

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

מעקב | מאי 2021

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

תומר דר

אנליסטית בכירה, מערכת דירוג משנית
Tomero@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

דירוג סדרות	Aa2.il	אופק דירוג: שלילי
-------------	--------	-------------------

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa2.il, לאגרות החוב (סדרות 23 ו-25) שהנפיקה דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג שלילי. נציין, כי בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים" ו/או "השותפות") למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד ליום 17 בדצמבר 2021, כך שהדומיננטיות שלה בשוק הגז הטבעי המקומי צפויה להיפגע. בהקשר זה, נציין כי דלק קידוחים חתמה על מזכר הבנות לא מחייב עם משקיעים בראשות Mubadala Petroleum (להלן: "מובאדלה פטרוליום" ו/או "הרוכשים") בקשר עם מכירת זכויותיה בשיעור של 22% בפרויקט תמר, לחברה בבעלות הרוכשים (להלן: "עסקת המכר" ו-"החברה הרוכשת", בהתאמה). למיטב ידיעת השותפות, מובאדלה פטרוליום הינה מקבוצת Mubadala Investment Company PJSC, חברה בבעלות ממשלת אבו דאבי. בהתאם לתנאי שטר הנאמנות, ככל ועסקת המכר תושלם, אגרות החוב המדורגות (סדרות 23 ו-25) צפויות להיפרע בפירעון מוקדם.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
דלק (תמר) \$23-רמ	1132174	Aa2.il	שלילי	31.12.2023
דלק (תמר) \$25-רמ	1132182	Aa2.il	שלילי	31.12.2025

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר למפעיל הפרויקט, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרגי"), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-8 שנים (החל מיום 31 במרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2020 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12.0 BCM, בהשוואה לכ-11.3 BCM בשנת 2019 וכ-11.1 BCM בשנת 2018; (6) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד הקמתם של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י")³, סגירת חלק מיחידות הייצור הפחמיות בחדרה במהלך שנת 2022 והסבת יחידות הייצור הנותרות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025), וכן המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (7) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק⁴. בשנת 2020 הפיק מאגר לווייתן כ-7.3 BCM, מתוכם כ-3.5 BCM נמכרו בשוק המקומי; (8) ביום 23.02.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, שמטרתו לקבוע את הכללים והמנגנונים המפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף⁵, וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור (להלן: "הסכם האיזון" ו/או "ההסכם"). כניסתו לתוקף של הסכם האיזון כפופה לאישור רשות התחרות (ככל שיידרש), כאשר במקרה בו לא יתקבל אישור עד ליום 31.05.2021, ההסכם יסתיים במתן הודעה מוקדמת של 30 יום על ידי מי מהצדדים לו. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף. כמו כן, נחתם הסכם פשרה בין שותפי תמר לחברת החשמל אשר צפוי לסיים את המחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם

¹ דלק קידוחים מדורגת על ידי מידורג, בדירוג Aa2.il, באופק יציב.

² ביום 6 באוקטובר 2016 וביום 31 באוגוסט 2018, ביצעה החברה פירעון מוקדם לסדרה דלק (תמר) \$16-רמ ולסדרה דלק (תמר) \$18-רמ, בהתאמה. כמו כן, ביום 31 בדצמבר 2020, פרעה החברה את הסדרה דלק (תמר) \$20-רמ.

³ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידורג, בדירוג Aa1.il, באופק יציב.

⁴ למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY).

⁵ הסכם התפעול המשותף מיום 16.11.1999, כפי שתוקן מעת לעת.

