

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ¹

מעקב ופעולת דירוג | פברואר 2024

אנשי קשר:

ניצן שחר

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

איריס שדה אור

ראש צוות, מערכת דירוג משנית
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

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

¹ ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ.

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מאשרת הרחבה של סדרת אג"ח א' של החברה בסכום של עד 100 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת הגיוס מיועדת למימון עסקת רכישה של תמלוגים נוספים.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

שם הסדרה	מספר ני"ע	דירוג	אופק	מועד פירעון
תומר אנרגיה אגח א	1147479	Aa3.il	יציב	30.08.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר, בין היתר, למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה 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) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (6) כיום פועלים בשוק המקומי שני מאגרים נוספים - מאגר לויתן ומאגר כריש, דבר היוצר תחרות מחירים בשוק המקומי, הממונת במידה מסוימת ע"י ייצוא גז למדינות שכנות; (7) ביום 23.2.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, הקובע כללים ומנגנונים מפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף², 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; (8) תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול חברת החשמל לישראל⁴ (להלן "חח"י") 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. כמו כן, התיקון להסכם חח"י האמור, האריך, בין היתר, את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030. בנוסף, בוצע תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול דליה אנרגיות כח בע"מ (להלן: "דליה"); (9) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר למצרים ולירדן (להלן: "הסכמי הייצוא") חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (10) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay), רכיב התחייבותי תפעולי ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות; (11) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁵ לתום שנת 2023, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-291 BCM לפי קטגוריה 2P⁶ מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-218 BCM לפי קטגוריה 1P⁷; (12) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס; (13) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של השותפים

² קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב, על ידי Moody's.

³ הסכם התפעול המשותף מיום 16.11.1999, כפי שתוקן מעת לעת.

⁴ תיקון להסכם תמר מיום 24.01.2022, אשר נכנס לתוקף בחודש יולי 2022 לאחר התקיימות התנאים המתלים בהסכם.

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.

השונים במאגר תמר ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה⁸; (14) מבנה החוב, המכיל רכיב מימון מחדש של כ-40 מיליון דולר בשנת 2028. נציין, כי סיכון המימון מחדש ממותן 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; (15) מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש; (16) החל משנת 2022 עומדים הסכומים אשר בכריות הביטחון לשירות החוב על מלוא היקף שירות החוב הקרוב; (17) יחסי כיסוי יציבים, הנתמכים ביכולת החברה להביא בחשבון את עודפי כרית הביטחון כחלק מחישוב היחסים, זאת לצד מבנה פירעונות התואם את ההתפתחויות במשק הגז ואת הגידול הצפוי בשיעור היטל רווחי נפט וגז, התומכים ביכולת שירות החוב של החברה; (18) בהתאם לדיווחי החברה, נכון ליום 30.9.2023 יחס הכיסוי ADSCR החזוי עמד על 1.52. יחס הכיסוי ההיסטורי, נכון ליום 30.06.2023 עמד על 1.79 בפועל; (19) רכישת תמלוג נוסף בכ-26 מיליון דולר, אשר לדברי החברה לא ישועבד; (20) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה-בינונית, כאשר מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. בד בבד, מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות גיאופוליטית, היכולה להביא להגברת סיכונים ביטחוניים ואחרים, בין היתר, וכן מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות בתחומי הממשל התאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, לאחר גיוס החוב ורכישת התמלוג הנוסף ובנטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו יחסי הכיסוי הצפויים, הממוצע והמינימלי על כ-1.41⁹ וכ-1.14 (בשנת 2024), בהתאמה. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

אופק הדירוג

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

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת 'חברות ברזל' על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023)¹⁰.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

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

⁸ להוצאות ו/או לעלויות תפעול המאגר קיימת השפעה על גובה ההיטל שתשלם החברה וכן על עיתוי. לפיכך, גידול בהוצאות ו/או בעלויות המאגר בשנים הקרובות, על ידי שותפי תמר, צפוי למתן את שיעור ההיטל החל על החברה.

