

השפעת השבתת מאגר תמר על סיכוני האשראי בענף

דוח מיוחד - הערת ענף | נובמבר 2023

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מגפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למגפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינוי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

יניב גפני

אנליסט בכיר

yaniv.g@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

השפעת השבתת מאגר תמר על סיכוני האשראי בענף

ביום 07.10.23 משרד האנרגיה הורה על הפסקת פעילות הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר, כתוצאה מהמצב הביטחוני ועל רקע מלחמת חרבות ברזל. נכון למועד כתיבת הדוח לא פורסם מועד צפוי להחזרת המאגר לפעילות, כאשר הנושא תלוי, בין היתר, בהיקף ובמשך הלחימה¹. בנוסף, לא פורסם מידע בנוגע להיתכנותו ו/או היקפו של מנגנון פיצויים עתידי מטעם המדינה לטובת השותפויות המחזיקות במאגר (להלן: "שותפויות המאגר"), כתוצאה מהפגיעה בהכנסותיהן. נציין, כי על אף שפעילות המאגר הופסקה בעבר מסיבות ביטחוניות, משך ההפסקה הנוכחי הינו ארוך באופן משמעותי בהשוואה לאירועים קודמים. להערכתנו, תיתכן השפעה שלילית על סיכון האשראי של שותפויות המאגר, כתלות במשך תקופת ההשבתה. בנוסף, אנו מעריכים כי ככל ויוחלט על השבתת פעילותם של המאגרים לווייתן וכריש במקביל להשבתתו של מאגר תמר, סיכון האשראי של תחנות הכוח בישראל צפוי לעלות.

להערכתנו, שותפויות המאגר יפעלו לטובת צמצום עלויותיהן השוטפות, ככל וניתן, על מנת למתן את הפגיעה התזרימית בהן כתוצאה מההשבתה. עם זאת, נציין, כי ישנן עלויות קבועות מהותיות, אשר אינן תלויות בהפקה מהמאגר ואנו מעריכים כי לא ניתן להפחיתן בטווח הקצר, לכל הפחות. בנוסף, להערכתנו פרויקט הרחבת הצינור השלישי במאגר תמר ימשיך ויקודם, גם אם בקצב איטי יותר, חרף הפסקת הפעילות, כאשר שותפויות המאגר הקצו מראש יתרות מזומן ייעודיות לטובת ההשקעה בפרויקט זה.

אנו מעריכים כי נכון למועד כתיבת הדוח, לשותפויות המאגר המדורגות לא צפוי קושי תזרימי לטובת שירות החוב בטווח הקצר, בין היתר, לאור הביצועים הגבוהים של מאגר תמר עד להשבתתו, הצגת יחסי כיסוי חוב גבוהים והצטברות רווחים שלא חולקו טרם פרוץ המלחמה, כתלות במאפיינים הפיננסיים של כל שותפות. להערכתנו, ככל והשבתת המאגר תימשך מעבר לטווח הקצר, יכולת שירות החוב של חלק משותפויות המאגר עלולה להיפגע. עוצמת הפגיעה בתרחיש זה תלויה באיתנות הפיננסית של כל שותפות בנפרד ובהיקף הפיצויים שיתקבלו מטעם המדינה, ככל ויוסכם עליהם בעתיד. נציין, כי להבנתנו מערך הביטוחים של שותפויות המאגר לא כולל שיפוי על השבתה של המאגר כתוצאה ממלחמה ו/או הנחיה ביטחונית. מידרוג תמשיך ותקוב אחר השבתת המאגר ותבחן את המנפיקים השונים באופן פרטני, ככל ויידרש, בדגש על בחינת יתרות הנזילות, הגמישות הפיננסית ועומס פירעונות החוב הצפויים לכל מנפיק בנפרד.

עוד נציין, כי תחנות הכוח אשר רכשו גז ממאגר תמר לטובת ייצור החשמל באופן שוטף, רוכשות באופן זמני גז טבעי ממאגרי הגז לווייתן וכריש וממקורות נוספים². להערכתנו, המחיר המשולם למאגרים אלו הינו גבוה בהשוואה למחיר ששולם עבור הגז הטבעי ממאגר תמר. במקביל לכך, חברת Chevron Corporation⁴, מבעלות השליטה במאגר תמר, הודיעה על הפסקת מרבית יצוא הגז מישראל, במקביל להודעה דומה שפורסמה מטעם ממשלת מצרים. להערכתנו, ככל ויצוא הגז לא יחודש ופעילות המאגרים לווייתן וכריש תמשיך כסדרה, לא צפוי מחסור בהיצע הגז הטבעי בישראל. עם זאת, ככל ומאגרים אלו יפסיקו אף הם את פעילותם כתוצאה מהמלחמה, תחנות הכוח יאלצו לרכוש סולר ו/או פחם, חלף רכישת גז טבעי, לטובת ייצור החשמל. כמו כן, יתכן ולתחנות הכוח תיווצר תלות ביתרות המלאים במאגרי החירום של ישראל. בהקשר זה נציין, כי ביום 05.11.2023 דיווחה חברת החשמל לישראל בע"מ⁵ כי היא התבקשה לרכוש כמות נוספת של סולר למלאי הקיים, אשר משמש את כלל יצרני החשמל בישראל בזמן חירום, בעלות כוללת הנאמדת בכ-600 מיליון ש"ח⁶. להערכתנו, בתרחיש בו תחנות הכוח ישתמשו בסולר ו/או בפחם לטובת ייצור החשמל, חלף ייצור באמצעות גז טבעי, צפויה עלייה משמעותית בהוצאותיהן של התחנות, כתוצאה מהעלות הגבוהה יותר של חומרי גלם אלו, בהשוואה לעלות הגז הטבעי. בנוסף, צפויה, בין היתר, גם השפעה שלילית מהותית הנוגעת לעליה בפליטות הפחמן ובזיהום האוויר בישראל. מידרוג תמשיך ותקוב גם אחר נושא זה ותבחן את השפעותיו על המנפיקים השונים, ככל ויידרש.

¹ הערכות בקשר עם השלכות הפסקת הגז ממאגר תמר, תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ, אוקטובר 2023.

² הערכות בקשר עם השלכות הפסקת הפקת הגז ממאגר תמר, תמר פטרוליום בע"מ, אוקטובר 2023.

³ עדכון בנוגע להליך התחרותי באשכול ובנוגע למקורות הספקת גז טבעי לתחנות הכח של חברת הבת, דליה חברות אנרגיה בע"מ, נובמבר 2023.

⁴ מדורגת Aa2 באופק יציב במודיוס.

⁵ מדורגת Aa1.il באופק יציב.

⁶ מכתב מרשות הכח לרכישת כמות נוספת של סולר בעלות כוללת הנאמדת בכ-0.6 מיליארד ש"ח, חברת החשמל לישראל בע"מ, נובמבר 2023.

דוחות קשורים

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

[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 07.11.2023

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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").

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, המוצרים, 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 ביעוץ 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, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, 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, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו 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 לאמינים ומדיקים. 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 איננו 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.