אספקת הגז בין שותפי תמר לחח", וכן בנוגע להליך התחרותי שניהלה חברת החשמל לרכישת כמויות גז עודפות מעבר לכמויות הנרכשות על ידיה מכוח הסכם אספקת הגז שנחתם מול שותפי תמר בשנת 2012, ואשר בו זכו שותפי לווייתן; (9) בהתאם ל-DCF שפרסמה דלק קידוחים בחודש מרץ 2021, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי שיימכר לחברת החשמל צפוי לפחות בשיעור מקסימאלי - 25% בחודש יולי 2021, זאת לצד הפחתה נוספת של 10% בחודש יולי 2024, בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים; (10) עסקת המיזוג בין Chevron Corporation (להלן: "שברון")⁶, תאגיד בולט בשוק האנרגיה העולמי, עם Noble Energy Inc (להלן: "נובל אינק"), חברת האם של נובל אנרגי, אשר הינה מפעיל הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות להמשך מימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולווייתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים; (11) מחד גיסא, מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בדגש על מצרים, לצד האפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים, מגוונים ומגדילים את מקורות ההכנסה, ומאידך גיסא, חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (12) חרף פגיעה צפויה בתזרים המזומנים של החברה, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב Take Or Pay, מחיר רצפה וחשיפה מסוימת למחיר הברנט (בעיקר בהיבט הייצוא), תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות; (13) מבנה חוב המורכב מ-2 תשלומי בולט (לאחר ששלושה נפרעו במועדם ובמלואם) וכולל מנגנונים פיננסיים שהאפקטיביות שלהם נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים; (14) ביום 26 באפריל 2021, דיווחה דלק קידוחים כי התקשרה במזכר הבנות לא מחייב (להלן: "מזכר הבנות") עם משקיעים בראשות מובאדלה פטרוליום, בקשר עם מכירת זכויותיה בשיעור של 22% בפרויקט תמר, לחברה בבעלות הרוכשים; (15) ככל ועסקת המכר לא תושלם, קיימים צורכי מחזור חוב מסוימים בשנים 2023 ו-2025; (16) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש החוזים לייצוא גז טבעי ואף להחרף את התחרות השוררת בין המאגרים; (17) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁷ נכון ליום 31 בדצמבר 2020, המאגר (לרבות תמר SW) כולל עתודות גז טבעי של כ-BCM 297 לפי קטגוריה 2P⁸, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 219 לפי קטגוריה 1P⁹; (18) המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד; (19) דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי ובשיתוף עם נובל אנרגי (המוחזקת בשרשור על ידי שברון), פיתחה לאורך השנים את המאגרים ים-תטיס, תמר ולווייתן.

על פי תרחיש הבסיס של מידורג, בטווח הקצר צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין מאגר תמר למאגר לווייתן, אשר תתעצם עם תחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במחצית הראשונה של שנת 2022, בעיכוב של מספר חודשים ביחס למועד המעקב הקודם. להערכתנו, במידה ומאגר לווייתן לא ימשיך לממש את הסכמי ייצוא הגז הטבעי בהיקפים משמעותיים, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. הנחנו כי נובל אנרגי' תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חח" (כ-1,200 מגה-ואט) עד סוף שנת 2022, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל. להערכתנו, הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 12.0-14.0 BCM בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולווייתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין 6.0-7.5 BCM בשנתיים הקרובות. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בין 8.0-9.0 BCM בשנתיים הקרובות. הנחנו כי במחצית השנייה של שנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25%, לצד הפחתה נוספת של 10% בשנת 2024. ככל ועסקת המכר לא תושלם, אנו צופים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025, כאשר הצורך במחזור חוב בשנת 2023 הינו בסבירות בינונית-גבוהה, בעוד שהצורך במחזור חוב בשנת 2025 הינו בסבירות גבוהה מאוד, כאשר היקפי מחזור החוב בגין התזרים הנובע מאחזקות השותפות

⁶ קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב, על ידי Moody's.

⁷ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁸ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁹ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

במאגר תמר, נאמדים בהפקת גז טבעי לתקופה של עד כשנה. ראוי לציין, כי בשנים 2023-2025 צפויים להיות היקפים משמעותיים של גז טבעי במאגר תמר, אשר יתמכו ביכולת החברה לבצע את מחזור החוב.

