו/או "**המאגר**") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר, בין היתר, למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר מפעיל הפרויקט, Chevron Mediterranean Ltd (להלן: "**שברון**"), (לשעבר: Noble Energy Mediterranean Ltd) הינו אחת מחברות האנרגיה הגדולות והמובילות בעולם ובעלי ניסיון בינלאומי עשיר ורב בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית ארוכה (ההפעלה החלה בחודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2022 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12.8 BCM, בהשוואה לכ-12.3 BCM בשנת 2021 וכ-11.8 BCM בשנת 2020; (6) בשנת 2022 הופק ממאגר תמר גז טבעי בסך כ-10.3 BCM, זאת בהשוואה לשנת 2021 בה הופק גז טבעי בסך כ-8.7 BCM. בד בבד, מחירי הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלו בשנה זו בכ-6.4%; (7) בחודש דצמבר 2022 אושר שלב א' בפרויקט דו שלבי להרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר, הכולל השקעות מאושרות בצינור הולכה שלישי, בתשתיות הימיות, באסדה ובמתקן הקבלה בסך של כ-673 מיליון דולר (חלקה של החברה עומד על כ-113 מיליון דולר). מקור המימון הצפוי להשקעה המאושרת הינו תזרים הפעילות השוטף ויתרות המזומנים של החברה; (8) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד הקמתם הצפויה של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "**חברת החשמל**" ו/או "**חח"י**")[1], הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (9) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לוויתן ובמהלך חודש אוקטובר 2022 החלה הזרמת הגז ממאגר כריש. בשנת 2022 הפיק מאגר לוויתן גז טבעי בסך כ-11.4 BCM, מתוכם כ-3.8 BCM נמכרו בשוק המקומי; (10) ביום 23.02.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, הקובע כללים ומנגנונים מפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף[2], וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף; (11) תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול חח"י[3] לפיו, בהתאם לנתונים שפרסמה החברה, מחיר הגז הטבעי שיימכר לחברת החשמל משקף הפחתה בשיעור הגבוה מעט מ-25% (השיעור המקסימלי של הפחתת המחיר במועד ההתאמה הראשון שנקבע בהסכם עם חח"י), זאת לצד דחיית התאמת המחיר במועד ההתאמה השני (תוספת או הפחתה בטווח של עד 10%) מאמצע שנת 2024 ליום 31.12.2024. בנוסף, בוצע תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול דליה אנרגיות כח בע"מ (להלן: "**דליה**"); (12) עסקת המיזוג בין שברון[4], תאגיד מוביל בשוק האנרגיה העולמי, לבין Noble Energy Inc, חברת האם של נובל אנרג'י, אשר בעקבותיה הפכה שברון למפעיל הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות להמשך מימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולוויתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות

[1] חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג Aa1.il, באופק יציב.

[2] הסכם התפעול המשותף מיום 16.11.1999, כפי שתוקן מעת לעת.

[3] תיקון להסכם תמר מיום 24.01.2022, אשר נכנס לתוקף בחודש יולי 2022 לאחר התקיימות התנאים המתלים בהסכם.

[4] קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב, על ידי Moody's.

