

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | אפריל 2024

אנשי קשר:

אופק ועקנין

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

ofek.v@midroog.co.il

תומר דר

ראשת צוות, מעריכת דירוג משנית

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

תמר פטרוליום בע"מ

דירוג סדרות	A1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

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

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר, בין היתר, למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר מפעיל הפרויקט, Chevron Mediterranean Limited (להלן: "שברון"), (לשעבר: Noble Energy Mediterranean Ltd) הינו אחת מחברות האנרגיה הגדולות והמובילות בעולם ובעל ניסיון בינלאומי עשיר ורב בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית ארוכה (ההפעלה החלה בחודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) מלחמת חרבות ברזל הביאה להשבתה זמנית של המאגר; (6) בשנת 2023 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ- BCM 13.7, בהשוואה לכ- BCM 12.7 בשנת 2022 וכ- BCM 12.3 בשנת 2021; (7) בשנת 2023 הופק ממאגר תמר גז טבעי בסך 9.12 BCM, זאת בהשוואה לשנת 2022 בה הופק גז טבעי בסך כ- BCM 10.25, מתוכם כ- BCM 6.57 וכ- BCM 8.7, בהתאמה, סופקו לשוק המקומי; (8) פעילותם של 3 מאגרי גז בשוק המקומי מייצרת תחרות, הממותנת בביקושים גבוהים בשוק המקומי ובמדינות שכנות; (9) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד הקמתם הצפויה של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י")¹, הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (10) היקפי ייצוא הולכים וגדלים. בפרט, בשנים 2022 ו-2023 סופק ממאגר תמר, במסגרת חוזי הייצוא, גז טבעי בסך כ- BCM 1.55 וכ- BCM 2.55, בהתאמה. בחודש פברואר 2024 חתמה החברה על תיקון להסכם הייצוא למצרים, המגדיל באופן משמעותי את היקפי המכירה למצרים. בד בבד, הסכמי הייצוא חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (11) השקעות CAPEX מהותיות צפויות, בעיקר בשנים הקרובות, לטובת פרויקטים להרחבת יכולות ההפקה וההולכה. השקעות אלו צפויות להגדיל באופן משמעותי את ההפקה השנתית מהמאגר, תוך הגדלת כמויות הייצוא למצרים, באמצעות הוצאתו לפועל של התיקון להסכם הייצוא, המצוין לעיל; (12) הגידול ביכולות ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של החברה. בד בבד, הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים, מחד, מגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, וזאת בשל הסיכונים הגיאוגרפיים ופוליטיים וודאות מימוש החוזים; (13) מחירי הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלו בשנת 2023 בכ- 3.6%; (14) ירידה בהכנסות החברה בשנת 2023, בין היתר עקב השבתת המאגר בעקבות מלחמת חרבות ברזל, אשר קוזזה מעט באמצעות עליית מחיר הגז הממוצע; (15) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay), רכיב התחייבותי תפעולי ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות; (16) שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי הצפויים בפרויקט לצד יחסי כיסוי רגישים בשנה הקרובה; (17) קיומן של כרית ייעודית ומסגרת אשראי תומכים בשמירה על סביבת יחסי הכיסוי; (18) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט, לצד מדיניות

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

חלוקת דיבידנדים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (19) מבנה החוב של האג"ח (סדרות א' ו-ב') מכיל רכיב בולט משמעותי, בהיקף כולל של כ-505 מיליון דולר, בשנת 2028. סיכון המימון מחדש ממותן מעט לאור היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש וכן לאור התיקון להסכם חח"י, המאריך את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030, והתיקון להסכם הייצוא עם מצרים אשר יגדיל את כמויות מכירת הגז עד לשנת 2034; (20) בהתאם להערכת NSAI² לתום שנת 2023, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-BCM 291 לפי קטגוריה 2P³, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 218 לפי קטגוריה 1P⁴; (21) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר, לצד העדר קרן תחזוקה; (22) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. בעיקר בשל סיכונים פעילות חיפוש, פיתוח והפקת גז ובשל חשיפה למגמות אנרגיה נקייה. כמו כן, מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, ומסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי, וכן חשיפה לסיכונים גיאופוליטיים. לענייני ממשל תאגידי, מבנה הבעלות של מאגר תמר לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר תמר לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, הנחנו כי שברון תשמור על ביצועי הפריקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. אנו מניחים גידולים בביקושים בשוק המקומי, זאת לצד כניסתו לתוקף של התיקון להסכם הייצוא למצרים, והגדלה משמעותית בכמויות הייצוא. בהתאם לתרחיש הבסיס, הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 13.5-15.5 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן של גז טבעי תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 12.5 ל-14.5 BCM בשנים אלו. אספקת הגז הטבעי השנתית הצפויה ממאגר תמר תעלה בהדרגה בשנים הקרובות מכ-9.5 BCM בשנת 2024 ועד לכ-13 BCM בשנת 2026. כמו כן, הנחנו כי 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).