אופק הדירוג

בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021, כך שהדומיננטיות שלה בשוק הגז הטבעי המקומי צפויה להיפגע. בשל האמור ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, אנו צופים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025. עם זאת, דלק קידוחים חתמה על מזכר הבנות לא מחייב עם משקיעים בראשות מובאדלה פטרוליום, בקשר עם מכירת זכויותיה בשיעור של 22% בפרויקט תמר, לחברה בבעלות הרוכשים. למיטב ידיעת השותפות, מובאדלה פטרוליום הינה מקבוצת Mubadala Investment Company PJSC, חברה בבעלות ממשלת אבו דאבי. בהתאם לתנאי שטר הנאמנות, ככל ועסקת המכר תושלם, אגרות החוב המדורגות (סדרות 23 ו-25) צפויות להיפרע בפירעון מוקדם.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי של החברה
- חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט באופן מהותי
- אי-חתימה על הסכמי אספקת גז טבעי נוספים ו/או הגדלת הצריכה של לקוחות קיימים, אשר יובילו לשיפור ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, בהתאם לפירעונות הצפויים
- שינוי במבנה השליטה של מאגר תמר אשר יוביל לפגיעה בפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט או דירוגו אשר יובילו לפגיעה בפרויקט

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מאגר תמר מהווה 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 ממצב, ביחד עם מאגר לווייתן, 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 חברת נובל אנרג'י, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (לפני כ-8 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, המוחזקת בשרשרת על ידי שברון, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל¹⁰. בנוסף, נובל אנרג'י מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר, המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידורג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר,

¹⁰ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, ועודנה מתפעלת את המאגרים תמר ולווייתן, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

כבעלים וכמפעיל, כאשר מיזוג נובל אינק עם שברון¹¹, אשר הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, אף צפויה לתמוך בפעילותה של נובל אנרג' בתפעול הפרויקט.

צפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשך בשנים הבאות

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2020 הופקו מן המאגרים תמור ולוויתן כ-BCM 15.59 (כ-BCM 8.3 ממאגר תמור וכ-BCM 7.3 ממאגר לווייתן), המשקפים גידול של כ-48.4% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2019, כ-BCM 10.5 (ממאגר תמור וממאגר ים תטיס¹²). להערכתנו, מגמה זו צפויה להימשך, כאשר בשנת 2021 המאגרים תמור ולוויתן צפויים להפיק BCM 17.0-18.0 (כולל יצוא), ובשנת 2022, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש, יופקו מ-3 המאגרים למעלה מ-BCM 20 (כולל יצוא).

בד בבד, בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמור, בשנת 2020 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק (ללא יצוא) והסתכמה בכ-BCM 12.0, מתוכם כ-BCM 7.8 סופקו ממאגר תמור, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות מאגר לווייתן (כ-BCM 3.5) ובאמצעות המצוף הימי (BUOY). ראוי לציין, כי בשנת 2020 חל גידול של כ-6% ביחס לצריכה הכוללת של גז טבעי במשק בשנת 2019, וזאת, למרות השפעות משבר נגיף הקורונה וצניחת מחירי הנפט והגז הטבעי בעולם (שעלו בהדרגה לאחר שהושג הסכם בין נציגי מדינות אופ"ק ויצרניות הנפט שאינן חברות בארגון), נתון המעיד על קשיחות הביקוש לגז טבעי במשק, המשמש כמקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל. כמו כן, בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2019 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ-BCM 11.3, מתוכם כ-BCM 10.5 ממאגר תמור וממאגר ים תטיס¹³, המשקפים גידול של כ-2% ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2018, כ-BCM 11.1 (מתוכם כ-BCM 10.5 ממאגר תמור וממאגר ים תטיס¹⁴).

עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. להערכתנו, הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין BCM 12.0-14.0 בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמור ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין BCM 6.0-7.5 בשנתיים הקרובות. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמור תנוע בטווח שבין BCM 8.0-9.0 בשנתיים הקרובות. בטווח הבינוני-ארוך, 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 מ"גה-ואט) עד סוף שנת 2022, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל.