לחתימה על חוזי יצוא נוספים; (13) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר למצרים ולירדן (להלן: "**הסכמי הייצוא**"). נציין, כי בשנים 2021 ו-2022 סופק ממאגר תמר במסגרת חוזי הייצוא גז טבעי בסך כ-0.99 BCM וכ-1.55 BCM, בהתאמה. החל מחודש מרץ 2022 החלה הזרמת הגז למצרים דרך ירדן, המאפשרת לחברה גמישות בקשר עם אספקת הכמויות על פי הסכמי הייצוא. בד בבד, הסכמי הייצוא חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (14) צמיחה בהכנסות החברה בשנת 2022, במקביל לגידול בהיטל מרווחי נפט וגז; (15) 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; (16) קיומה של כרית ייעודית לטובת שמירה על סביבת יחסי הכיסוי; (17) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט, לצד מדיניות חלוקת דיבידנדים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (18) מבנה החוב של האג"ח (סדרות א' ו-ב') מכיל רכיב בולט משמעותי, בהיקף כולל של כ-505 מיליון דולר, בשנת 2028. סיכון המימון מחדש ממותן מעט לאור היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש וכן לאור התיקון להסכם חח"י, המאריך את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030; (19) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI[5] לתום שנת 2022, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-285 BCM לפי קטגוריה 2P[6], מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-213 BCM לפי קטגוריה 1P[7]; (20) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (21) החל משנת 2022, עומדים הסכומים אשר בכריות הביטחון לשירות החוב, על מלוא היקף שירות החוב הקרוב; (22) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבע, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות 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 לסיכוני בטיחות וגהות וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. בנוסף, החברה תלויה בהון אנושי מקצועי, אם כי במידה מתונה. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאו-פוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן, וכן לסיכונים ביטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה. לענייני ממשל תאגידי, מבנה הבעלות של מאגר תמר לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר תמר לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר. בנוסף, לשותפי מאגר תמר, לרבות החברה, חשיפה מהותית לסיכוני סייבר מעצם היות המאגר נכס אסטרטגי לאומי. נציין, כי למפעיל מדיניות סייבר מוגדרת בהתאם להנחיית מערך הסייבר הלאומי.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הנחנו כי שברון תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, זאת לצד כניסתם לתוקף של התיקונים להסכמי אספקת הגז לחח"י ולדליה. בהתאם לתרחיש הבסיס, הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 15.0-16.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן של גז טבעי תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 10.0 ל-12.5 BCM בשנים 2023-204. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי השנתית ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 10.0-11.5 BCM בשלושת השנים הקרובות. הנחנו כי מחיר מכירת הגז לחברת החשמל יפחת בשיעור של כ-5% בשנת 2025. כמו כן, אנו מעריכים כי יתרות הגז הטבעי במאגר סמוך למועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-69% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-77% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2022 (על פי DCF).

[5] Netherland, Sewell & Associates, Inc.

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

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

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יחסי הכיסוי המשולבים הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.42[8] וכ-1.30 (בשנת 2023), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המתואם[9] המינימאלי יעמוד על כ-1.58 (בשנת 2023). בתרחיש הבסיס הנחנו כי יתרות הנזילות הקיימות, תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים באופן שמרני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות בכרית ייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.20. נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית, היות וחישוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית, מביא במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים מ- 1.0[10]. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, עלולה לפגוע באופן משמעותי בדירוג החברה.

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בסביבת יחסי הכיסוי ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- אי-שמירה על יתרות נזילות משמעותיות, לרבות הסכומים הנמצאים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, מעבר לאלה שנלקחו בחשבון בתרחיש הבסיס
- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט באופן מהותי
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של הפרויקט
- אי-חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים נוספים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט ו/או ירידה מהותית בדירוגו

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 לוויתן 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 (מעל ל-10 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, שברון, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים. שברון מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית

[8] מחישוב זה הושמטו 3 התקופות האחרונות של שירות החוב, וזאת על מנת שלא לכלול את מועד מחזור החוב והמועדים שאחריו בחישוב.
[9] בהתאם למתודולוגיית מידרוג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.
[10] נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P.

ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

צפי להמשך גידול משמעותי בצריכת הגז הטבעי במשק המקומי, לצד גידול בהיקפי הייצוא ובמקביל להשקעה מתוכננת לטובת הרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה[11] ותאגידי הגז[12], בשנת 2022 הופקו מן המאגרים תמר, לוויתן וכריש כ-22.2 BCM (כ-10.3 BCM ממאגר תמר, כ-11.4 BCM ממאגר לוויתן)„ המשקפים גידול של כ-13.8% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2021, כ-19.5 BCM. בפרט, בשנת 2022 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12.8 BCM,מתוכם כ-8.7 BCM סופקו ממאגר תמר וכ-3.8BCM סופקו ממאגר לוויתן[13]. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ- 12.3 BCM בשנת 2021 (גידול של כ-4.0%), אשר מתוכם סופקו כ-7.7 BCM על ידי מאגר תמר. עיקר 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 2022 בכ-9.2 BCM, מתוכם כ-1.55 BCM סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-7.2 BCM בשנת 2021, כאשר כ-0.99 BCM מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר.

ביום 7 לדצמבר 2022 קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה סופית בשלב הראשון של פרויקט דו שלבי לשימור, פיתוח והרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר ולשדרוג מערכות ההולכה לייצוא. במסגרת ההחלטה, אושר תקציב של כ-673 מיליון דולר בעיקר לטובת ביצוע השקעה בצינור הולכה שלישי לאסדת הגז, אשר תיפרס עד לשנת 2025. חלקה היחסי של תמר פטרוליום בהשקעה עומד על כ-113 מיליון דולר, כאשר מקור המימון הצפוי של החברה בהשקעה זו הינו תזרים הפעילות השוטף ויתרות המזומנים המהותיות של החברה בשנים הקרובות. ההשקעה מיועדת לשימור, פיתוח והגדלת יכולת ההפקה היומית המרבית ממאגר תמר מכ-1.1 BCF ליום לכ-1.2 BCF ליום החל משנת 2025. נציין כי נכון למועד כתיבת הדוח, פועלים שותפי מאגר תמר לקידום תוכנית לטובת השקעה בשלב השני של פרויקט ההרחבה, אשר יכלול השקעות נוספות במתקן הקבלה ובשדרוג מערכות ההולכה לייצוא. השקעות השלב השני, ככל ויאושרו, צפויות להגדיל את יכולת ההפקה היומית המרבית לעד כ-1.6 BCF ליום, והן כוללות השקעה במתקן הקבלה באשדוד בהיקף משוער של כ-35 מיליון דולר (כאשר חלק החברה מתוכן עומד על כ-5.9 מיליון דולר), והשקעות במערך ההולכה לייצוא בסך כולל מוערך של כ-280 מיליון דולר. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התקדמות הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

לאור כל זאת, אנו מעריכים כי מגמת הגידול בהיצע הגז צפויה להימשך. בד בבד, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמת שני המחז"מים על ידי חח"י (כ-1,200 מגה-ואט) במהלך שנת 2024, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל במקביל. כמו כן, אנו מניחים גידול בהיקף הייצוא כמתואר להלן.

בשנת 2023 המאגרים תמר, לוויתן וכריש (אשר התחיל בהזרמת גז במהלך חודש אוקטובר 2022) צפויים להפיק גז טבעי בסך של 24.5-25.5 BCM (כולל יצוא), ובשנת 2024, צפויה הפקה של גז טבעי מ-3 המאגרים של למעלה מ-26 BCM (כולל יצוא). אנו מעריכים, כי הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 15.0-16.5 BCM בשנתיים הקרובות (2023-2024), בעוד שהכמות השנתית של גז טבעי המיוצאת למצרים ולירדן תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 9.5 ל-10.5 BCM בשנת 2023. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 10.0-11.7 BCM לשנה, בטווח הבינוני-ארוך.

[11] דוח על הכנסות מאוצרות טבע, שנת 2022, משרד האנרגיה והתשתיות.

[12] ניו מד אנרג'י שותפות מוגבלת, דוח תקופתי ליום 31.12.22 וכן תמר פטרוליום בע"מ, דוח תקופתי ליום 31.12.22.

[13] כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי סופקו מן המצוף הימי (BUOY).

