הארבעה 21 | מגדל פלטינום
תל אביב 6473921
טל. 03-6844700 | פקס. 03-6855002
www.midroog.co.il

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ[1]

מעקב | יוני 2021

אנשי קשר:

אורי חרמוני
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
uri.h@midroog.co.il

מוטי ציטרין
ראש צוות, מעריך דירוג משני
moty@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות בפועל
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

דירוג סדרה	Aa3.il	אופק דירוג: יציב

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרת החוב (סדרה א') שגייסה תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ (להלן: "תומר אנרגיה" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

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 למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט, לצד הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית המאגר הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי, כאשר למפעיל המאגר, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "**נובל אנרג'י**"), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) למאגר היסטוריה תפעולית של מעל ל-8 שנים, ללא תקלות מהותיות; (5) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI[2] ונכון ליום 31 בדצמבר 2020,[3] המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-297 BCM לפי קטגוריה 2P[4], מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P[5]; (6) התמורות במשק האנרגיה תומכות בצריכת גז טבעי במשק. בפרט, מגמת הגידול בצריכת הגז הטבעי (ללא יצוא), אשר נמשכה בשנת 2020 והסתכמה בכ-12 BCM בהשוואה לכ-11.3 BCM בשנת 2019; (7) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לוויתן ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי. בשנת 2020 הפיק מאגר לוויתן כ-7.3 BCM, מתוכם כ-3.5 BCM נמכרו בשוק המקומי; (8) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "**חברת החשמל**" ו/או "**חח"י**")[6], השלמת 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 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 המשותף[7], וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור (להלן: "**הסכם האיזון**" ו/או "**ההסכם**"). ביום 25.05.2021 דיווחו שותפי תמר כי לא נדרש אישור נוסף מרשות התחרות ולפיכך, נכנס הסכם האיזון לתוקף ביום 11.05.2021.[8] ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף; (10) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בדגש על מצרים, לצד האפשרות לחתימה על חוזי יצוא נוספים, חושפים את השותפות לסיכונים גאופוליטיים; (11) עסקת המיזוג בין Chevron Corporation (להלן: "**שברון**") , תאגיד בולט בשוק הדלקים הפוסיליים העולמי, עם Noble Energy Inc (להלן: "**נובל אינק**"), חברת האם של נובל אנרג'י, אשר הינה מפעילת הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות למימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולוויתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי יצוא נוספים; (12) קיום מנגנון Lock Up חלקי, המופעל במקרה בו תחול שחיקה פונדמנטלית של ביחסים הפיננסיים; (13) קיום מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש;

[2] Netherland, Sewell & Associates, Inc.

[3] ראה דיווח ישראמקו נגב 2, שותפות מוגבלת, באתר מאיה מיום 07.03.2021.

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

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

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

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

[8] לפירוט נוסף, ראה דיווח: אלון גז פיתוח אנרגיה בע"מ (לשעבר אלון חיפושי גז טבעי בע"מ) מיום 26 במאי 2021, באתר מאי"ה.

(14) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב Take Or Pay ומחיר רצפה התומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות; (15) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס. כך, הדירוג של דלק קידוחים ש.מ (**"דלק קידוחים"**) עומד על דירוג A2.il באופק יציב, כאשר באוקטובר האחרון הוסר מרשימת מעקב עם השלכות שליליות בעקבות השלמת תהליך המימון מחדש של הלוואת הגישור לפיתוח מאגר לוויתן והמרתה לחוב בכיר לזמן ארוך. בד בבד, אופק הדירוג של תמר פטרוליום בע"מ (**"תמר פטרוליום"**) המדורגת A1.il, עודכן מאופק שלילי ליציב, בסוף חודש אפריל 2021; (16) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של דלק קידוחים ותמר פטרוליום ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה ביחס לשותפויות המחזיקות במישרין במאגר[9]; (16) מבנה החוב המכיל רכיב מימון מחדש בהיקף של בין 23-27 מיליון דולר[10] בשנת 2028 (המהווה בין 21%-24% מהיקף הגיוס המקורי). נציין, כי מרבית הסכמי הגז הטבעי הקיימים במאגר, בדגש אל מול חח"י, יסתיימו עד או בסמוך למועד זה; (18) כרית ביטחון לשירות החוב, בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022; (19) יחסי כיסוי יציבים לאור הפעלת מנגנונים לשמירת חלק מעודפי המזומנים בכרית הביטחון, לצד מבנה פירעונות התואם את ההתפתחויות במשק הגז בקשר עם רמת התחרות, התומכים ביכולת שירות החוב של החברה; (20) בהתאם לדיווחי החברה, לתקופה של 12 חודשים המתחילה ביום 31.03.2021, יחס הכיסוי ADSCR החזוי עומד על 1.55. כמו כן, לתקופה של 12 חודשים שהסתיימה ביום 31.12.2020 יחס הכיסוי ההיסטורי עמד על 1.15 בפועל.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין מאגר תמר למאגר לוויתן, אשר תתעצם עם תחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במחצית השנייה לשנת 2022. להערכתנו, במידה ומאגר לוויתן לא ימשמש את הסכמי יצוא 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 אנרג'י 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"י (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. 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 ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין 5.5-7.5 BCM. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 8.0-9.0 BCM בשנתיים הקרובות. הנחנו כי בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25%, לצד הפחתה נוספת של 10% בשנת 2024. בהתאם לכך, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי עומדים על כ-1.47 וכ-1.25 (בשנת 2021), בהתאמה, ואילו יחס הכיסוי PLCR המינימאלי עומד על כ-3.27 (בשנת 2021).[11] החברה הצהירה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות בכרית הייעודית, אשר הולמות את רמת הדירוג, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה, לרבות באמצעות גיוון מקורות תזרימיים נוספים איכותיים
- עלייה משמעותית בשווי מאגר תמר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש, לרבות באמצעות חתימה על הסכמים משמעותיים לטווח ארוך