הפעלתו של מאגר לווייתן, לצד הפעלתו הצפויה של מאגר כריש, פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמור

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר כיום תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-BCM 12 בשנה¹⁵), הצפויה להתעצם אף יותר עם תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש. מאגר לווייתן צפוי להתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

מאז החלה הזרמת הגז הטבעי, מאגר תמור סיפק כ-90%-95% מסך אספקת הגז לאותן תקופות, אולם ביום 31 בדצמבר 2019, החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן¹⁶, ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמור, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי (החל ממרץ 2013), למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי מן המצוף הימי (BUOY). תחילת הזרמת הגז ממאגר לווייתן הגדילה

¹¹ ראה הרחבה בהמשך הדוח.

¹² הפקת הגז הטבעי ממאגר ים תטיס הופסקה לחלוטין במהלך שנת 2019. כמו כן, בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות.

¹³ בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

¹⁴ בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

¹⁵ בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-BCM 21, על בסיס שנתי.

¹⁶ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 31 בדצמבר 2019 באתר מא"ה](#).

משמעותית את יכולת אספקת הגז הטבעי, לצריכה מקומית ולייצוא, בין היתר, על חשבון מאגר תמר. כראיה לכך, הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ- BCM 8.3 בלבד בשנת 2020 (מתוכם כ- BCM 7.8 נמכרו בשוק המקומי), בהשוואה לכ- BCM 10.5 בשנים 2018 ו-2019 (למעט כמויות מזעריות ממאגר ים-תטיס), כאשר להערכתנו, אספקת הגז ממאגר תמר תנוע בטווח שבין BCM 8.0-9.0 בשנתיים הקרובות. התחרות בשוק הגז המקומי אף צפויה להתעצם עם תחילת הפקת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במחצית הראשונה של שנת 2022. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לווייתן לספק כמויות של 2.5-4.5 BCM בשנה לשוק המקומי (בהשוואה לכ- BCM 3.5 בשנת 2020), בעוד שמאגר כריש צפוי לספק כמויות של 4.0-5.0 BCM בשנת 2022¹⁷ ו-6.0-7.0 BCM בשנת 2023, בדומה לשנים שלאחר מכן, בשוק המקומי. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כך שהפעלתם פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמר. לאור התחרות המתעצמת בסקטור הגז הטבעי, אנו צופים ירידה במחיר המכירה הממוצע ליחידת אנרגיה (MMBTU) במשך, בפרט לאחר תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש. להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפויה לחול ירידה של 10%-20% בסביבת המחירים, לרבות ירידה במחיר מכירת הגז הטבעי לחח"י בשיעור של 25% בשנת 2021, לצד ירידה נוספת של 10% בשנת 2024, בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים¹⁸.

להערכתנו קיימת תלות מהותית בהמשך מימוש הסכמי יצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמר ולווייתן, בהיקפים משמעותיים, על מנת לשמור על יציבות הענף. כלומר, במידה ולא ימומשו במלואם חוזי הייצוא, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשך וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחירי הגז הטבעי וטיב הלקוחות. בהקשר זה, אנו מעריכים כי מיזוג נובל אינק עם שברון, אשר הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, מגבירה את הסבירות להמשך מימוש החוזים לייצוא גז טבעי מישראל לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי יצוא נוספים, לאור פעילותה הכלכלית הענפה וקשריה של שברון בעולם בכלל ובמזרח התיכון בפרט. בד בבד, מימוש החוזים הקיימים לייצוא גז טבעי טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁹ ומצרים²⁰ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