הפעלתו של מאגר לוויתן, לצד הפעלתו של מאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022, פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמר

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לוויתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה[14]), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. מאגר לוויתן מתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ-8.7 BCM וכ-10.3 BCM בשנים 2021 ו-2022 , בהתאמה, זאת בהשוואה לכ-8.3 BCM בשנת 2020, כאשר להערכתנו, אספקת הגז השנתית ממאגר תמר צפויה להמשיך ולגדול, כפי שפורט לעיל. בד בבד, מחיר הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלתה בשנת 2022 בכ-6.4%, כמפורט מטה.

להערכתנו קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי יצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמר ולוויתן, 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. בד בבד, מימוש החוזים הקיימים לייצוא גז טבעי טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים. יתר על כן, דירוגן של ירדן[15] ומצרים[16] חושף את החברה לסיכוני האשראי של המדינות. נציין כי לאחר תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש, היקף אספקת הגז של מאגר תמר בשוק המקומי פחת, במקביל לעליה בהיקף היצוא.

צמיחה בהכנסות החברה בשנת 2022, במקביל לגידול בהיטל מרווחי נפט וגז ומחלוקות מול רשות המיסים בנוגע לגובה ההיטלים

בשנת 2022 הסתכמו הכנסות החברה נטו (בניכוי תמלוגים) לסך של כ-254.3 מיליון דולר, לעומת סך של כ-201.3 מיליון דולר אשתקד, עליה של כ-26.3%. מתוך סך ההכנסות, כ-61 מיליון דולר נבעו ממכירות גז לייצוא, גידול של כ-94.9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. היקף המכירות לחברת החשמל עמד על כ-41% מכלל הכנסות החברה, כאשר היקף המכירות לדליה עמד על כ-10% מכלל ההכנסות ואילו היקף הייצוא למצרים הסתכם בכ-18% מכלל ההכנסות. העלייה בהכנסות החברה נובעת מגידול בכמות הנמכרת, אשר עמדה על כ- 10.3 BCM לעומת כ- 8.7 BCM בתקופה המקבילה אשתקד, ומעלייה של כ-6.4% במחיר הממוצע של הגז הטבעי, אשר הושפעה בעיקר מעליה במחיר הגז הטבעי המיוצא למצרים ומהצמדה לתעריף ייצור החשמל. נציין, כי בשנת 2022 הכירה החברה בהוצאה בגין היטל רווחי נפט וגז, בסך של כ-61.1 מיליון דולר, לעומת כ-39.2 בתקופה המקבילה אשתקד. חרף זאת, הרווח התפעולי של החברה (לאחר הוצאות ההיטל האמורות) עלה לכ-112.9 מיליון דולר לעומת כ-95.3 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. נדגיש, כי היקף ההתחייבות בגין ההיטל נמצא במחלוקת אל מול רשות המיסים וההוצאות בגין ההיטל לשנים 2021-2022 אינן סופיות. במהלך חודש מאי 2022 התקבלה שומה מרשות המיסים, לפיה על החברה לשלם היטל בגין שנת 2020 בסך של כ-16 מיליון דולר (לפני ריבית והצמדה) בגין שנה זו. בחודש יולי 2022, בעלי הזכויות במאגר תמר הגישו השגה לשומה האמורה. במהלך חודש ינואר 2023 דחה פקיד השומה את ההשגה. כתוצאה מכך, במהלך חודש פברואר 2023, בעלות הזכויות במאגר תמר הגישו ערעור בנושא הדחיה לבית המשפט המחוזי וכן שילמו 75% מסכום ההיטל שבמחלוקת, כאשר חלקה של החברה הסתכם לסך של כ-14 מיליון דולר, כולל ריבית והצמדה. בנוסף, החברה ציינה בדוחותיה כי נכון ליום 31 בדצמבר 2022, עלולה להיווצר לה התחייבות נוספת לתשלום היטל הנאמדת בכ-32 מיליון דולר לפני ריבית והצמדה (כאשר התחייבות זו כוללת את הסכום של כ-16 מיליון דולר, כאמור לעיל), וזאת במידה וטענות פקיד השומה בגין המחלוקות שבשומה יתקבלו במלואן. נציין כי להערכת החברה, בהתבסס על חוות דעת יועציה המשפטיים, הסיכוי שעמדת בעלות הזכויות במאגר תמר ביחס למחלוקות האמורות תתקבל, עולה על הסיכוי כי תדחה.