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

[10] הטווח נגזר מקרן Lock Up ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש.

[11] יחסי הכיסוי המחושבים הינם בנטרול יחס כיסוי חריג במועד פירעון החוב. יחס ה-LLCR מחושב על פי עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P.

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
- הגברת התחרות אשר תוביל 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

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 למשק עשרות שנים, מהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף עשוי, ביחד עם מאגר לוויתן, 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. ביתר פירוט, מנתוני רשות החשמל עולה כי שיעור השימוש בגז טבעי מסך תמהיל הדלקים המשקי עמד על כ-64% בשנת 2019, בהשוואה לכ-39% בשנת 2010, ובהתאם לתחזית רשות החשמל, צפוי לעמוד על כ-68% בשנת 2020 ועל כ-83% בשנת 2025.

תפעול המאגר מושתת על ניסיונה של חברת נובל אנרג'י

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013, ללא תקלות מהותיות. למפעילת הפרויקט, נובל אנרג'י, המוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc., ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל והיא מפעילה כיום בנכסי הנפט תמר ולוויתן, ושל נובל קפריסין, המפעילה של בלוק 12 בקפריסין. נובל אנרג'י מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר, המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, לצד שמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל.

ביום 5 באוקטובר 2020, הודיעה שברון על השלמת עסקת המיזוג עם נובל אינק, חברת האם של נובל אנרג'י, כך שנובל אינק הינה חברה בבעלות מלאה של שברון.[12]

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

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 לוויתן אינם מהווים נדבך מרכזי בפורטפוליו שלה, זאת בשונה מחשיבות המאגרים עבור נובל אינק. להערכת מידרוג, 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 מאגר תמר לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי יצוא נוספים.

צפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק, באופן משמעותי, לצד גידול בכמויות הייצוא למצרים

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2020 הופקו מן המאגרים תמר ולוויתן כ-15.59 BCM (כ-8.3 BCM ממאגר תמר וכ-7.3 BCM ממאגר לוויתן), המשקפים גידול של כ-48.4% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2019, כ-10.5 BCM (ממאגר תמר וממאגר ים תטיס[13]).

[12] לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 6 באוקטובר 2020, באתר מאי"ה.

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

להערכתנו, מגמה זו צפויה להימשך, כאשר בשנת 2021 המאגרים תמר ולוויתן צפויים להפיק 17-18 BCM (כולל יצוא), ובשנת 2022, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש, יופקו מ-3 המאגרים למעלה מ-20 BCM (כולל יצוא).

בד בבד, בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר, בשנת 2020 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12 BCM, מתוכם כ-7.8 BCM סופקו ממאגר תמר, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות מאגר לוויתן (כ-3.5 BCM) 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-11.3 BCM, מתוכם כ-10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס[14], המשקפים גידול של כ-2% ביחס לצריכה הכוללת בשנת שנת 2018, כ-11.1 BCM (מתוכם כ-10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס[15]). 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 12.0-14.0 BCM בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין 5.5-7.5 BCM. 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 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.