חתימה על הסכם איזון למכר בנפרד ממאגר תמר בין השותפים במאגר

ביום 23.02.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, על בסיס מזכר העקרונות, שמטרתו לקבוע את הכללים והמנגנונים המפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף, וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור. על פי הסכם האיזון, במידה ואחד מן השותפים במאגר חתם על חוזה לאספקת גז טבעי ממאגר תמר עם לקוח מסוים, יוכל כל אחד מן השותפים האחרים במאגר תמר להצטרף כצד מלא להסכם אספקת הגז, בהתאם לחלקו היחסי במאגר וכן בהתאם למנגנונים ולתנאים שנקבעו בהסכם אספקת הגז (להלן: "זכות ההצטרפות"). ביחס לחוזה אספקה לייצוא, זכות ההצטרפות כפופה להסדרים שיוסכמו בין השותפים באופן פרטני ביחס לכל חוזה אספקה לייצוא. ההסכם כולל הסדרים ומנגנונים שונים המאפשרים לשותף לשווק, בכפוף לקיבולת פנויה על בסיס יומי, כמויות של גז טבעי העולות על חלקו היחסי בחזקת תמר (להלן: "שותף ביתר"), לאחר שהתאפשר תחילה לכל אחד מהשותפים האחרים להזמין את מלוא חלקו היחסי בתפוקה, ושותף מסוים לא שיווק את מלוא חלקו בתפוקה היומית (להלן: "שותף בחסר"). במקרה כאמור, יחולו הסדרי איזון בין השותפים, במטרה לאזן את זכויותיהם ביחס לגז שנמכר בהתאם לחלקם היחסי במאגר, בכסף (באמצעות תשלום מופחת שיבוצע על ידי שותף ביתר לשותף בחסר) או בגז (השותף בחסר יקבל בעתיד כמויות גז נוספות מעבר לחלקו היחסי בתפוקה בכדי להגיע לאיזון), לפי בחירת השותף בחסר, בהתאם ובכפוף לתנאי ההסכם.

¹⁷ נציין, כי עיכוב נוסף בתחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש, צפוי לגרום ירידה בכמויות הנמכרות בשנת 2022.

¹⁸ 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.

¹⁹ ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.

²⁰ מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

בנוסף, נקבעו בהסכם הסדרי איזון מנדטוריים בכסף בכל אחד מהמקרים הבאים: (1) כאשר נצברו לזכות שותף בחסר כמויות גז עודפות בהיקף העולה על תקרה שנקבעה בהסכם²¹; (2) במועד בו קבע המפעיל כי במאגר נותרו עתודות מוכחות של גז בהיקף של BCM 60; (3) במועד בו תסתיים ההפקה מהמאגר או במועד בו יפקע שטר החזקה או יבוא לידי סיום, בתנאים הקבועים בהסכם. כניסתו לתוקף של הסכם האיזון כפופה לאישור רשות התחרות (ככל שיידרש), כאשר במקרה בו לא יתקבל אישור עד ליום 31.05.2021, ההסכם יסתיים במתן הודעה מוקדמת של 30 יום על ידי מי מהצדדים לו. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף. יישום הוראות ההסכם מחייב הקמת מערכות שונות ואימוץ נהלים וכן קבלת אישורים והבהרות מרשויות המס ומאסדרים שונים. לפיכך, נקבעה תקופת ביניים, החל מחתימת ההסכם ועד ליום 01.07.2021, אשר בסיומה ניתן יהיה לבצע הסדרי איזון (בכסף או בגז). להערכתנו, הסכם האיזון מספק ודאות מסוימת בקשר עם ההכנסות העתידיות של החברה ממכירת גז טבעי. כמו כן, נחתם הסכם פשרה בין שותפי תמר לחברת החשמל אשר צפוי לסיים את המחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחח" וכן בנוגע להליך התחרותי שניהלה חברת החשמל לרכישת כמויות גז עודפות מעבר לכמויות הנרכשות על ידה מכוח הסכם אספקת הגז שנחתם מול שותפי תמר בשנת 2012, ואשר בו זכו שותפי לווייתן.

מיזוג נובל אינק עם שברון, מגבירה את הסבירות להמשך מימוש החוזים לייצוא גז טבעי מישראל