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המתבסס על תחזיות תזרים 1P, וכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, ומסגרת אשראי בהיקף של 35 מיליון דולר שתעמוד בתוקף עד לאמצע שנת 2025, יחסי הכיסוי הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.71⁵ וכ-1.34 (בשנת 2024), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המתואם⁶ המינימאלי יעמוד על כ-2.03 (בשנת 2024). בתרחיש הבסיס הנחנו כי יתרות הנזילות הקיימות, תישמרנה בחשבונות הפריקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים באופן שמרני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות מזומנים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי או שימור מסגרת האשראי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.2. נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית לדירוג, היות וחישוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית ומסגרת האשראי מביא, במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים / קרובים ל-1.0, וזאת בעיקר לאור ההשקעות המהותיות בפריקט ההרחבה במהלך השנתיים הקרובות.

אופק הדירוג

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

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. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה

² Netherland, Sewell & Associates, Inc.

³ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁴ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁵ מחישוב זה הושמטו יחסי הכיסוי החל מיום 30.06.2027, היות ויחסים אלו כוללים שירות חוב שאינו מדורג, המבוסס על הנחת מימון מחדש של הבולט.

⁶ בהתאם למתודולוגיית מידרוג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. 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 חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מגפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).⁷

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בסביבת יחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית של החברה
- אי-שמירה על יתרות נזילות משמעותיות, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, מעבר לאלה שנלקחו בתרחיש הבסיס
- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט באופן מהותי
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של הפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט ו/או ירידה מהותית בדירוגו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר עונה על צרכיה הלאומיים של מדינת ישראל והינו בעל חשיבות לאומית, אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. המאגר מאפשר עצמאות אנרגטית למשך עשרות שנים, מהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף עשוי, ביחד עם מאגר לוויטן ומאגרי כריש-נתנין, 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, 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.

מלחמת חרבות ברזל הביאה להשבתה זמנית של המאגר

ביום 7 באוקטובר 2023, עם פרוץ מלחמת חרבות ברזל, קיבלה שברון, המפעילה את הפרויקט, הודעה ממשרד האנרגיה, כי בשל המצב הביטחוני היא נדרשת לעצור את פעילות הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר. בהמשך לאישור משרד האנרגיה, המאגר חזר להפקה סדירה ביום 13 בנובמבר 2023. להערכת החברה, הפסקת ההפקה לתקופה האמורה הביאה לאובדן הכנסות ממכירת גז טבעי וקונדנסט, לפני תמלוגים, של כ-31 מיליון דולר, אשר הוביל לקיטון ברווח הנקי לשנת 2023 בסך של כ-9 מיליון דולר. להערכתה, לא קיימת לה חשיפה בקשר לאי אספקת גז ללקוחותיה זאת לאור סעיפי "כוח עליון" המצויים בהסכמי מכירת הגז. עוד צוין בדוחות הכספיים כי נכון למועד אישור הדוחות, ההשקעות שאושרו בפרויקט צינור ההולכה השלישי ממשיכות כסדרן. יצוין, כי לאור אי הוודאות בקשר להתפתחות המלחמה ומשכה, עלולה לחול דחייה בלוחות הזמנים שנקבעו ועלול לחול גידול בעלויות השלב הראשון של

⁷ [דוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

פרויקט ההרחבה. בנוסף, בשל השפעות המלחמה, צפויים לחול עיכובים בהשלמת פרויקט מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון. עם זאת, להערכת החברה, עיכובים אלו לא צפויים להביא להשפעה מהותית על מימוש חוזי הייצוא של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעות מלחמת חרבות ברזל על הפרויקט.