[14] בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.
[15] ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.
[16] מצרים מדורגת בדירוג B3 באופק יציב ע"י Moody's.

אנו צופים עליה מתונה במחיר הממוצע של הגז הטבעי בשנים הקרובות, וזאת בעיקר לאור עליית מחירי האנרגיה בעולם ובמקביל לעליית רכיב ייצור החשמל ולסביבת האינפלציה הגבוהה באופן יחסי. בד בבד, להערכתנו הלחימה המתמשכת בין רוסיה לאוקראינה צפויה להותיר את מחירי האנרגיה ברמות גבוהות באופן יחסי, גם לאחר שקלול התמתנות המחירים בחודשים האחרונים. עם זאת, החל משנת 2025 אנו צופים כי המחירים ירדו מעט, וזאת בהתאם למנגנון התאמת המחיר הקיים בחוזה בין חח"י לשותפי מאגר תמר שמסגרתו תיתכן הפחתה נוספת במחיר המוערכת בתרחיש הבסיס ב-5%. במקביל לכך וכאמור לעיל, אנו צופים עליה גם בכמויות הנמכרות, כאשר העלייה בביקוש לאנרגיה ובמחירי האנרגיה העולמיים תומכת במגמה זו.

עיכוב בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד - אשקלון

כחלק מהסכם ייצוא הגז בין החברה לבין Blue Ocean Energy (להלן: "**BOE**")[17] התחייבו שותפי תמר לספק כמויות גז שנתיות כדלקמן: החל מיום 30.06.2020 ועד ליום 30.06.2022 כ-1 BCM בשנה, ובתקופה המתחילה ב-01.07.2022 ועד לסיום ההסכם כ-2 BCM לשנה. הגדלת ההזרמה למצרים, כאמור לעיל, הייתה תלויה בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון על ידי חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "**נתג"ז**"). במהלך חודש פברואר 2023, נתג"ז דיווחה כי עקב תקלה באוניה המבצעת עבודות תשתית להנחת הצנרת הימית עבור נתג"ז במקטע, צפויה דחייה של לפחות 6 חודשים בהשלמת הפרויקט, כך שחלון הזמן בו יחל מועד ההזרמה נדחה לתקופה שבין 1 באוקטובר 2023 ליום 1 באפריל 2024. נציין כי בתחילת חודש מרץ 2022 תוקן ההסכם עם BOE וכן נחתמו הסכמי הולכה עם חברת הולכת הגז הירדנית ועם נתג"ז וסוכם על נקודת מסירה נוספת ללקוח בעקבה, ירדן. בהתאם לכך, ביום 02.03.2022 החלה הזרמת הגז הטבעי דרך ירדן למצרים. יצוין, כי קיימת אי ודאות מסוימת בקשר עם היכולת להזרים דרך ירדן את מלוא הכמויות הנוספות שהתחייבו שותפי תמר לספק ל-BOE החל מיום 01.07.2022, וזאת משום שהיקף ההזרמה לירדן הינו בהתאם להסכם על בסיס מזדמן מול חברת נתג"ז.

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

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ו/או רכיב התחייבות תפעולי בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. היקף הרכיב ההתחייבותי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר, הינו משמעותי מאד. 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 ההתחייבותי גדלה משמעותית, כך שבמובן זה, לא צפויה פגיעה בוודאות וביציבות תזרים המזומנים של החברה. בד בבד, נציין כי היקף זה צפוי לפחות במידה מסוימת בששת השנים הקרובות לממוצע של כ-71%, לעומת ממוצע של כ-79% בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בעקבות הצפי לגידול בכמות החזויה הנמכרת ביחס לכמות שנצפתה בשנה שעברה. נכון למועד כתיבת הדוח, לחברה אין מחויבות חוזית דומה לרכישת הכמות המיוצרת העודפת אשר צפויה לנבוע מההשקעה. לדברי החברה מתקיים משא ומתן להרחבת הסכם הייצוא מול לקוח פוטנציאלי במצרים. 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.