ביום 5 באוקטובר 2020, הודיעה שברון על השלמת עסקת המיזוג עם נובל אינק, חברת האם של נובל אנרג' (המשמשת כמפעיל הפרויקט), כך שנובל אינק הינה חברה בבעלות מלאה של שברון.²² שברון הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, העוסקת בפעילויות חיפוש, הפקה והולכה של נפט וגז טבעי, זיקוק ושיווק של דלקים, ייצור חשמל, שירותי אנרגיה ותחומים נוספים. שברון פועלת, בין היתר, באמריקה הצפונית ובדרומית, אסיה, אוסטרליה ואפריקה. נכון לשנת 2020, עמד שווי סך נכסיה של שברון על כ- 239.8 מיליארד דולר, ואילו הכנסותיה הסתכמו לכ- 94.7 מיליארד דולר, בהשוואה לכ- 237.4 מיליארד דולר וכ- 146.5 מיליארד דולר, בהתאמה, בשנת 2019, כך שמאגר תמר ומאגר לווייתן אינם מהווים נדבך מרכזי בפורטפוליו שלה, זאת בשונה מחשיבות המאגרים עבור נובל אינק. להערכת מידורג, לאור פעילותה הכלכלית הענפה וקשריה של שברון בעולם בכלל ובמזרח התיכון בפרט, עסקת המיזוג של נובל אינק עם שברון עשויה להגביר את הסבירות להמשך מימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולווייתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים.

חרף פגיעה צפויה בתזרים המזומנים, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב Take Or Pay

ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק, אולם ניכר כי מעמדו התחרותי נפגע בשנים האחרונות, כמפורט לעיל. חרף הפגיעה הצפויה בוודאות ויציבות תזרים המזומנים של החברה, בעקבות מימוש האופציה להקטנת כמות הגז הטבעי החוזית הנרכשת ממאגר תמר לאורך השנים, רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של מאגר תמר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, בביקושים לגז טבעי במהלך שנת 2020, אשר עלו על תחזית החברה (בהתאם ל-DCF שפורסם בחודש יולי 2020)²³, למרות השפעות משבר נגיף הקורונה וצניחת מחירי הנפט והגז הטבעי בעולם. להערכתנו, מנגנונים אלה תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות ותורמים רבות ליציבותה הפיננסית. כמו כן, במחצית השנייה לשנת 2020 החלה הזרמת הגז הטבעי למצרים, אשר צפויה לגדול בהדרגה בשנים הקרובות.

²¹ מגבלת מקסימום הינה שיעור ההחזקה של שותף מוכפל ב-0.1 BCM (לדוגמה: החברה יכולה ליצור חוסר איזון של עד BCM 1.675).

²² לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 6 באוקטובר 2020, באתר מא"ה](#).

²³ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 22 ביולי 2020, באתר מא"ה](#).

מבנה חוב המורכב משני תשלומי בולט וכולל מנגנונים פיננסיים שהאפקטיביות שלהם נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים

אגרות החוב צפויות להיפרע בשני תשלומי בולט שווים בסך של 320 מיליון דולר כל אחד (בשנים 2023 ו-2025). מבנה חוב שכזה, טומן בחובו סיכון נזילות ו/או סיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון. על מנת למתן את הסיכון האמור, עוגנו בהסכם המימון מנגנונים פיננסיים שונים, לרבות: (1) קרן בהיקף של 100 מיליון דולר עבור הפירעון העיתי של כל תשלום בולט²⁴; (2) מנגנון Lock-Up הדרגתי, כאשר החל מהפירעון הבא בשנת 2023, תעמוד תקופת ה-Lock-Up על 18 חודשים; (3) אפשרות לבצע מימון מחדש, במידת הצורך, לכל אחד מתשלומי הבולט, אשר אינו מהווה אירוע כשל; (4) זכות חזרה מוגבלת לבעלים (Recourse), במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV. בד בבד, מידת האפקטיביות של המנגנונים המפורטים לעיל נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים, בדגש על זכות החזרה המוגבלת לבעלים במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV²⁵. יצוין, כי יחס זה, עמד במועד ההנפקה על 1.63, ולאורך הזמן השתפר באופן משמעותי, כאשר נכון לסוף שנת 2020 עמד על 2.41 על-פי דוח NSAI. בנוסף, נציין כי בשל שחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי, תצטרך החברה לשמור על יתרות נזילות הולמות, אשר לעיתים גבוהות יותר בהשוואה למנגנון ה-Lock-Up המוזכר לעיל. אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע בדירוג החברה.

