

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | אפריל 2022

אנשי קשר:

תומר דר

ראש צוות, מערכת דירוג ראשית
tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, 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 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, Chevron Mediterranean Ltd (להלן: "שברון"), (לשעבר: Noble Energy Mediterranean Ltd) ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-9 שנים (החל מסוף חודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2021 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12.5 BCM, בהשוואה לכ-11.8 BCM בשנת 2020 וכ-11.03 BCM בשנת 2019; (6) בשנת 2021, הופקו ממאגר תמר כ-8.7 BCM, זאת בהשוואה לשנת 2020 בה הופקו כ-8.25 BCM. בד בבד, מחירי הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר ירדו בשנה זו בכ-10.9%; (7) 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; (8) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן ובכך נפגע מעמדו הבלעדי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק.² בשנת 2021 הפיק מאגר לווייתן כ-10.74 BCM, מתוכם כ-4.55 BCM נמכרו בשוק המקומי; (9) ביום 23.02.2021 חתמו שותפי תמר על הסכם מפורט, הקובע כללים ומנגנונים מפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול 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"). ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף; (10) תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול חח"י⁴ ומול דליה אנרגיות כוח, כאשר בהתאם לנתונים שפרסמה החברה, מחיר הגז הטבעי שיימכר לחברת החשמל משקף הפחתה בשיעור הגבוה מעט מ-25% (השיעור המקסימלי של הפחתת המחיר במועד ההתאמה הראשון שנקבע בהסכם עם חח"י), זאת לצד דחיית התאמת המחיר במועד ההתאמה השני (תוספת או הפחתה בטווח של עד 10%) מאמצע שנת 2024 ל-31.12.2024; (11) עסקת המיזוג בין Chevron Corporation (להלן: "שברון")⁵, תאגיד בולט בשוק האנרגיה העולמי, עם Noble Energy Inc, חברת האם של נובל אנרג'י, אשר הינה מפעיל הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות לקיום חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולווייתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים; (12) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בהתאם להסכמים אל מול מצרים וירדן (להלן: "הסכמי הייצוא"). נציין, כי בשנים 2020 ו-2021 סופק ממאגר תמר במסגרת חוזי הייצוא

¹ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, 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 תיקון להסכם תמר מיום 24.01.2022.

⁵ קבוצת Chevron Corporation מדורגת בדירוג Aa2, באופק יציב, על ידי Moody's.

כ-0.5 BCM וכ-0.99 BCM, בהתאמה. כמו כן, החל מחודש מרץ 2022 החלה הזרמת הגז למצרים דרך ירדן, המאפשרת לחברה גמישות בקשר עם אספקת הכמויות. הסכמי הייצוא חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (13) בשנת 2021 נפגעה רווחיות החברה, בין היתר, בשל ירידת מחירים והכרה לראשונה בהוצאות היטל רווחי נפט וגז; (14) 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; (15) השחיקה ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מהתעצמות התחרות ופגיעה בתזרים המזומנים הצפוי בשנים הקרובות, ממותנת במידה רבה, באמצעות כרית ייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי; (16) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט לצד מדיניות חלוקת דיבידנדים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (17) 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; (18) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁶ לתום שנת 2021, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-288 BCM לפי קטגוריה 2P⁷, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-215 BCM לפי קטגוריה 1P⁸; (19) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (20) החל משנת 2022, עומדים הסכומים אשר בכריות הביטחון לשירות החוב, על מלוא היקף שירות החוב הקרוב.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, התחרות בין מאגר תמר ובין מאגר לווייתן, צפויה להתעצם עם תחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר כריש, הצפויה במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022⁹, בעיכוב של מספר חודשים ביחס למועד המעקב הקודם. להערכתנו, ככל ומאגר לווייתן לא ימשיך את יצוא הגז הטבעי בהתאם להסכמים, צפוי היצע הגז הטבעי לעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. הנחנו כי שברון תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, זאת לצד כניסתם לתוקף של התיקונים להסכמי אספקת הגז לחברת החשמל לישראל בע"מ ולדליה אנרגיות כח בע"מ, כמפורט בהמשך. בהתאם לתרחיש הבסיס, הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 13.0-15.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 9.0 ל-10.0 BCM בשנת 2023. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי השנתית ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 9.0-10.0 BCM בשנתיים הקרובות. הנחנו כי מחיר מכירת הגז לחברת החשמל יפחת בשיעור של כ-10% בשנת 2025. כמו כן, אנו מעריכים כי יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-70% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-78% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2021 (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-1.44¹⁰ וכ-1.20 (בשנת 2022), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המתואם¹¹ המינימאלי יעמוד על כ-1.39 (בשנת 2022). 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. נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית, היות ובהתאם לתרחיש המבוסס על העתודות לפי קטגוריה 1P, חישוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית, מביא במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים מ-1.0¹². נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, או חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, עלולה לפגוע באופן משמעותי בדירוג החברה.

