

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | אפריל 2021

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

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

אורי חרמוני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
uri.h@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

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

תמר פטרוליום בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום" ו/או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. שינוי אופק הדירוג הינו בעקבות התייצבות הפרופיל הפיננסי של החברה, המושפע מצפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק, באופן משמעותי, לצד צפי לגידול בכמויות הייצוא למצרים וחתימה על הסכם איזון למכר בנפרד ממאגר תמר בין השותפים במאגר, כאשר במקביל לכך, רכישת נובל אנרג'י על ידי שברון, מגבירה את הסבירות למימוש החוזים לייצוא גז טבעי מישראל.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

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 למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר למפעיל הפרויקט, Nobel Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-8 שנים (החל מסוף חודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2020 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (ללא יצוא) והסתכמה בכ- BCM 12.0, בהשוואה לכ- BCM 11.3 בשנת 2019 וכ- BCM 11.1 בשנת 2018; (6) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד הקמתם של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י")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; (7) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק². בשנת 2020 הפיק מאגר לווייתן כ- BCM 7.3, מתוכם כ- BCM 3.5 נמכרו בשוק המקומי; (8) ביום 23.02.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, שמטרתו לקבוע את הכללים והמנגנונים המפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף³, וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור (להלן: "הסכם האיזון" ו/או "ההסכם"). כניסתו לתוקף של הסכם האיזון כפופה לאישור רשות התחרות (ככל שיידרש), כאשר במקרה בו לא יתקבל אישור עד ליום 31.05.2021, ההסכם יסתיים במתן הודעה מוקדמת של 30 יום על ידי מי מהצדדים לו. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף. כמו כן, נחתם הסכם פשרה בין שותפי תמר לחברת החשמל אשר צפוי לסיים את המחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחח"י; (9) בהתאם ל-DCF שפרסמה החברה בחודש מרץ 2021, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי שיימכר לחברת החשמל צפוי לפחות בשיעור מקסימאלי - 25% בחודש יולי 2021, זאת לצד הפחתה נוספת של 10% בחודש יולי 2024, בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים; (10) עסקת המיזוג בין Chevron Corporation (להלן: "שברון")⁴, תאגיד בולט בשוק האנרגיה העולמי, עם Noble Energy Inc, חברת האם של נובל אנרג'י,

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

² למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נודלי מן המצוף הימי (BUOY).

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

⁴ קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב, על ידי Moody's.

אשר הינה מפעיל הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות למימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולוויתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים; (11) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בדגש על מצרים, לצד האפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים, חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (12) חרף הפגיעה בתזרים המזומנים של החברה, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות; (13) השחיקה ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מהתעצמות התחרות ופגיעה בתזרים המזומנים הצפוי בשנים הקרובות, ממונתת במידה רבה, באמצעות כרית ייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי; (14) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט לצד מדיניות חלוקת עודפים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (15) מבנה החוב של האג"ח (סדרות א' ו-ב') מכיל רכיב בולט משמעותי, בהיקף כולל של כ-480 מיליון דולר, בשנת 2028. נציין, כי מרבית ההסכמים למכירת גז בפרויקט, בדגש אל מול חח"י יסתיימו בסמוך למועד זה; (16) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁵ לתום שנת 2020, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-BCM 297 לפי קטגוריה 2P⁶, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 220 לפי קטגוריה 1P⁷; (17) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (18) כריות הביטחון לשירות החוב בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022; (19) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש החוזים למכירת גז טבעי ואף להחרף את התחרות השוררת בין המאגרים.