בהתאם לשטרי הנאמנות שלה, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה, לא יפחת מיחס של 1.05. יצוין, כי בחישוב יחס זה, יילקחו בחשבון סכומים עודפים אשר יהיו בחשבון הכרית הייעודית. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יחסי הכיסוי המשולבים

[17] ההסכם נחתם במקור אל מול Dolphinus Holdings Limited והוסב ל-BOE בחודש יוני 2020.

הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.42[18] וכ-1.30 (בשנת 2023), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המתואם[19] המינימאלי יעמוד על כ-1.58 (בשנת 2023). בתרחיש הבסיס הנחנו כי היתרות הנזילות הקיימות תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים בסכומים שאינם מהותיים, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.2. נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית לדירוג, היות וחישוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית מביא, במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים מ-1.0, וזאת בעיקר לאור ההשקעות המהותיות בפרויקט ההרחבה במהלך השנתיים הקרובות[20].

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

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לחודש מרץ 2023, עומדות לרשותה יתרות נזילות משמעותיות, זאת בנוסף לסכום הנמצא בכריות הביטחון, אשר הועמדו מתוקף שטרי הנאמנות של סדרות א' ו-ב'. יתרה מכך, הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות אשר הולמות את רמת הדירוג, ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית לאורך חיי אגרות החוב, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. בהקשר זה, נציין כי בתרחיש הבסיס הנחנו כי היתרות הנזילות הקיימות תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים בסכומים שאינם מהותיים ב-12 החודשים הקרובים. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, עלולה לפגוע באופן משמעותי בדירוג החברה.

מבנה החוב כולל סיכון מימון מחדש בשנת 2028, הממותן מעט לאור תיקון ההסכם מול חח"י

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. במועד המימון מחדש (בחודש אוגוסט 2028), תעמוד יתרת החוב הכולל של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') על כ-505 מיליון דולר. נציין, כי כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש צפוי להסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). כמו כן, במהלך תקופה זו צפויים לפעול שלושה מאגרי גז טבעי במשק הישראלי, לכל הפחות, לצד מאגרים נוספים במזרח התיכון. יחד עם זאת, גם הביקושים צפויים לגדול ביחס לרמתם הנוכחית. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-69% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-76% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2022 (על פי DCF). בד בבד, החברה נשענת על רמת מינוף גבוהה המושפעת משווי מאגר תמר. בהקשר זה, נציין כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה. עובר למועד הדוח, לוחות הסילוקין של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') תואמים את התזרימים הצפויים ויתרות הנזילות הקיימות בחשבונות הפרויקט, לרבות הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס הנחנו כי לא נדרש מחזור חוב בשנים הקרובות. נוסיף, כי תיקון ההסכם מול חח"י והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח"י. זנב מעין זה, אשר איננו נפוץ בפרויקטים מסוג דומה, מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. בד בבד, להערכת מידרוג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני הקרנות הייעודיות המעוגנים בשטרי הנאמנות, ממתנים, גם הם, את הסיכון, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם)

[18] מחישוב זה הושמטו 3 התקופות האחרונות של שירות החוב, וזאת על מנת שלא לכלול את מועד מחזור החוב והמועדים שאחריו בחישוב.
[19] בהתאם למתודולוגיית מידרוג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.
[20] נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P.

בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבע, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות 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 לסיכוני בטיחות וגהות וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. בנוסף, החברה תלויה בהון אנושי מקצועי, אם כי במידה מתונה. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאו-פוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים בטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה.