התקשרות במזכר הבנות לא מחייב למכירת זכויות דלק קידוחים במאגר תמר, כאשר ככל ועסקת המכר לא תושלם, אנו צופים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים

בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021, כאשר מכירת האחזקות עלולה להיות מושפעת ממשבר הקורונה (כמפורט להלן), מן התנודתיות בשווקים וממחירי האנרגיה בעולם. בהקשר זה, ביום 26 באפריל 2021, דיווחה דלק קידוחים כי התקשרה במזכר הבנות לא מחייב עם משקיעים בראשות מובאדלה פטרוליום, בקשר עם מכירת זכויותיה בשיעור של 22% בפרויקט תמר, לחברה בבעלות הרוכשים. למיטב ידיעת השותפות, מובאדלה פטרוליום הינה מקבוצת Mubadala Investment Company PJSC, חברה בבעלות ממשלת אבו דאבי. במזכר ההבנות נקבעו העקרונות המסחריים להסכם המחייב בקשר לעסקת המכר (להלן: "ההסכם המחייב")²⁶.

אולם, ככל ועסקת המכר לא תושלם, אנו מעריכים כי לחברה קיימים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025, כאשר הצורך במחזור חוב בשנת 2023 הינו בסבירות בינונית-גבוהה, בעוד שהצורך במחזור חוב בשנת 2025 הינו בסבירות גבוהה מאוד, כאשר היקפי מחזור החוב בגין התזרים הנובע מאחזקות השותפות במאגר תמר, נאמדים בהפקת גז טבעי לתקופה של עד כשנה. גורם הממתן את סיכון המימון מחדש (הצפוי בשנים 2023 ו-2025), באופן מהותי, הינו היקף עתודות גז משמעותי במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2020, מאגר תמר כולל כ-BCM 297 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 219 לפי קטגוריה 1P.

משבר נגיף הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לאספקת 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 הפעילות הכלכלית, וזאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף, אשר הוכר כמגיפה עולמית. תהליכים אלו באו לידי ביטוי בתנודתיות חדה בשווקים הפיננסיים, שינויים בשע"ח ואף בהשפעות ריאליות, אשר עלולות להפחית את צריכת החשמל במשק וכתוצאה מכך,

²⁴ בהקשר זה, נציין כי החברה פרעה 20% מהחוב בפירעון מוקדם בשל מכירת 9.25% מהאחזקות במאגר לתמר פטרוליום, כאשר הקרן האמורה לא פחתה ב-20% בהתאמה.

²⁵ הזכות האמורה קיימת כל עוד יחס ה-NPV לחוב נמוך מ-2.0, ואינה קיימת כיום לאור השיפור ביחס זה.

²⁶ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 26 באפריל 2021 באתר מא"ה](#).

גם את צריכת הגז הטבעי של לקוחות הקצה של מאגר תמר²⁷. להערכת מידורג, משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לאספקת גז טבעי ממאגר תמר. עם זאת, ראוי לציין כי הביקושים לגז טבעי במושק במהלך שנת 2020, עלו על תחזית דלק קידוחים (בהתאם ל-DCF שפורסם בחודש יולי 2020), למרות השפעות משבר נגיף הקורונה וצניחת מחירי הנפט והגז הטבעי בעולם במהלך שנת 2020. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד

בהתאם למבנה המשפטי של העסקה, הוקמה חברה ייעודית (SPC²⁸) - דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, כאשר המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד. במסגרת הדירוג הראשוני, התקבלה חוות דעת מיועציה המשפטית של החברה, לפיה חדלות פירעון של דלק קידוחים אינה משפיעה על הנושים המובטחים של החוב הבכיר המדורג.²⁹

דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי

דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי. השותפות מחזיקה או החזיקה בכל המאגרים שפותחו או יפותחו בישראל, בטווח הנראה לעין. ביתר פירוט, השותפות מחזיקה כיום במאגר ים תטיס, במאגר תמר ובמאגר לויתן וכן, החזיקה במאגרים, כריש ותנין, וזאת בשיתוף עם נובל אנרג' אשר אמונה על ההיבטים ההנדסיים והתפעוליים, בעוד שדלק קידוחים מביאה את הניסיון בשוק המקומי - אל מול הגורמים הרגולטורים, המקצועיים והכלכליים וכן בנושא השינוק מול רוכשי הגז הטבעי. בד בבד, בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021, כך שהדומיננטיות שלה בשוק הגז הטבעי המקומי צפויה להיפגע.