התיקון להסכם ייצוא הגז הטבעי למצרים כולל הגדלה משמעותית של כמויות הייצוא

בחודש אוגוסט 2023, התקבל אישור הממונה על ענייני הנפט לייצוא כמויות גז נוספות למצרים באמצעות חברת Blue Ocean Energy (להלן: "BOE") מפרויקט תמר, אשר עודכן בחודש דצמבר 2023. בהתאם לאישור הממונה המעודכן, הכמות 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. בהמשך לכך, בחודש פברואר 2024, התקשרו שותפי תמר עם BOE בתיקון להסכם הייצוא מיום 19 לפברואר 2018, כפי שתוקן מעת לעת, לייצוא כמויות גז נוספות למצרים. עיקרי ההסכם כוללים: (א) מכירת כ-43 BCM נוספים מעבר לכמות הקבועה בהסכם הייצוא, עד לסוף תקופתו, כאשר הכמות השנתית שהתחייבו המוכרות לספק עומדת על כ-4 BCM לשנה (להלן "הכמויות הנוספות"), זאת, בנוסף לכמות של 2 BCM בשנה, כקבוע בהסכם הייצוא; (ב) 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 וכן בגין ארוע כח עליון המונע השלמת עבודות אלו; (ג) כניסתה לתוקף של התחייבות שותפי תמר לספק את הכמויות הנוספות כפופה ל: (1) קבלת החלטת השקעה סופית של שותפי תמר להרחבת מתקני המאגר;⁸ ו-(2) התקשרות שותפי תמר בהסכמים שיאפשרו את שדרוג תשתית ההולכה למצריים וכן את הולכת הגז על פי התיקון להסכם הייצוא; (ד) עדכונים נוספים לרבות ביחס לשיעורי ה-TOP ומנגנוני עדכון המחירים, כמפורט בהסכם. נציין, כי אין שינוי מהותי במחיר הקבוע בהסכם הייצוא. ביום 1.4.2024 התקיימו התנאים המתלים לכניסתו לתוקף של התיקון להסכם הייצוא והוא נכנס לתוקפו.

השקעות מהותיות בפרויקטים להרחבת כושר ההפקה ומערכות ההולכה

בחודש דצמבר 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: "השלב הראשון של פרויקט ההרחבה"). שלב זה כולל השקעה בצינור הולכה שלישי מהבארות לאסדה, בתשתיות הימיות, באסדה ובמתקן הקבלה באשדוד. עלות הפרויקט נאמדת נכון למועד זה בכ-617 מיליון דולר (חלק החברה כ-103 מיליון דולר), והוא צפוי להיות ממומן ממקורותיה העצמיים ותזרימי המזומנים השוטפים של החברה. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, הסתכמו סך ההשקעות בפרויקט בכ-209 מיליון דולר (חלק החברה כ-35 מיליון דולר). בנוסף, בחודש פברואר 2024, קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה נוספת לשדרוג המדחסים במתקן הקבלה באשדוד, בסכום כולל של כ-24 מיליון דולר (חלק החברה כ-4 מיליון דולר). השלמת השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים צפויים להסתיים במהלך המחצית הראשונה של שנת 2025 ומטרתם הגדלה של יכולת ההפקה היומית ממאגר תמר לעד כ-1.6 BCF.⁹

עם הגדלת כמויות ההפקה היומיות כאמור, תתאפשר גם הגדלת כמויות הייצוא, אולם לשם כך נדרש שדרוג מערכות ההולכה הבאות: (א) תחנת דחיסה בירדן (פרויקט FAJR+); (ב) תחנת דחיסה באיזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור יבשתי מתחנה זו עד בסמוך למעבר ניצנה (פרויקט ניצנה). השלמת שדרוגים אלו צפויה במחצית הראשונה לשנת 2026 ובמחצית הראשונה לשנת 2027, בהתאמה. העלות המוערכת הכוללת של חלקם של שותפי תמר בפרויקטי FAJR+ וניצנה הינה כ-348 מיליון דולר, כאשר חלק החברה מוערך בכ-58 מיליון דולר. נכון למועד הדוח, פועלים שותפי תמר לצורך קבלת החלטת השקעה סופית בפרויקטים אלו. היקף ועיתוי ההזרמה בכל אחת ממערכות ההולכה האמורות, יושפע מאישורים רגולטוריים ומהחלטות יצואני הגז האחרים בנוגע להשתתפותם בהשקעות במערכות ההולכה. נציין, כי ביצוע הפרויקטים המתוארים לעיל, מביאים לעלויות CAPEX משמעותיות לחברה אשר צפויות להסתכם בכ-88 מיליון דולר וכ-51 מיליון דולר בשנים 2024 ו-2025 בהתאמה.