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 הראשונה של שנת 2022, בעיכוב של מספר חודשים ביחס למועד המעקב הקודם. להערכתנו, במידה ומאגר לוויתן לא יממש את הסכמי ייצוא הגז הטבעי בהיקפים משמעותיים, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשך וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחירי 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, המשיך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל. הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין BCM 12.0-14.0 בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין BCM 5.5-7.5. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין BCM 8.0-9.0 בשנתיים הקרובות. הנחנו כי בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25%, לצד הפחתה נוספת של 10% בשנת 2024. כמו כן, אנו מעריכים כי 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). על פי תרחיש הבסיס של מידרוג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יחסי הכיסוי המשולבים הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.53 ו-1.20 (בשנת 2023), בהתאמה, יחסי הכיסוי LLCRR המינימאלי יעמוד על כ-1.39 (בשנת 2021). בתרחיש הבסיס הנחנו כי יתרות הנזילות הקיימות, תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים בסכומים שאינם מהותיים ב-12 החודשים הקרובים, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.20. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, תפגע באופן משמעותי בדירוג החברה.

⁵ Netherlands, 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.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב הינו בעקבות התייצבות הפרופיל הפיננסי של החברה, המושפע מצפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק, באופן משמעותי, לצד גידול בכמויות הייצוא למצרים וחתימה על הסכם איזון למכר בנפרד ממאגר תמר בין השותפים במאגר, כאשר במקביל לכך, רכישת נובל אנרג'י על ידי שברון, מגבירה את הסבירות למימוש החוזים לייצוא גז טבעי מישראל

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה
- עלייה משמעותית בשווי המאגר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש
- חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים נוספים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בסביבת יחסי הכיסוי ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- אי-שמירה על יתרות נזילות משמעותיות, לרבות הסכומים הנמצאים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, מעבר לאלה שנלקחו בחשבון 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
- אי-חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים נוספים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט 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, 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 נובל אנרג'י, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (כ-8 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, המוחזקת בשרשרת על ידי שברון, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל⁸. בנוסף, נובל אנרג'י מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר, המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל, כאשר רכישת נובל אנרג'י על ידי שברון⁹, אשר הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, אף צפויה לתמוך בפעילותה של נובל אנרג'י בתפעול הפרויקט.

⁸ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

⁹ ראה הרחבה בהמשך הדוח.

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-BCM 15.59 (כ-BCM 8.3 ממאגר תמר וכ-BCM 7.3 ממאגר לווייתן), המשקפים גידול של כ-48.4% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2019, כ-BCM 10.5 (ממאגר תמר וממאגר ים תטיס¹⁰). להערכתנו, מגמה זו צפויה להימשך, כאשר בשנת 2021 המאגרים תמר ולוויתן צפויים להפיק BCM 18.0-17.0 (כולל יצוא), ובשנת 2022, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר כריש, יופקו מ-3 המאגרים למעלה מ-BCM 20 (כולל יצוא).

בד בבד, בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר, בשנת 2020 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק (ללא יצוא) והסתכמה בכ-BCM 12.0, מתוכם כ-BCM 7.8 סופקו ממאגר תמר, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות מאגר לווייתן (כ-BCM 3.5) ובאמצעות המצוף הימי (BUOY). ראוי לציין, כי בשנת 2020 חל גידול של כ-6% ביחס לצריכה הכוללת של גז טבעי במשק בשנת 2019, וזאת, למרות השפעות משבר נגיף הקורונה וצניחת מחירי הנפט והגז הטבעי בעולם (שעלו בהדרגה לאחר שהושג הסכם בין נציגי מדינות אופ"ק ויצרניות הנפט שאינן חברות בארגון), נתון המעיד על קשיחות הביקוש לגז טבעי במשק, המשמש כמקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל. כמו כן, בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2019 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ-BCM 11.3, מתוכם כ-BCM 10.5 ממאגר תמר וממאגר ים תטיס¹¹, המשקפים גידול של כ-2% ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2018, כ-BCM 11.1 (מתוכם כ-BCM 10.5 ממאגר תמר וממאגר ים תטיס¹²).

עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. להערכתנו, הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין BCM 12.0-14.0 בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה ותנוע בטווח שבין BCM 5.5-7.5. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין BCM 8.0-9.0 בשנתיים הקרובות. בטווח הבינוני-ארוך, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמת שני המחז"מים על ידי חח"י (כ-1,200 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 לווייתן, 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 לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-BCM 12 בשנה¹³), וצפויה להתעצם אף יותר עם תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש. מאגר לווייתן צפוי להתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

מאז החלה הזרמת הגז הטבעי, מאגר תמר סיפק כ-90%-95% מסך אספקת הגז לאותן תקופות, אולם ביום 31 בדצמבר 2019, החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן¹⁴, ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי (החל ממרץ 2013), למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY). תחילת הזרמת הגז ממאגר לווייתן 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-BCM 8.3 בלבד בשנת 2020 (מתוכם כ-BCM 7.8 נמכרו בשוק המקומי), בהשוואה לכ-BCM 10.5 בשנים

¹⁰ הפקת הגז הטבעי ממאגר ים תטיס הופסקה לחלוטין במהלך שנת 2019. כמו כן, בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות.

¹¹ בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

¹² בשנה זו הופקו ממאגר ים תטיס כמויות מזעריות, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

¹³ בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-BCM 21, על בסיס שנתי.

¹⁴ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 31 בדצמבר 2019 באתר מא"ה](#).

2018 ו-2019 (למעט כמויות מזעריות ממאגר ים-טטיס), 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 הראשונה של שנת 2022. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לווייתן לספק כמויות של 2.5-4.5 BCM בשנה לשוק המקומי (בהשוואה לכ-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 לווייתן ומאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כך שהפעלתם פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמר. לאור התחרות המתעצמת בסקטור הגז הטבעי, אנו צופים ירידה במחיר המכירה הממוצע ליחידת אנרגיה (MMBTU) 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.

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 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 רכישת נובל אנרג'י על ידי 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 ירדן¹⁵ ומצרים¹⁶ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

חתימה על הסכם איזון למכר בנפרד ממאגר תמר בין השותפים במאגר

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

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 בהסכם¹⁷; (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.

¹⁵ ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁶ מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁷ מגבלת מקסימום הינה שיעור ההחזקה של שותף מוכפל ב-0.1 BCM (לדוגמה: החברה יכולה ליצור חוסר איזון של עד 1.675 BCM).

כניסתו לתוקף של הסכם האיזון כפופה לאישור רשות התחרות (ככל שיידרש), כאשר במקרה בו לא יתקבל אישור עד ליום 31.05.2021, ההסכם יסתיים במתן הודעה מוקדמת של 30 יום על ידי מי מהצדדים לו. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף. יישום הוראות ההסכם מחייב הקמת מערכות שונות ואימוץ נהלים וכן קבלת אישורים והבהרות מרשויות המס ומאסדרים שונים. לפיכך, נקבעה תקופת ביניים, החל מחתימת ההסכם ועד ליום 01.07.2021, אשר בסיומה ניתן יהיה לבצע הסדרי איזון (בכסף או בגז). להערכתנו, הסכם האיזון מספק ודאות מסוימת בקשר עם ההכנסות העתידיות של החברה ממכירת גז טבעי. כמו כן, נחתם הסכם פשרה בין שותפי תמר לחברת החשמל אשר צפוי לסיים את המחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחח"י.

רכישת נובל אנרג'י על ידי שברון, מגבירה את הסבירות למימוש החוזים לייצוא גז טבעי מישראל