אודות הפרויקט

בחודש יוני 2014, הנפיקו דלק קידוחים שותפות מוגבלת ואבנר חיפוש נפט שותפות מוגבלת³⁰, באמצעות חברת דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, אגרות חוב בהיקף כולל של כ-2 מיליארד דולר. נכון למועד הדוח, יתרת אגרות החוב עומדת על כ-640 מיליון דולר (ברוטו, לפני ניכוי כריות המזומנים) ונחלקת ל-2 סדרות נפרדות, בהיקף של כ-320 מיליון דולר כל אחת. כל הסדרות באותה דרגת בכירות (פארי-פאסו בשעבודים ובמפל התשלומים), ולכל סדרה קיימת ריבית קבועה ספציפית. מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. הפרויקט הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג' (25%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים שותפות מוגבלת (22%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31.12.2020, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-297 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P.

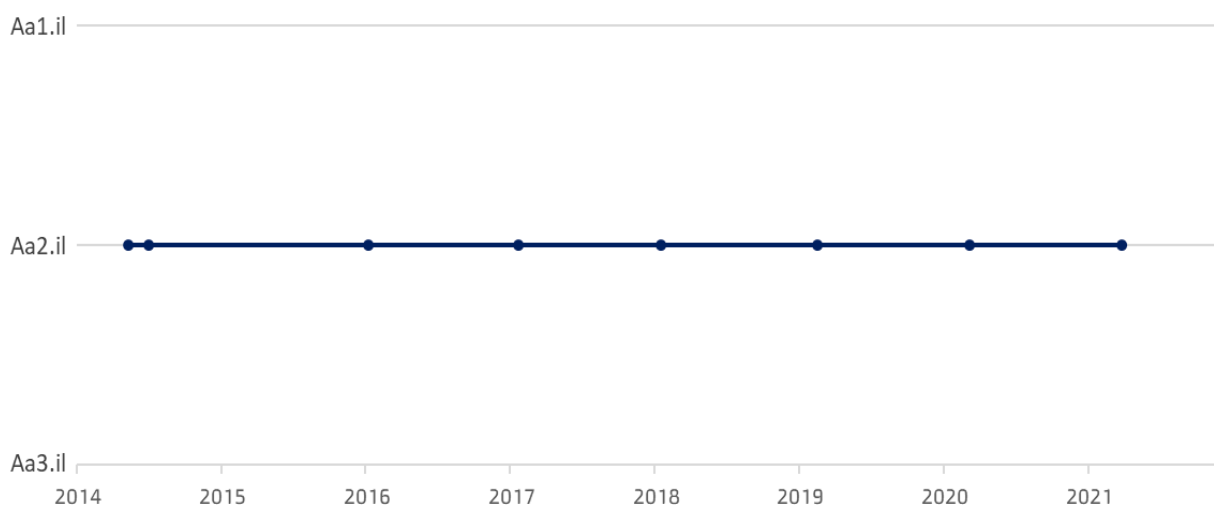
²⁷ לפירוט נוסף, ראה: הערות ענף - סקטור הגז הטבעי, אשר פורסמו ביום 17 במרץ 2020 וביום 25 באוקטובר 2020.

²⁸ Special Purpose Company.

²⁹ לפירוט נוסף, ראה את דוח הדירוג הראשוני, סעיף 2.1.

³⁰ ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך דלק קידוחים שותפות מוגבלת. לפירוט נוסף, ראה דוח פעולת דירוג בנושא המיזוג: [פעולת דירוג, דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דלק קידוחים שותפות מוגבלת - דוחות קשורים](#)

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

[הערת ענף - סקטור הנפט והגז הטבעי, אוקטובר 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

11.05.2021	תאריך דוח הדירוג:
06.04.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
05.05.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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, הדיקטורים 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 בדיון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דיקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות וניהלים 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>