⁸ יצוין, כי עם קבלת החלטת ההשקעה לשדרוג המדחסים כאמור להלן התקיים התנאי המתלה האמור.

⁹ מאפשר יכולת מכירה שנתית של כ-15.1 BCM, בכפוף למגבלות הפקה וביקושים.

הגידול הצפוי בהיקפי ההפקה והייצוא משפר את רווחיות המאגר לצד ירידה מסוימת בוודאות תזרימי המזומנים

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹⁰ ותאגידי הגז¹¹, בשנת 2023 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש כ-BCM 25.28¹², זאת ביחס לכ- BCM 21.9 שהופקו בשנת 2022, המשקפים גידול של כ-15%. מאגר תמר, הפיק כ-BCM 9.12 בשנת 2023, זאת לעומת כ-10.25 BCM בשנת 2022. הקיטון בכמויות נובעי בעיקר בשל הפסקת ההפקה בחודש אוקטובר 2023, כמתואר מטה. בד בבד, בשנת 2023 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-BCM 13.7, מתוכם כ-BCM 6.6 סופקו ממאגר תמר, כ-BCM 2.2 סופקו ממאגר לווייתן, וכ-BCM 4.9 סופקו ממאגר כריש¹³. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-BCM 12.7 בשנת 2022 (גידול של כ-8%), אשר מתוכם סופקו כ-BCM 8.7 על ידי מאגר תמר. 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 2023 בכ-BCM 11.55, מתוכם כ-BCM 2.55 סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-BCM 9.2 בשנת 2022, כאשר כ-BCM 1.55 מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר.

הגידול ביכולת ההפקה, באמצעות ביצוע השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים, לצד שדרוג מערכות ההולכה וחתימה על התיקון להסכם הייצוא, כמפורט לעיל, הביאו לגידול משמעותי בתחזיות ההפקה והמכירה השנתיות. הפקת הגז ממאגר תמר בשנת 2024, צפויה להסתכם בכ-BCM 9.5, זאת בין היתר בשל עבודות תחזוקה מוגברות, כאשר בשנים 2025 - 2028 צפויה ההפקה לצמוח מכ-BCM 11.5 לשנה ועד לכ-BCM 15 לשנה, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה. בד בבד, היקפי הייצוא ממאגר תמר צפויים גם הם לצמוח באופן משמעותי ולהסתכם בטווח שבין 3.5-6.5 BCM בשנה, בשנים 2025-2028. נציין, כי הגידול ביכולת ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של החברה. בד בבד, הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים, מחד, מגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, וזאת בשל הסיכונים הגיאוגרפיים וודאות מימוש החוזים. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁴ ומצרים¹⁵ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות, כאשר החשיפה לדירוג ירדן פחות מהותית, לאור היקפי המכירות הנמוכים.

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, עם הפקת גז מרבית של כ-BCM 12 בשנה¹⁶), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. בד בבד, בחודש פברואר 2024, החלה הפקת גז ראשון ממאגר כריש צפון, ובכך יכולה האסדה להגיע לכדי מיצוי יכולות ההפקה שלה, כ-8 BCM, בשנה. כמו כן, בחודש יולי 2023 הושלמו עבודות הפיתוח של מאגר תמר SW, כאשר ההפקה הסדירה ממנו החלה בחודש פברואר 2024¹⁷. סך הפקת הגז המשקית, של המאגרים תמר, לווייתן וכריש, צפויה לעלות באופן משמעותי מכ-BCM 26 בשנת 2024 ועד לכ-BCM 36 בשנת 2028. על אף פוטנציאל ההפקה הגבוה של שלושת המאגרים יחד, מיקוד המכירות הגיאוגרפי שונה מעט בין המאגרים. בפרט, מאגר לווייתן מוטה ייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה

¹⁰ דוח על הכנסות מאצרות טבע, שנת 2023 וכן דוח סקירת התפתחויות במשק הגז הטבעי לשנת 2022, משרד האנרגיה והתשתיות

¹¹ אנרגיאן ישראל, ניו מד אנרג'י שותפות מוגבלת ותמר פטרוליום, דוחות תקופתיים ליום 31.12.2023

¹² נתוני משרד האנרגיה סוכמו בהתבסס על נתונים ומתודולוגיה של משרד האנרגיה ועל כן יתכן כי ישנם פערים בין נתונים אלו לבין הנתונים אשר פורסמו על-ידי ספקי הגז השונים.