ביום 20 ביולי 2020, הכריזה שברון, על הסכם לרכישת מלוא מניותיה של חברת נובל אנרג'י וביום 5 באוקטובר 2020, הודיעה שברון על השלמת העסקה, כך שנובל אנרג'י הינה חברה כלולה בבעלותה המלאה.¹⁸ שברון הינה חברת אנרגיה מובילה בקנה מידה עולמי, העוסקת בפעילויות חיפוש, הפקה והולכה של נפט וגז טבעי, זיקוק ושיווק של דלקים, ייצור חשמל, שירותי אנרגיה ותחומים נוספים. שברון פועלת, בין היתר, באמריקה הצפונית ובדרומית, אסיה, אוסטרליה ואפריקה. נכון לשנת 2020, עמד שווי סך נכסיה של שברון על כ-239.8 מיליארד דולר, ואילו הכנסותיה הסתכמו לכ-94.7 מיליארד דולר, בהשוואה לכ-237.4 מיליארד דולר וכ-146.5 מיליארד דולר, בהתאמה, בשנת 2019, כך שמאגר תמר ומאגר לווייתן אינם מהווים נדבך מרכזי בפורטפוליו שלה, זאת בשונה מחשיבות המאגרים עבור נובל אנרג'י. להערכת מידורג, לאור פעילותה הכלכלית הענפה וקשריה של שברון בעולם בכלל ובמזרח התיכון בפרט, הרכישה של נובל אנרג'י בידי שברון עשויה להגביר את הסבירות למימוש חוזה הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולווייתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזה ייצוא נוספים.

חרף פגיעה צפויה בתזרים המזומנים, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב Take Or Pay ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק, אולם ניכר כי מעמדו התחרותי נפגע, כמפורט לעיל. חרף הפגיעה הצפויה בוודאות ויציבות תזרים המזומנים של החברה, בין היתר, בעקבות מימוש האופציה להקטנת כמות הגז הטבעי החוזית הנרכשת ממאגר תמר לאורך השנים, רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, בביקושים לגז טבעי במהלך שנת 2020, אשר עלו על תחזית החברה (בהתאם ל-DCF שפורסם בחודש אוגוסט 2020),¹⁹ 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. על פי תרחיש הבסיס של מידורג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יחסי הכיסוי המשולבים הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.53 וכ-1.20 (בשנת 2023), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.39 (בשנת 2021). נציין, כי חל שיפור מסוים ביחסי הכיסוי של החברה עבור השנים 2021-2022, הנובע בעיקר בעקבות הדחייה בתחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש ביחס למעקב הקודם. כמו כן, יחסי הכיסוי המשולבים הצפויים ADSCR הממוצע והמינימאלי אשר אינם כוללים את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יעמדו על כ-1.38 וכ-0.85 (בשנת 2023), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.35 (בשנת 2021). בשל כך, קיימת חשיבות עליונה כי החברה תעמיד יתרות בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.20, וכן, ליתרות הנזילות העודפות בפרויקט.

¹⁸ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 6 באוקטובר 2020](#), באתר מא"ה.

¹⁹ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח החברה מיום 3 באוגוסט 2020](#), באתר מא"ה.

כריות ביטחון לשירות חוב הנמוכות ביחס למקובל בענף עד לשנת 2022

בהתאם לשטר הנאמנות, עד לשנת 2022, תעמיד החברה כריות ביטחון לשירות חוב בסכום השווה ל-3 חודשי שירות חוב, בגין כל סדרת אג"ח, בעוד שהחל משנת 2022, תעמודנה כריות הביטחון על סכום השווה ל-6 חודשי שירות חוב.²⁰ להערכת מידורג, סכום כריות הביטחון בתקופה הראשונה, עד שנת 2022, הינו נמוך מהמקובל בענף אולם ממותן, במידה מסוימת, באמצעות תזרים המזומנים המבוסס על הסכמים ארוכי טווח, וכן בהצהרת החברה בקשר עם שמירה על יתרות נזילות הולמות, כמפורט מטה.

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

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לחודש מרץ 2021, עומדות לרשותה יתרות נזילות משמעותיות, זאת בנוסף לסכום הנמצא בכריות 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 יתרות הנזילות הקיימות, תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, למעט חלוקת דיבידנדים בסכומים שאינם מהותיים ב-12 החודשים הקרובים. כמו כן, הנחנו כי החברה תעמיד יתרות בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, כך שיחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.20. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, תפגע באופן משמעותי בדירוג החברה.