⁶ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁷ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁸ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁹ אנרגיאן ישראל בע"מ, דוחות כספיים מאוחדים ליום 31.12.2021.

¹⁰ מחישוב זה הושמטו 3 התקופות האחרונות של שירות החוב, וזאת על מנת שלא לכלול את מועד מחזור החוב והמועדים שאחריו בחישוב.

¹¹ בהתאם למתודולוגיית מידרוג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

¹² נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P

אופק הדירוג

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

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, 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 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 לווייתן ומאגרי כריש-תנין, למצב את המדינה כספקית גז אזורית. השימוש בגז טבעי במשק הולך וגדל לאורך השנים, עד כדי שהגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בדלקים מזהמים, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

תפעול הפרויקט מושתת על ניסיונה של שברון, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (כ-9 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, שברון ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים. שברון מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר המאופייין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידורג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

צפי להמשך גידול משמעותי בצריכת הגז הטבעי במשק, לצד גידול בהיקפי ייצוא הגז

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹³ ותאגידי הגז¹⁴, בשנת 2021 הופקו מן המאגרים תמר ולווייתן כ-19.43 BCM (כ-8.7 BCM ממאגר תמר וכ-10.74 BCM ממאגר לווייתן), המשקפים גידול של כ-25% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2021, כ-15.59 BCM. בפרט, בשנת 2021 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא ייצוא) והסתכמה בכ-12.5 BCM, מתוכם כ-7.7 BCM סופקו ממאגר

¹³ דוח על הכנסות מאוצרות טבע, שנת 2021, משרד האנרגיה

¹⁴ ניו מד אנרג'י שותפות מוגבלת, דוח תקופתי ליום 31.12.21 וכן תמר פטרוליום בע"מ, דוח תקופתי ליום 31.12.21.

תמור וכ-BCM 4.55 סופקו ממאגר לווייתן¹⁵. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-11.8 BCM בשנת 2020 (גידול של כ-5.9%), אשר מתוכם סופקו כ-7.8 BCM על ידי מאגר תמור. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. במקביל, היקף הייצוא של הגז הטבעי למצרים וירדן, הסתכם בשנת 2021 בכ-7.18 BCM, מתוכם כ-0.99 BCM סופקו על ידי מאגר תמור. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-4.3 BCM בשנת 2020, כאשר 0.5 BCM מתוכם סופקו על ידי מאגר תמור.

להערכתנו, מגמת הגידול בהיצע הגז צפויה להימשך, כאשר בשנת 2022 המאגרים תמור, לווייתן וכריש (אשר צפוי להתחיל במהלך הרבעון השלישי של 2022) צפויים להפיק בין 19.0-20.0 BCM (כולל ייצוא), ובשנת 2023, צפויה הפקה מ-3 המאגרים של למעלה מ-25 BCM (כולל ייצוא). אנו מעריכים, כי הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 13.0-15.0 BCM בשנתיים הקרובות (2022-2023), בעוד שהכמות השנתית המיוצאת למצרים ולירדן תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 9.0 ל-10.0 BCM בשנת 2023. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמור תנוע בטווח שבין 9.0-10.0 BCM לשנה, בשנתיים הקרובות, זאת בהנחה שתיוקני ההסכמים אל מול חברת החשמל ודליה יכנסו לתוקפם. 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" (כ-1,200 מגה-ואט) עם תחילת שנת 2023, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשיך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל.

הפעלתו של מאגר לווייתן, לצד הפעלתו הצפויה של מאגר כריש, פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמור

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹⁶), 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.