¹³ הנתון הינו בהתאם למקורות משרד האנרגיה. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים של אנרגיאן ישראל, סופקו ממאגר כריש כ-BCM 4.4 בשנת 2023.

¹⁴ ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק חיובי ע"י Moody's.

¹⁵ מצרים מדורגת בדירוג Caa1 באופק חיובי ע"י Moody's.

¹⁶ ביום 29.06.2023, קיבלו שותפי לווייתן החלטת השקעה סופית לביצוע שלב א' - פרויקט צינור הולכה שלישי, אשר צפוי להגדיל את יכולת ההפקה השנתית של המאגר לכ-BCM 14, החל ממחצית שנת 2025. שלב ב' אשר טרם התקבלה החלטתו להוציאו לפועל, צפוי להביא ליכולת הפקה שנתית של כ-BCM 21.

¹⁷ חלק מהעתודות במאגר תמר SW גולשות לשטח רישיון ערן. נכון למועד הדוח שותפי תמר והמדינה מקיימים מגעים להסכמה בדבר אופן הסדרת זכויות הכלכליות / המסחריות במאגר, ואין כל וודאות כי תושג הסכמה כאמור.

בשיעור נמוך יחסית לשוק המקומי, בעוד מאגר תמר מוכר כיום בעיקר לשוק המקומי לצד היקפי ייצוא שעתידיים לגדול באופן משמעותי בשנים הבאות. לעומתם, מאגר כריש מוכר נכון למועד הדוח ללקוחות מקומיים בלבד.

לאור האמור, להערכתנו, קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי ייצוא 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 מחירי הגז הטבעי וטיב הלקוחות.

ירידה בהכנסות החברה, בשל השבתת המאגר, אשר קוזזה חלקית באמצעות גידול במחירי הגז הטבעי הממוצע

בשנת 2023 הסתכמו הכנסות החברה נטו (בניכוי תמלוגים) לסך של כ-234 מיליון דולר, לעומת סך של כ-254.3 מיליון דולר אשתקד, ירידה של כ-7.9%. הקיטון בהכנסות נבע מירידה של כ-11% בכמות הגז שנמכרה בשנת 2023, בשל השבתת המאגר, אשר קוזזה באופן חלקי, באמצעות גידול של כ-3.6% במחירי הגז הטבעי הממוצע שנמכר. עליית מחירי הגז, נבעה בעיקר מעלייה בכמויות המכירה לייצוא, אשר מחירי גבוה ממחירי הגז בשוק המקומי. בפרט, סך המכירות לייצוא הסתכם בכ-96 מיליון דולר, גידול של כ-57.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר היקף הייצוא למצרים בלבד הסתכם בכ-32% מכלל ההכנסות. כמו כן, היקף המכירות לחברת החשמל עמד על כ-40% מכלל הכנסות החברה ואילו היקף המכירות לדליה עמד על כ-9% מכלל ההכנסות.

אנו צופים עליה מתונה במחיר הממוצע של הגז הטבעי הנמכר ממאגר תמר בשנים הקרובות, וזאת בעיקר לאור עליית מחירי האנרגיה בעולם, המשפיעים על סביבת מחירי הייצוא, במקביל לעליית רכיב ייצור החשמל ולסביבת האינפלציה הגבוהה באופן יחסי. הגידול בשיעור הייצוא מסך כמויות ההפקה ממאגר תמר, צפוי גם הוא להשפיע על הגידול במחירי הגז הממוצע, לאור העובדה כי מחיר זה גבוה ביחס למחירי הגז בשוק המקומי.

מחלוקת מול רשות המיסים בנוגע לגובה היטל רווחי נפט וגז

על פי פרסומי שותפות תמר, קיימות מחלוקות בין לבין רשות המיסים ביחס לדוחות היטל של פרויקט תמר לשנים 2013-2020. להערכת החברה, ככל שעמדת רשות המיסים תתקבל במלואה, סכום החשיפה שיתכן ועלול להיווצר לה ליום 31 בדצמבר 2023, נאמד בכ-44 מיליון דולר לפני ריבית והצמדה¹⁸ (כולל סכום של 14 מיליון דולר ששולם). להערכת החברה, הסיכוי שעמדת בעלות הזכויות בתמר תתקבל, עולה על הסיכוי כי תידחה. לצד זאת, החברה הדגישה כי יתרות המזומנים של החברה מספקות על מנת להתמודד עם חשיפה זו ככל ותתקיים.