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

אודות החברה

החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר 2015 כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 2 ביולי 2017 נחתם הסכם מכר מותנה בין ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (לשעבר: דלק קידוחים, שותפות מוגבלת) כמוכרת מצד אחד, לבין החברה כקונה מצד שני, בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים. התנאים התקיימו במלואם ביום 20 ביולי 2017, לרבות קבלת אישור הממונה על ענייני הנפט במשרד האנרגיה, להעברת הזכויות בחזקות תמר ודלית (להלן: "**החזקות**") ורישומן בספר הנפט, ובעקבות כך הושלמה העסקה, במסגרתה הועברו לידי החברה זכויות בשיעור של 9.25% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-40% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה לאותו המועד), לניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת.[21] כמו כן, ביום 14 למרץ 2018 הושלם הסכם המכר עם חברת נובל אנרג'י לרכישת זכויות בשיעור של 7.5% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-43.5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה[22]). החברה מוחזקת על ידי בעלי עניין פרטיים, אליהו עזור ומרדכי בן משה, בשיעורים של כ-23.71% וכ-6.96% בהתאמה, וכן על ידי מספר גופים מוסדיים שונים, אשר מוגדרים כבעלי עניין בחברה ואחזקתם הכוללת מסתכמת בשיעור של כ-29.92% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-39.41%. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק של כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ-1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), תמר פטרוליום (16.75%), RSC LTD 1 Mubadala Energy (Tamar) (11%), Investment Tamar RSC Limited 2 (11%) (חברה בשליטתו של מר אהרון פרנקל), דור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ואוורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI[23] לתום שנת 2022, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-285 BCM לפי קטגוריה 2P[24], מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-213 BCM לפי קטגוריה 1P[25].

[21] המניות שהוקצו לניו מד אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אפריל 2021.

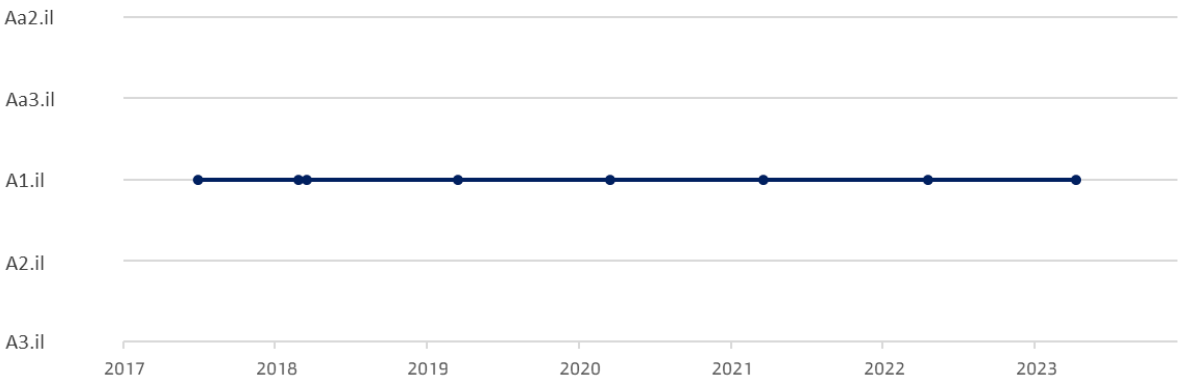
[22] המניות שהוקצו לנובל אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אוקטובר 2018 לצדדים שלישיים.

[23] Netherland, Sewell & Associates, Inc.

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

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

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

תמר פטרוליום בע"מ - דוחות קשורים

דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018

קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022

טבלת זיקות והחזקות

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	17.04.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	14.04.2022
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	25.06.2017
שם יוזם הדירוג:	תמר פטרוליום בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	תמר פטרוליום בע"מ

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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
Aa.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
A.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
Baa.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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.

<u>אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה</u>

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 סיכוני 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 לסיכוני 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 שיתייעץ 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.