⁹ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

- הגברת התחרות באופן אשר יוביל לשחיקה משמעותית בהיקף הכמות הנמכרת ו/או במחירי הגז הטבעי
- שינוי זהות בעלי הזכויות בנכסי הבסיס ו/או בדירוגם, שיש בהם כדי לפגוע באיתנותם הפיננסית ובכושר ההחזר של החברה
- שינוי זהות מפעיל המאגר ו/או דירוגו

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 לווייתן 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 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 להשקעות מתוכננות לטובת הרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹¹ ותאגידי הגז¹², בשנת 2022 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש כ-BCM 22.2 (כ-BCM 10.3). בחציון הראשון של שנת 2023 הופקו ממאגרים תמר ולווייתן, בהתאמה, BCM 4.91 ו-BCM 5.44 בהשוואה ל-BCM 5.23 ו-BCM 5.62 בחציון הראשון של שנת 2022. ממאגר כריש הופקו BCM 1.97 בחציון הראשון של 2022. בפרט, בשנת 2022 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא ייצוא) והסתכמה בכ-BCM 12.8, מתוכם כ-BCM 8.7 סופקו ממאגר תמר וכ-BCM 3.8 סופקו ממאגר לווייתן¹³. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-BCM 12.3 בשנת 2021 (גידול של כ-4.0%), אשר מתוכם סופקו כ-BCM 7.7 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-BCM 9.2, מתוכם כ-BCM 1.55 סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-BCM 7.2 בשנת 2021, כאשר כ-BCM 0.99 מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר.

ביום 7.12.2022 קיבלו שותפי תמר החלטת השקעה סופית בשלב הראשון של פרויקט דו שלבי לשימור, פיתוח והרחבת יכולת ההפקה של פרויקט תמר ולשדרוג מערכות ההולכה לייצוא (להלן: "פרויקט ההרחבה" ו-"השלב הראשון של פרויקט ההרחבה"). ביום 16.02.2024, קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה נוספת לשדרוג המדחסים במתקן הקבלה באשדוד (להלן: "שדרוג המדחסים"), בסכום כולל של כ-24 מיליון דולר. השלמת השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים צפויים להסתיים במהלך המחצית הראשונה של שנת 2025 ומטרתם הגדלה של יכולת ההפקה היומית מפרויקט תמר לעד כ-BCM 1.6. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התקדמות הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך. לאור כל זאת, אנו מעריכים כי מגמת הגידול בהיצע הגז

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).

צפויה להימשך. בד בבד, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל במקביל. כמו כן, אנו מניחים גידול בהיקף הייצוא כמתואר להלן.

להערכת NSAI יתרות הגז הטבעי במאגר סמוך למועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-71% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-78% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2023 (על פי DCF), וכן כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 13.0-15.1 BCM לשנה, בטווח הבינוני-ארוך, לאחר סיום הרחבת יכולת ההפקה היומית לעד כ-1.6 BCF ליום.

פעילותם של 3 מאגרי גז בשוק המקומי מייצרת תחרות, הממונתת בביקושים גבוהים בשוק המקומי ובמדינות שכנות

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹⁴), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. מאגר לווייתן מתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

להערכתנו קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי יצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמר ולווייתן, בהיקפים משמעותיים, על מנת לשמור על יציבות הענף. כלומר, במידה ולא ימומשו במלואם חוזה 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 ירדן¹⁵ ומצרים¹⁶ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות. נציין כי לאחר תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש, היקף אספקת הגז של מאגר תמר בשוק המקומי פחת, במקביל לעליה בהיקף הייצוא.