חתימה על מסגרת אשראי נוספת בגובה 35 מיליון דולר

ביוני 2023, חתמה החברה עם תאגיד בנקאי בישראל על הסכם להעמדת מסגרת אשראי בנקאית מחייבת בסכום של עד 35 מיליון דולר, לתקופה של שנתיים ממועד חתימת ההסכם (להלן: "מסגרת האשראי"). על פי תנאי ההסכם, החברה רשאית למשוך מעת לעת הלוואות לתקופות קצרות מועד שתיפרענה עד לתום תקופת המסגרת, והיתרה שתעמוד בתום תקופת המסגרת תיפרע בתשלומים חצי שנתיים (קרן וריבית) עד ליום 30 ביוני 2028. משיכה של כספים מהמסגרת מותנית בהפקדת פיקדון שישועבד לטובת הבנק בהיקף של כ-30% מסכום המשיכה. בד בבד, נקבע בהסכם כי תנאי לביצוע חלוקת דיבידנד הינו עמידה ביחס כיסוי היסטורי לשירות החוב הכולל (כהגדרתו בהסכם מסגרת האשראי) של החברה שלא יפחת מ-1.3. נציין, כי בהתאם למידע שהעבירה החברה, פירעון המסגרת, ככל שתימשך, יתבצע רק מן הכספים בחשבון החלוקה, וכן, פיקדון בהיקף של כ-30% בחשבון החלוקה מהווה את הבטוחה היחידה למסגרת זו. נכון למועד אישור הדוחות הכספיים, החברה לא משכה כספים מהמסגרת. תרחיש הבסיס של מידרוג לא מניח משיכות ממסגרת האשראי, עם זאת, היקפי המסגרת הלא מנוצלת נלקחו בחשבון כחלק מחישוב יחסי הכיסוי הצפויים, כמפורט מטה.

¹⁸ 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.

הסכמי אספקת גז טבעי ארוכי טווח הכוללים רכיב Take Or Pay, רכיב התחייבות תפעולי 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, ועומד על ממוצע של כ-77%, עד לשנת 2028. נציין, כי אחוזים אלו הינם תחת הנחת כניסה לתוקף של ההתחייבות לרכוש את הכמויות הנוספות בהתאם לתיקון להסכם הייצוא למצרים, אשר כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים, כמפורט מעלה. 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.

שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי הצפויים בפרויקט לצד יחסי רגישים בשנה הקרובה

בהתאם לשטרי הנאמנות שלה, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה, לא יפחת מיחס של 1.05. יצוין, כי בחישוב יחס זה, יילקחו בחשבון סכומים עודפים אשר יהיו בחשבון הכרית הייעודי ובמסגרת האשראי, עליה פורט לעיל. נכון ליום 31.12.2023, עמדו יחסי הכיסוי ההיסטוריים¹⁹ והעתידי על כ-1.61 וכ-1.37, בהתאמה. נציין כי במועד המעקב הקודם, יחס הכיסוי ההיסטורי ליום 31.12.2023, אשר נחזה באמצעות המודל הפיננסי, עמד על כ-1.31. הגידול בין היחס ההיסטורי החזוי ליחס ההיסטורי בפועל נובע בעיקר מיתרות מזומן גבוהות מהצפוי בחשבון הכרית הייעודי.

על פי תרחיש הבסיס של מידורג עבור סדרה א' וסדרה ב', המתבסס על תחזיות תזרים 1P, וכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, ומסגרת אשראי בהיקף של 35 מיליון דולר שתעמוד בתוקף עד לאמצע שנת 2025, יחסי הכיסוי הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.71²⁰ וכ-1.34 (בשנת 2024), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המתואם²¹ המינימאלי יעמוד על כ-2.03 (בשנת 2024). נציין, כי יחסי הכיסוי הצפויים התחזקו משמעותית ביחס ליחסי הכיסוי הצפויים במועד המעקב הקודם, וזאת לאור גידול בתחזיות ההפקה והמכירה, המתבסס על השקעות בפרויקטים להרחבת כושר ההפקה ומערכות ההולכה וחתיתום התיקון להסכם הייצוא מול מצרים וכן לאור חתימת מסגרת האשראי. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי ו/או במסגרת האשראי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.2. נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית לדירוג, היות וחשוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית ומסגרת האשראי מביא, במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים / קרובים ל-1.0, וזאת בעיקר לאור ההשקעות המהותיות בפרויקט ההרחבה במהלך השנתיים הקרובות²².