תחילת הזרמת הגז ממאגר לווייתן הגדילה משמעותית את יכולת אספקת הגז הטבעי, לצריכה מקומית ולייצוא, בין היתר, על חשבון מאגר תמור. כראיה לכך, הפקת הגז הטבעי ממאגר תמור הסתכמה בכ-8.3 BCM וכ-8.66 BCM בשנים 2020 ו-2021, בהתאמה, זאת בהשוואה לכ-10.5 BCM בשנים 2018 ו-2019, כאשר להערכתנו, אספקת הגז השנתית ממאגר תמור צפויה להמשיך ולגדול, כפי שפורט לעיל. בד בבד, מחיר הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמור ירד בשנת 2021 בכ-10.9%, כמפורט מטה. להערכתנו, התחרות בשוק הגז המקומי אף צפויה להתעצם לאחר תחילת הפקת הגז הטבעי ממאגר כריש, אשר צפוי לספק כמויות של בין 1.0-1.5 BCM בשנת 2022 ובין 6.5-7.5 BCM בשנים שלאחר מכן, בשוק המקומי.

להערכתנו קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמור 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 ולייצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. בד בבד, מימוש החוזים הקיימים לייצוא גז טבעי טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁷ ומצרים¹⁸ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

בשנת 2021 נפגעה רווחיות החברה, בין היתר, בשל ירידת מחירים והכרה לראשונה בהוצאות היטל רווחי נפט וגז

בשנת 2021, הסתכמו הכנסות החברה נטו (בניכוי תמלוגים) לסך של כ-201.3 מיליון דולר, לעומת סך של כ-212.1 מיליון דולר אשתקד, ירידה של כ-5.1%. היקף המכירות לחברת החשמל עמד על כ-34% מכלל הכנסות החברה, כאשר היקף המכירות לדליה

¹⁵ כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי סופקו מן המצוף הימי (BUOY).

¹⁶ בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציא לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

¹⁷ ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁸ מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

אנרגיות כוח בע"מ עמד על כ-10% מכלל ההכנסות ואילו היקף הייצוא למצרים הסתכם בכ-10% מכלל ההכנסות. הירידה בהכנסות נובעת בעיקרה מקיטון של כ-10.9% במחיר הממוצע של הגז הטבעי (ממחיר של \$5.14 בשנת 2020, למחיר של \$4.58 בשנת 2021), אשר הושפעה בעיקר ממחיר הגז הטבעי שנמכר לחברת החשמל (שירד על פי התיקון להסכם בשיעור הגבוה מעט מ-25%, החל מיום 1 ליוני 2021). ירידה זו קוזזה חלקית בעליה של כ-5% בכמות הגז הטבעי שנמכרה. בצד העלויות, חלה עליה משמעותית של כ-33.4%, בעלות הפקת הגז והקונדנסט, אשר הסתכמה לכ-25.9 מיליון דולר (בעיקר בשל גידול בהוצאות עבודות תחזוקה). נציין, כי בשנה זו, הכירה החברה לראשונה בדוחותיה בהוצאה בגין היטל רווחי נפט וגז, בסך של כ-39.2 מיליון דולר. נדגיש, כי היקף ההתחייבות בגין ההיטל נמצא במחלוקת אל מול רשות המיסים, כאשר להערכת החברה, בהתבסס, בין היתר, על יועציה המשפטיים של החברה, ככל שעמדת רשות המיסים תתקבל במלואה, עלולה להיווצר לחברה ליום 31 בדצמבר 2021 התחייבות לתשלום היטל בסכום נוסף הנאמד בכ-25.7 מיליון דולר¹⁹. תמורות אלו הביאו, בין היתר, לקיטון של כ-55% בהיקף הרווח הנקי של החברה, מהיקף של כ-88 מיליון דולר בשנת 2020 לכ-40 מיליון דולר בשנת 2021.

אנו צופים עליה מתונה במחיר הממוצע של הגז הטבעי בשנים הקרובות, וזאת בעיקר לאור עליית מחירי האנרגיה בעולם במקביל לעליית רכיב ייצור החשמל. נציין, כי בחודש פברואר 2022, פלשה רוסיה לאוקראינה, והחלה לחימה אשר עודה מתנהלת, נכון למועד הדוח. בעקבות כך יזמו ארצות הברית ומדינות האיחוד האירופי שורה של צעדי ענישה כלכליים כנגד רוסיה לרבות בתחומי ההפקה של גז ונפט. עקב כך ולאור העובדה שרוסיה הינה ספקית גלובלית מרכזית של גז טבעי ונפט, חלה עלייה חריגה במחירי הנפט והגז הטבעי העולמיים. המשך הלחימה והשפעותיה עשויה להביא לגידול נוסף במחירי האנרגיה העולמיים, אשר עשויה אף להשפיע באופן מסוים על המחירים מעבר לטווח הקצר, כתלות באופי ובהיקף הסנקציות. עם זאת, החל משנת 2025, אנו צופים כי המחירים ירדו מעט, וזאת בהתאם למנגנון התאמת המחיר הקיים בחוזה בין חח"י לשותפי מאגר תמר שמסגרתו תיתכן הפחתה נוספת של 10%. במקביל לכך, כאמור מעלה, אנו צופים עליה גם בכמויות הנמכרות, כאשר העלייה במחירי האנרגיה העולמיים תומכת במגמה זו.