תיקון להסכם לייצוא גז טבעי למצרים

כחלק מהסכם ייצוא הגז בין שותפי תמר לבין Blue Ocean Energy (להלן: "BOE")¹⁷ ביום 23.08.2023 התקבל אישור הממונה על ענייני הנפט במשרד האנרגיה והתשתיות (להלן "האישור החדש") לייצוא כמויות גז נוספות לקונה מפריקט תמר, האישור החדש ניתן בנוסף לאישור הקיים לייצוא גז טבעי מפריקט תמר למצרים מיום 16.12.2019. ביום 13.12.2023 הודיע הממונה על עדכון האישור החדש, באופן שהכמות הכוללת המרבית הנוספת תעמוד על 43 BCM (חלף 38.7 BCM) והכמות השנתית המרבית תעמוד על 4 BCM (חלף 3.5 BCM). כמו כן, הוגדלה בהתאמה הכמות היומית המשתנה על פני תקופות השנה. בתאריך 15.02.2024 התקשרו שותפי תמר בהסכם לתיקון הסכם הייצוא מול BOE, עיקרי ההסכם כוללים, בין היתר, מכירת כ-43 BCM מעבר לכמות הקבועה בהסכם הייצוא עד לסוף תקופתו, מכירת 4 BCM נוספים לשנה (להלן "הכמויות הנוספות") בנוסף לכמות של 2 BCM בשנה, כקבוע בהסכם הייצוא. ההתחייבות של שותפי תמר לספק את הכמויות הנוספות תחל ביום 01.07.2025, מועד זה יתכן וידחה ב-90 יום ככל ולא יושלמו עבודות הרחבה במתקני מאגר תמר. נציין, כי כניסתה לתוקף של התחייבות שותפי תמר לספק את הכמויות הנוספות כפופה להתקיימות תנאים כדלקמן: (1) קבלת החלטת השקעה סופית של שותפי תמר להרחבת מתקני המאגר¹⁸; ו-(2) התקשרות שותפי תמר שהסכמים שיאפשרו את שדרוג תשתית ההולכה למצריים וכן את הולכת הגז על פי התיקון להסכם הייצוא. במידה והתנאים המתלים לאספקה לא יתקיימו עד למועד הקבוע לכך, הוראות בתיקון להסכם הייצוא הנוגעות לכמויות הנוספות לא תיכנסנה לתוקף, אלא אם יוסכם אחרת על-ידי הצדדים. נציין כי, לצורך ייצוא כמויות גז נוספות, נדרש שדרוג של מערכות ההולכה לייצוא, אשר יכול להתבצע באמצעות השתתפות במימון ושימוש בקיבולות מערכות ההולכה הבאות (להלן: "שדרוג מערכות ההולכה לייצוא"): (א) תחנת דחיסה בירדן בעלות מוערכת כוללת בהיקף של כ-334 מיליון דולר; (ב) תחנת דחיסה באזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור

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.

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

¹⁸ יציין, כי עם קבלת החלטת ההשקעה לשדרוג המדחסים כאמור לעיל התקיים התנאי המתלה האמור.

יבשתי מתחנה זו עד בסמוך למעבר ניצנה (להלן "פרויקט ניצנה") בעלות מוערכת כוללת בהיקף של כ-361 מיליון דולר. הצפי המשוער להשלמת תחנת הדחיסה בירדן ולפרויקט ניצנה הינו במחצית הראשונה של שנת 2026 ובמחצית הראשונה של שנת 2027, בהתאמה. תרחיש הבסיס מניח ששותפי תמר יישאו בחצי מעלויות הפרויקטים בסך של כ-348 מיליון דולר. נציין כי, היקף ועיתוי ההזרמה במערכות ההולכה האמורות, יושפעו מאישורים רגולטוריים הניתנים על-ידי המדינה ומהחלטות של יצואני גז אחרים בנוגע להשתתפותם בהשקעות במערכות ההולכה. כמו כן, קיימת אי וודאות מסוימת בקשר עם היכולת להזרים את מלוא הכמויות הנוספות שהתחייבו שותפי תמר לספק ל-BOE כחלק מההסכם לתיקון הסכם הייצוא.