הפעלתו של מאגר לוויתן, לצד הפעלתו הצפויה של מאגר כריש, פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמר

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר כיום 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[16]), וצפויה להתעצם אף יותר עם תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש. מאגר לוויתן צפוי להתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי. תחילת הזרמת הגז ממאגר לוויתן הגדילה משמעותית את יכולת אספקת הגז הטבעי, לצריכה מקומית ולייצוא, בין היתר, על חשבון מאגר תמר. כראיה לכך, הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ-8.3 BCM בלבד בשנת 2020 (מתוכם כ-7.8 BCM נמכרו בשוק המקומי), בהשוואה לכ-10.5 BCM בשנים 2018 ו-2019 (למעט כמויות מזעריות ממאגר ים-תטיס), כאשר להערכתנו, אספקת הגז ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 8.0-9.0 BCM בשנתיים הקרובות. התחרות בשוק הגז המקומי אף צפויה להתעצם עם תחילת הפקת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במחצית השנייה של שנת 2022. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לוויתן לספק כמויות של 2.5-4.5 BCM בשנה לשוק המקומי (בהשוואה לכ-3.5 BCM בשנת 2020), בעוד שמאגר כריש צפוי לספק כמויות של 4.0-5.0 BCM בשנת 2022 ו-6.0-7.0 BCM בשנת 2023, בדומה לשנים שלאחר מכן, בשוק המקומי. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לוויתן 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) במשק, 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 לחברת החשמל בשיעור של 25% בשנת 2021, לצד ירידה נוספת של 10% בשנת 2024.

[14] בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).
[15] בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).
[16] בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח, הכרוך בהשקעות הוניות מהותיות, ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

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. בהקשר זה, אנו מעריכים כי מיזוג נובל אנרג'י עם שברון, אשר הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, מגבירה את הסבירות למימוש 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 ירדן[17] ומצרים[18] חושף את החברה לסיכוני 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 (להלן: "**הסכם האיזון**" או "**ההסכם**"). 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 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. 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 בהסכם ; (2) במועד בו קבע המפעיל כי במאגר נותרו עתודות מוכחות של גז בהיקף של 60 BCM; (3) במועד בו תסתיים ההפקה מהמאגר או במועד בו יפקע שטר החזקה או יבוא לידי סיום, בתנאים הקבועים בהסכם.

ביום 25.05.2021 דיווחו שותפי תמר כי לא נדרש אישור נוסף מרשות התחרות ולפיכך, נכנס הסכם האיזון לתוקף ביום 11.05.2021. הסכם האיזון 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"י 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, בו זכו שותפי לוויתן. הסכם הפשרה בין שותפי תמר לחברת החשמל נכנס לתוקף ביום 31.05.2021.

משבר נגיף הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לאספקת גז טבעי, וכתוצאה מכך אף להחריף 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

[17] ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.
[18] מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

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, גם את צריכת הגז הטבעי של לקוחות הקצה של מאגר תמר[19]. להערכת מידרוג, משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לאספקת גז טבעי ממאגר תמר. עם זאת, ראוי לציין כי הביקושים לגז טבעי במשק במהלך שנת 2020, עלו על תחזית החברה (בהתאם ל-DCF שפורסם בחודש אוגוסט 2020), למרות השפעות משבר נגיף הקורונה וצניחת מחירי הנפט והגז הטבעי בעולם. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

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, 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 במשק במהלך שנת 2020, אשר עלו על תחזית החברה (בהתאם ל-DCF שפורסם בחודש אוגוסט 2020)[20], 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.

יחסי הכיסוי נותרו יציבים לאור הפעלת מנגנונים לשמירת עודפי מזומנים בכרית הביטחון

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין מאגר תמר למאגר לוויתן, אשר תתעצם עם תחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במחצית השנייה של שנת 2022. להערכתנו, במידה ומאגר לוויתן לא ימשמש את הסכמי יצוא 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 אנרג'י 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 (כמפורט מטה), זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חח"י (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. 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 ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין 5.5-7.5 BCM. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 8.0-9.0 BCM בשנתיים הקרובות. הנחנו כי בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25%, לצד הפחתה נוספת של 10% בשנת 2024. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי עומדים על כ-1.47 וכ-1.25 (בשנת 2021), בהתאמה, ואילו יחס הכיסוי PLCR המינימאלי עומד על כ-3.27 (בשנת 2021).[21] החברה הצהירה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות בכרית הייעודית, אשר הולמות את רמת הדירוג, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון.