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

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לחודש מרץ 2024, עומדות לרשות יתרות נזילות משמעותיות, זאת בנוסף לסכום הנמצא בכרית הביטחון, אשר הועמדו מתוקף שטרי הנאמנות של סדרות א' ו-ב'. יתרה מכך, הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות אשר הולמות את רמת הדירוג, ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית לאורך חיי אגרות החוב, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. בהקשר זה, נציין כי בתרחיש הבסיס הנחנו כי היתרות הנזילות הקיימות תישמרנה בחשבונית הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים בסכומים שאינם מהותיים ב-12 החודשים הקרובים. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, עלולה לפגוע באופן משמעותי בדירוג החברה.

¹⁹ מחושב לצורך עמידה בתנאים הפיננסיים לחלוקת דיבידנד

²⁰ מחישוב זה הושמטו יחסי הכיסוי החל מיום 30.06.2027, היות ויחסים אלו כוללים שירות חוב שאיננו מדורג, המבוסס על הנחת מימון מחדש של הבולט.

²¹ בהתאם למתודולוגיית מידורג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

²² נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P.

שיקולים נוספים לדירוג

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

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. במועד המימון מחדש (בחודש אוגוסט 2028), תעמוד יתרת החוב הכולל של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') על כ-505 מיליון דולר. נציין, כי כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש צפוי להסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). בפרט, תיקון ההסכם מול חח"י והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח"י. בנוסף, התיקון להסכם הייצוא, יגדיל את היקף המכירות למצרים בכ-4 BCM נוספים עד לשנת 2034. זנב מעין זה, אשר איננו נפוץ בפרויקטים מסוג דומה, מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד 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). בד בבד, החברה נשענת על רמת מינוף גבוהה המושפעת משווי מאגר תמר. להערכת מידרוג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני הקרנות הייעודיות המעוגנים בשטרי הנאמנות, ממתנים, גם הם, את הסיכון, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

היעדר קרן תחזוקה

בהתאם לשטרי הנאמנות של החברה, לא נכלל מנגנון עבור צבירת קרן ביטחון לתחזוקה כבדה. קרן ביטחון לתחזוקה כבדה הינה רכיב מהותי במימון פרויקטים, ומעניקה לפרויקט נזילות עודפת בקשר עם עלויות תחזוקה נדרשות. היעדר קרן תחזוקה בפרויקט נלקח בחשבון במסגרת הדירוג. נציין, כי בפרויקט קיים חשבון קרן הוצאות, אליו מפקידה החברה כספים באופן וולונטרי ובהתאם לשיקול דעתה. כספים אלו משמשים, בין היתר, גם להוצאות תחזוקה שוטפת ולהשקעות.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. כמו כן, בשנים האחרונות מתקיימים מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס דלקים מאובנים (פוסיליים), אשר, להערכתנו, תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון לפעילות החברה בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבעי, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות גז משמעותיות במאגר תמר. בד בבד, מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. רגישות זו ממותנת במידה רבה, להערכתנו, בחתימה על הסכמי TOP ארוכי טווח. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. בנוסף, החברה תלויה בהון אנושי מקצועי, אם כי במידה מתונה. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאוגרפיים העלולים להשפיע על מימוש חוזה הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים בטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה. לענייני ממשל תאגידי, מבנה הבעלות של מאגר תמר לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר תמר לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר. בנוסף, לשותפי מאגר תמר, לרבות החברה, חשיפה מהותית לסיכונים סביב מעצם היות המאגר נכס אסטרטגי לאומי. נציין, כי למפעיל הפרויקט מדיניות סייבר מוגדרת בהתאם להנחיית מערך הסייבר הלאומי.