רכישת תמלוג נוסף

ביום 18.10.2023 דיווחה החברה¹⁹ כי קיבלה הצעה לרכוש זכות לקבלת תמלוג על מדור חיפוי גז, שותפות מוגבלת (להלן: "דור גז"), חברה בבעלותה המלאה של אלון גז פיתוח אנרגיה בע"מ (להלן: "אלון גז"), וביום 18.12.2023 דיווחה החברה²⁰ כי התקשרה מול צד קשור, חברת אלון גז תמלוגים בע"מ (להלן: "אלון גז תמלוגים"), חברה בבעלותה המלאה של אלון גז, בהסכם לרכישת זכות תמלוג על מדור גז. על פי ההסכם, אלון גז תמלוגים מתחייבת למכור ולהעביר לחברה זכות לקבלת תמלוג על בשיעור של 6.25% מחלקה של דור גז (4%) בגז ו/או נפט שיופקו, ככל ויופקו במאגרי הגז הטבעי תמר ודלית. התנאים אשר יחולו על התמלוג מוסדרים בשטר התמלוג, עליו תחתום אלון גז תמלוגים במועד השלמת "עסקת נפטא"²¹. בנוסף, החברה דיווחה כי במועד השלמת העסקה היא תשלם לאלון גז תמלוגים את החלק היחסי בשיעור של כ-43.5% מתוך סכום תמורת עסקת נפטא המתואמת, כהגדרתה בדיווחי העסקה, בניכוי סכומים מסוימים ובתוספת ריבית של 8% לשנה, כמפורט בדיווח. להערכת החברה, התמורה בגין התמלוג צפויה לעמוד על כ-26 מיליון דולר. לדברי החברה אין בכוונתה לרשום שיעבוד קבוע על התמלוג הנוסף.

עיכוב בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד - אשקלון

הגדלת ההזרמה למצרים, כאמור לעיל, תלויה, בין השאר בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון על ידי חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז"). בדוח הכספי ליום 30.09.2023, נתג"ז דיווחה כי בעקבות מלחמת "חרבות ברזל" נעצרו עבודות הקבלן להנחת צנרת הימית בקו אשדוד-אשקלון. לפי דיווח של נתג"ז מיום 19.02.2024 הקבלן הודיע לחברה שהוא מפסיק להמתין עד חידוש העבודות ויחזור במהלך החודשים אוגוסט/ספטמבר 2024 על מנת להמשיך בפרויקט. נתג"ז בוחנת את השלכות עזיבת הקבלן על מועד סיום הפרויקט.

הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב TOP ומחיר רצפה, 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 לח"י ולדליה תוקנו, כך שכמות הרכיב ההתחייבותי גדלה משמעותית, כך שבמובן זה, לא צפויה פגיעה בוודאות וביציבות תזרים המזומנים של החברה. להערכתנו, מנגנוני ההתחייבות החוזית, מחיר הרצפה וההצמדות השונות תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרים המזומנים.

מחלוקת מול רשות המיסים בנוגע לגובה היטל רווחי נפט וגז

על פי פרסומי שותפות תמר, קיימות מחלוקות בין לבין רשות המיסים ביחס לדוחות ההיטל של פרויקט תמר לשנים 2013-2019. היקף ההתחייבות בגין ההיטל נמצא במחלוקת מול רשות המיסים, כאשר בהתבסס על דיווחיהן של שותפי תמר, אשר מבוססות על

¹⁹ [קבלת פנייה מאלון גז בקשר עם אפשרות להשתתף בעסקה לרכישת זכות לקבלת תמלוג על, אוקטובר 2023.](#)

²⁰ [התקשרות בעסקה עם בעלת השליטה לרכישת זכות לתמלוג, דצמבר 2023.](#)

²¹ [הסכם מותנה למכירת תמלוג העל בחזקת תמר ודלית לאלון גז, נפטא חברה ישראלית לנפט בע"מ, אוקטובר 2023.](#)

חוות דעת יועציהן המשפטיים, הסיכוי שעמדת שותפי תמר ביחס למחלוקות האמורות עם רשות המיסים תתקבל, עולה על הסיכוי כי תידחה. החברה שילמה את חלקה בהיטל שבמחלוקת בגין שנת 2020 בסך של 1.5 מיליון דולר בחודש פברואר 2023 כאשר להערכת החברה, סכום החשיפה שיתכן ועלול להיווצר לה ליום 30 בספטמבר 2023, נאמד בכ-3.4 מיליון דולר²² (כולל הסכום של 1.5 מיליון דולר ששולם).