[19] לפירוט נוסף, ראה: הערות ענף - סקטור הגז הטבעי, אשר פורסמו ביום 17 במרץ 2020 וביום 25 באוקטובר 2020.
[20] לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק תמלוגים מיום 17 באוגוסט 2020, באתר מאי"ה.
[21] יחסי הכיסוי המחושבים הינם בנטרול יחס כיסוי חריג במועד פירעון החוב.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות מנגנון Lock Up והיקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב בין 23-27 מיליון דולר (המהווים בין 21%-24% מהיקף הגיוס המקורי). טרם או בסמוך למועד המימון מחדש, יסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חח"י וכן יתר הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול היחפ"ים. 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 להערכת NSAI[22], ונכון ליום 31 בדצמבר 2020,[23] המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-297 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-67% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-76% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2020 (על פי DCF).

בנוסף, הנחנו בתרחיש הבסיס כי יחס ה-PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 5.5-6.5. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים במאגר, מנגנון ה-Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל ביום 06.11.2012, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. בהתאם לתקנון ההתאגדות של החברה, מטרות החברה הן להחזיק בתמלוגים של חברות העוסקות בתחום הגז והנפט. ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ. ביום 29 בדצמבר 2020 הודיעה קבוצת דלק לחברה כי התקשרה בעסקה מחוץ לבורסה, במסגרתה מכרה את מלוא יתרת החזקות דלק אנרגיה. בעלת השליטה הנוכחית בחברה היא אסנס פרטנרס בע"מ, אשר משמשת כשותף הכללי באסנס תמלוגים, שותפות מוגבלת, המחזיקה יחד עם בעלי עניין בה, בכ-50.97% מהון המניות המונפק של החברה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים במישרין מן החזקות I/12 "תמר" ו-I/13 "דלית", מתוך חלקן של דלק קידוחים - שותפות מוגבלת ותמר פטרוליום בע"מ (בגין 22% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)[24]. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 4.875%[25] 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 השותפים: נובל אנרג'י (25%), אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל המאגר, ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים (22%), תמר פטרוליום (16.75%), אוורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%) ודור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%).

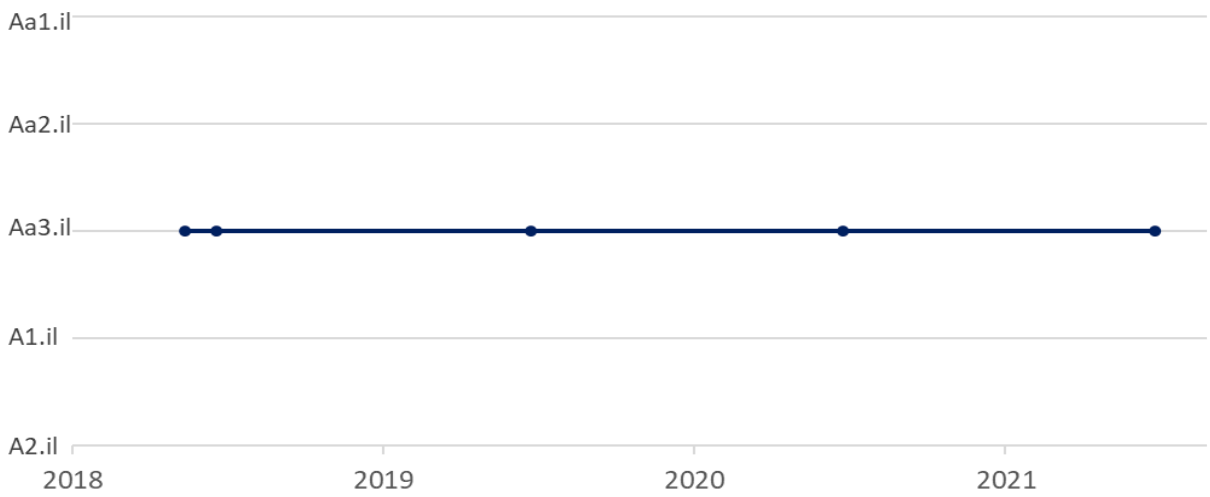
[22] Netherland, Sewell & Associates, Inc.

[23] ראה דיווח ישראמקו נגב 2, שותפות מוגבלת, באתר מאיה מיום 07.03.2021.

[24] זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לחברה.

[25] 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 הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגיה, פברואר 2018

התמורות בסקטור הגז הטבעי - משוק מונופוליסטי לשוק תחרותי לצד גידול בכמויות הנמכרות ושחיקה בסביבת המחירים - סקירה ענפית, אפריל 2021

הערת ענף - סקטור הגז הטבעי, אוקטובר 2020

טבלת זיקות והחזקות

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	24.06.2021
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	23.06.2020
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	14.05.2018
שם יוזם הדירוג:	תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	תומר תמלוגי אנרגיה (2012) 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.