אודות החברה

החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר 2015 כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 2 ביולי 2017 נחתם הסכם מכר מותנה בין ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (לשעבר: דלק קידוחים, שותפות מוגבלת) כמוכרת מצד אחד, לבין החברה כקונה מצד שני, בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים. התנאים התקיימו במלואם ביום 20 ביולי 2017, לרבות קבלת אישור הממונה על ענייני הנפט במשרד האנרגיה, להעברת הזכויות בחזקות תמר ודלית (להלן: "החזקות") ורישומן בספר הנפט, ובעקבות כך הושלמה העסקה, במסגרתה הועברו לידי החברה זכויות בשיעור של 9.25% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-40% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה לאותו המועד), לניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת.²³ כמו כן, ביום 14 למרץ 2018 הושלם הסכם המכר עם חברת נובל אנרג'י לרכישת זכויות בשיעור של 7.5% בחזקות (מתוך 100%), כנגד תשלום תמורה במזומן וכנגד הקצאת מניות רגילות של החברה (כ-43.5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה).²⁴ החברה מוחזקת על ידי בעלי עניין פרטיים, מר אהרן פרנקל, מר אליהו עזור ומר מרדכי בן משה, בשיעורים (נכון ליום 31.3.2024) של כ-24.99%, כ-24.60% וכ-6.96% בהתאמה, וכן על ידי קופות גמל ופנסיה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ בשיעור של כ-12.45% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-3.10%. תקנון החברה קובע כי היא תבצע אך ורק פעולות חיפוש, פיתוח, הפקה והולכה לשווקי יעד בקשר עם החזקות.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק של כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של כ-1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), תמר פטרוליום (16.75%), 1 Mubadala Energy (Tamar) RSC LTD (11%), RSC Limited Tamar Investment 2 (11%) (חברה בשליטתו של מר אהרון פרנקל), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואוורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI²⁵ לתום שנת 2023, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-291 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-218 BCM לפי קטגוריה 1P.

מטריצת הדירוג

חוב בכיר - תחזית מידרוג

קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	---	Aa.il
	יכולת חיזוי תזרים מזומנים נטו	---	Aa.il
	טכנולוגיה ותפעול	---	Baa.il
סיכון תפעולי	השקעות הון	---	Baa.il
	היסטוריה תפעולית	---	Aa.il
	ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	---	A.il
יחסי כיסוי	DSCR	1.71	A.il
דירוג נגזר			A1.il
דירוג בפועל			A1.il

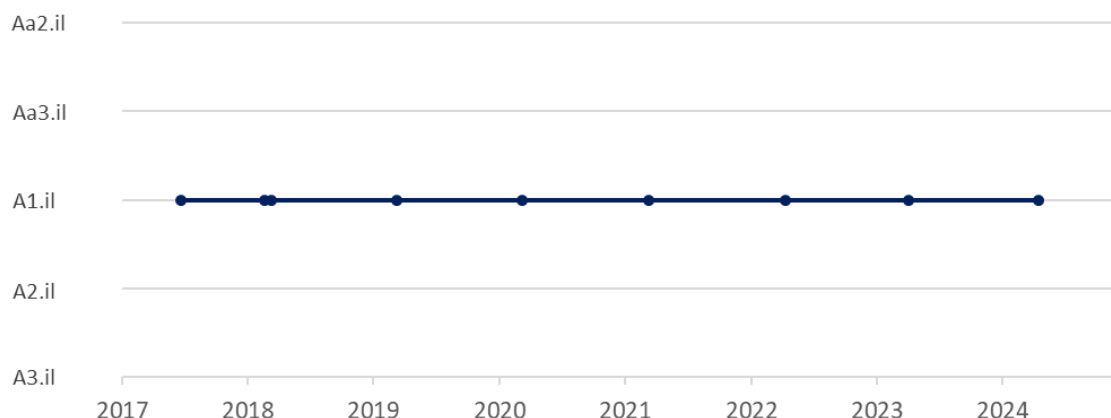
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

²³ המניות שהוקצו לניו מד אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אפריל 2021.

²⁴ המניות שהוקצו לנובל אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אוקטובר 2018 לצדדים שלישיים.

²⁵ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תמר פטרוליום 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](#)

[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

16.04.2024	תאריך דוח הדירוג:
17.04.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תמר פטרוליום בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תמר פטרוליום 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").

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 מוזהרים 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, להפיצו, 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 מצדם (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.