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

בהתאם לשטר הנאמנות, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה²³, לא יפחת מיחס של 1.05. יציין, כי בחישוב זה יילקחו בחשבון סכומים עודפים אשר יהיו בחשבון כרית הביטוח. בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, נכון ליום 30.09.2023 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי עומד על כ-1.52. לשם השוואה, נכון ליום 30.09.2022 עמד יחס הכיסוי ADSCR החזוי על 1.76. בד בבד עמד יחס הכיסוי ADSCR היסטורי ליום 31.12.2022 ונכון ליום 30.06.2023 על 1.45 ו-1.79, בהתאמה. נציין, כי עיקר הירידה ביחסי הכיסוי העתידיים, נובעת מהפסקת ההפקה ממאגר תמר במהלך חודשים אוקטובר ונובמבר לשנת 2023 עקב השפעות מלחמת "חרבות ברזל". להערכת החברה, חשיפה זו אינה ברת ביטוח כאשר אובדן ההכנסות ברוטו בתקופה זו מוערך בכ-2.7 מיליון דולר.

בד בבד, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR, לאחר גיוס החוב ורכישת התמלוג הנוסף ובנטרול העודפים בכרית הביטוח, יעמדו על כ-1.41²⁴ וכ-1.14 (בשנת 2024), בהתאמה. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג. ככל שהחברה תשמור על עודפים בכרית הביטוח ברמה של 2 מיליון דולר, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.56²⁵ וכ-1.29 (בשנת 2024). נציין, כי במידה והחברה תגייס חוב נוסף ללא רכישת התמלוג הנוסף, יעמדו יחסי הכיסוי החזויים ADSCR, הכוללים את העודפים הצפויים בכרית הביטוח, על כ-1.36²⁶ וכ-1.16 (בשנת 2024), בהתאמה.

החלפת נושאי משרה

בתאריך 09.08.2023, עם השלמת העסקה לשינוי שליטה בחברה, חדלה מנכ"לית החברה עד לאותה עת מרים סופי גז לכהן בתפקידה ואלעד חיים סופר מונה כמנכ"ל החברה. מר אלעד סופר מכהן כמנכ"ל הכספים של חברת אלון גז פיתוח אנרגיה בע"מ מזה כ-3.5 שנים. בנוסף, בתאריך 09.08.2023 חדל איתן כהן סמנכ"ל הכספים של החברה עד לאותה עת לכהן בתפקידו ועידו פורת מונה כסמנכ"ל הכספים של החברה. מר עידו פורת מכהן כחשב בחברת אלון גז פיתוח אנרגיה בע"מ מעל 8 שנים.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר ומנגנון Lock Up

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב כ-40 מיליון דולר, המהווים כ-29% מהיקף החוב העדכני²⁷. נציין, כי כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש צפוי להסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חח"י (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). כמו כן, במהלך תקופה זו צפויים לפעול שלושה מאגרי גז טבעי במשק הישראלי, לכל

²² בחודש נובמבר 2021 פורסם ברשומות תיקון מס' 3 לחוק מיסוי רווחים ממשאבי טבע, התשפ"ב-2021, המתקן את החוק בעיקר בנושאים של אכיפה וגביה. התיקון מאפשר, בין השאר, הקדמת תשלום של 75% מהיטל שני במחלוקת למועד החלטת פקיד השומה בהשגה שהוגשה לו על שומה לפי מיטב השפיטה. החברה הדגישה כי היא שומרת יתרות מזומן מספקות כנגד חשיפה זו.

²³ ככל והחברה לא תעמוד ביחס כיסוי מינימלי בשני רבעונים רצופים, תהווה הפרה זו עילה לפירעון מיידי.