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 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 תמר²¹. להערכת מידורג, 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. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה החוב כולל סיכון מימון מחדש בשנת 2028

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-480 מיליון דולר. טרם מועד המימון מחדש, צפויים להסתיים הסכמי הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חברת החשמל ומרבית היח"פים. 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 ונכון ליום 31 בדצמבר 2020, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-297 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-220 BCM לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד

²⁰ למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרונים, לגביהם סכום כריות הביטחון לשירות החוב הנדרש, שווה לסכום הריבית בלבד (ללא סכום הקרן).

²¹ לפירוט נוסף, ראה: הערות ענף - סקטור הגז הטבעי, אשר פורסמו ביום 17 במרץ 2020 וביום 25 באוקטובר 2020.

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). בד בבד, החברה נשענת על רמת מינוף גבוהה המושפעת משווי מאגר תמר. בהקשר זה, נציין כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה. עובר למועד הדוח, לוחות הסילוקין של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') תואמים את התזרימים הצפויים ויתרות הנזילות הקיימות בחשבונות הפרויקט, לרבות הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס הנחנו כי לא נדרש מחזור חוב בשנים הקרובות. להערכת מידרוג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מנגנוני הקרנות הייעודיות המעוגנים בשטרי הנאמנות, מתננים, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

אודות החברה

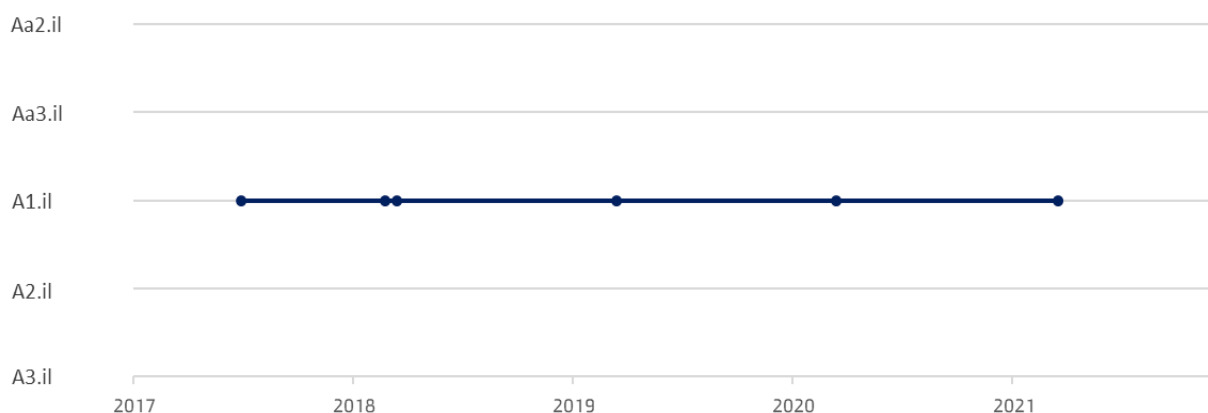
החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר 2015, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 21 במאי 2017, שונה שם החברה לשמה הנוכחי. ביום 2 ביולי 2017, נחתם הסכם מכר מותנה בין דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: **"דלק קידוחים"**) כמוכרת מצד אחד, לבין החברה כקונה מצד שני, בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים. 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), לדלק קידוחים.²² 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 החברה²³). נכון למועד הדוח, החברה מוחזקת על ידי דלק קידוחים בשיעור של כ-22.6%, על ידי גופים מוסדיים שונים בשיעור של כ-37.4% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-40.0%. 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, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג'י (25%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראל מקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים (22%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2020, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-297 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-220 BCM לפי קטגוריה 1P.

²² נציין כי בהתאם לכתב הוויתור של דלק קידוחים ובהתאם לתקנון החברה, מניות החברה המוחזקות על ידי דלק קידוחים, כל עוד הינן מוחזקות על ידה, בשיעור העולה על 12% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, לא מקנות זכויות הצבעה כלשהן.

²³ המניות שהוקצו לנובל אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אוקטובר 2018 לצדדים שלישיים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תמר פטרוליום בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[הערת ענף - סקטור הגז הטבעי](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

18.04.2021	תאריך דוח הדירוג:
29.03.2020	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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בדיון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דיקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות 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>