²⁴ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

²⁵ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

²⁶ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

²⁷ כולל את החוב המקורי בגובה 13 מיליון דולר, ובנוסף החוב שצפוי להיות מגויס בגובה 26 מיליון דולר.

הפחות, לצד מאגרים נוספים במזרח התיכון. יחד עם זאת, גם הביקושים צפויים לגדול ביחס לרמתם הנוכחית. בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2023, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-291 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-218 BCM לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש ביחס לכמויות המדווחות ליום 31.12.2023 (על פי DCF) צפויות לעמוד על כ-71% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-78% לפי קטגוריה 2P. נציין, כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה.

להערכת מידרוג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים במאגר, זאת לצד מנגנון ה-Lock Up המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתינים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב. נציין, 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 מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן גם הוא, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. להערכת החברה, קיימת סבירות גבוהה לחתימה על חוזי גז חדשים עם סיום החוזים הקיימים. נציין, כי בנוסף קיים מנגנון Lock Up להפחתה מסוימת של סיכון המימון מחדש, לפיו החברה לא תבצע חלוקת עודפים בגין רווחים אשר הצטברו במהלך 12 החודשים טרם מועד המימון מחדש (החל מיום 01.07.2027), ותצבור את הסכומים העודפים עד לפירעון מלא וסופי של החוב. כמו כן, קיים מנגנון ה-Lock Up חלקי המופעל בעת כאשר יחס הכיסוי ADSCR ירד מתחת ל-1.30 משנת 2020 ועד למועד המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות, אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, ככל ותהיה, תפקיד החברה מחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק המושועבד לנאמן לטובת המלווים עד אשר יחס הכיסוי ADSCR יעלה ל-1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה.

מנגנון חישוב יחס הכיסוי, הכולל את עודפי כרית הביטחון, מספק לחברה גמישות פיננסית

בהתאם לשטר הנאמנות של החברה, לצורך הצגת יחס הכיסוי, יחושב תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב כסך ההכנסות של החברה בתקופת הבדיקה, בתוספת כל סכום עודף (מעבר לנדרש לצורך שירות החוב²⁸) אשר יהא בחשבון כרית הביטחון ובניכוי ההוצאות של החברה לתקופה זו. הכללתם של העודפים בכרית לצורך חישוב יחס הכיסוי, מאפשרת לחברה גמישות עודפת, בפרט בתקופות בהן תזרים המזומנים נפגע, ובכך מפחיתה את הסיכוי לכשל. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

אי שיעבוד הזכויות בגין התמלוג הנוסף שיירכש

להערכת החברה, התמורה שתשולם בגין התמלוג הנוסף צפויה לעמוד על כ-26 מיליון דולר, כאשר לדברי החברה אין בכוונתה לרשום שיעבוד על התמלוג הנוסף (המהווה כ-14% מסך הזכויות לתמלוגים של החברה). לדברי החברה, בהתאם לתנאי שטר הנאמנות לא נדרש להירשם שיעבוד נוסף. להערכת מידרוג אי השעבוד הנ"ל יכול שיצמצם את יכולת הנשייה של מחזיקי החוב הבכיר בקשר עם התמלוג הנוסף.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה-בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. עם זאת, היות והחברה איננה תפעולית, להערכתנו, ממותנת רובה של חשיפה זו. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבעי, גז טבעי, אשר ממותנת הודות לעתודות גז משמעותיות במאגר תמר. מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. רגישות זו ממותנת במידה רבה, להערכתנו, בחתימה על הסכמי TOP ארוכי טווח. כמו כן, החברה

²⁸ בהיקף הנדרש לשירות חוב מלא.

חשופה לסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. וכן בהיותה של החברה, חברה שאיננה תפעולית. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאופוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים ביטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה.

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

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל בתאריך 06.11.2012, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. בהתאם לתקנון ההתאגדות של החברה, מטרת החברה הן להחזיק בתמלוגים של חברות העוסקות בתחום הגז והנפט. ביום 29 בדצמבר 2020 הודיעה קבוצת דלק לחברה כי התקשרה בעסקה מחוץ לבורסה, במסגרתה מכרה את מלוא יתרת החזקות דלק אנרגיה. ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ.

החל מיום 09.08.2023 בעלת השליטה בחברה הינה אלון גז המחזיקה בשיעור של כ-50.79% מהון המניות המונפק של החברה, לאחר שהושלמה עסקה להעברת הבעלות מבעלי השליטה הקודמים אסנס פרטנרס בע"מ. אלון גז מוחזקת על ידי נוי מאגרים ש.מ ואסנס אנרג'י ש.מ. בשיעורים של כ-70.64% ו-29.36%, בהתאמה, כך שבעלי השליטה בה הינם ה"ה רן שלח, גיל-עד בושביץ ופינחס כהן ואסנס פרטנרס בע"מ, בהתאמה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחיתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים במישרין מן החזקות "תמר" ו-"דלית", מתוך חלקן של Mubadala Energy (Tamar) RSC Ltd, Tamar Investment 2 RSC Limited ותמר פטרוליום בע"מ, בגין 11%, 11% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)²⁹. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 4.875%³⁰ והינה רשומה בספר הנפט לזכות החברה.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ-100 ק"מ מערבית לחיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. מאגר תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרית בהם הינה חח"י. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעילת הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), Mubadala Energy (Tamar) 1 RSC LTD, (11%), RSC Limited Tamar Investment2 (11%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%).

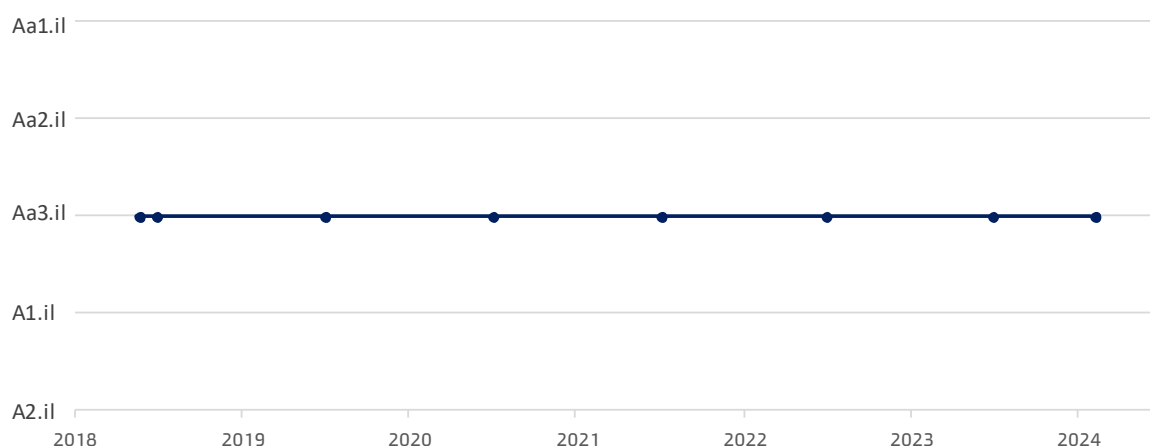
מטריצת הדירוג

חוב בכיר - תחזית מידרוג			
קטגוריה	פרמטרים	מידה	ניקוד
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	---	Aa.il
	יכולת חיזוי תזרים מזומנים נטו	---	Aaa.il
	טכנולוגיה ותפעול	---	Baa.il
סיכון תפעולי	השקעות הון	---	Aaa.il
	היסטוריה תפעולית	---	Aa.il
	ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	---	A.il
יחסי כיסוי	DSCR	1.41	A.il
דירוג נגזר			
Aa3.il			
דירוג בפועל			
Aa3.il			

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

²⁹ זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום בע"מ, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לחברה. ³⁰ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תומר תמלוגי אנרגיה \(2012\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג מימון פרויקטים - דוח מתודולוגי, פברואר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

26.02.2024	תאריך דוח הדירוג:
22.06.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.05.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.