תיקון להסכמי רכישת גז מול לקוחות מרכזיים תומכים בוודאות התזרים ומשפרים את מעמדו התחרותי של המאגר

ביום 24.01.2022 נחתם תיקון להסכם המקורי²⁰ למכירת גז בין שותפויות תמר לבין חברת החשמל המהווה לקוח עוגן של המאגר. התיקון יחול רטרואקטיבית לגז שסופק מיום 01.07.2021. השותפים במאגר תמר דיווחו כי התיקון יכלול, בין היתר, את השינויים המרכזיים הבאים: (1) הפחתה של מחיר הגז עבור הכמות המינימלית לחיוב (כ-20.7 BCM לתקופה החל מיום 01.07.2022 ועד 30.06.2028) במעט מעל ל-25%; (2) דחיית התאמת המחיר (תוספת או הפחתה) עבור כמות ההתחייבות המינימלית בטווח של עד 10% על ידי הצדדים ליום 31 בדצמבר 2024; (3) התחייבות חח"י לרכוש כמות מינימאלית שנתית נוספת שלא תפחת מ-16 BCM (להלן: "כמות ההתחייבות התפעולית"); וזאת בהתאם לצרכיה התפעוליים; (4) מנגנון העשוי להביא להגבלת ההצמדה של מחיר הגז למדד ה-CPI האמריקאי; (5) הארכת ההסכם בעוד כשנתיים וחצי עד לשנת 2030²¹; (6) קביעת מחיר הנמוך מ-4 דולר MMBTU (ללא הצמדה) עבור הכמות ההתחייבות התפעולית וכן עבור כל כמות נוספת, ככל שתירכש, כאשר כל אחד מן הצדדים יהיה רשאי לבקש התאמה למחיר ביום 01.07.2028 בטווח של עד 10%, תוספת או הפחתה; (7) הוספת התחייבות חח"י להזמנת גז טבעי על בסיס יומי ותיקון ההתחייבות לאספקת הגז על בסיס יומי, חלף אספקה על בסיס שעות; (8) ביטול מנגנון צבירת יתרה בגין כמויות גז עודפות שנצרכו בשנה מסוימת. לאור מנגנון המחירים שנקבע בהסכם. להערכת החברה, הגידול המשוער בהכנסות ברוטו מהתיקון נכון ליום 31.12.2021 על בסיס הכמויות המינימאליות בלבד (כולל תפעוליות) צפוי להסתכם בכ-2.3 מיליארד דולר (עבור כלל שותפי מאגר תמר) (עלייה של 71% ביחס למחיר החוזה המקורי). עם זאת, נציין כי כניסתו לתוקף של התיקון להסכם חח"י-תמר כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים, ביניהם קבלת אישור רשות החשמל, אישור רשות התחרות ועוד.

¹⁹ נציין כי 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 שנוי במחלוקת למועד החלטת פקיד השומה בהשגה שהוגשה לו על שומה לפי מיטב השפיטה. החברה הדגישה כי היא שומרת יתרות מזומן מספקות כנגד חשיפה זו.

²⁰ הסכם המכר המקורי אשר נחתם בחודש מרץ 2012 בין חברת החשמל לבין שותפויות מאגר תמר.

²¹ נציין כי ככל וחברת החשמל לא תצרוך את סך כמות ההתחייבות התפעולית עד ליום 31.12.2030, יוארך ההסכם באופן אוטומטי על מנת לאפשר לצריכת מלוא כמות ההתחייבות התפעולית, בכפוף להוראות ההסכם.

תיקון ההסכם מול חברת החשמל מצטרף לתיקון להסכם מול חברת דליה אנרגיות כח בע"מ (להלן: "דליה") שנחתם ביום 19.12.2021 (להלן: "תיקון הסכם דליה") ומאריך את תקופת ההסכם עד ליום 08.07.2035²² (חלף 08.07.2032). עיקרי התיקון הינו גידול בכמות הגז היומית הנרכשת בהתאם לצרכים תפעוליים זאת לצד אפשרות להתאמת המחיר עבור כמות זו בטווח של עד 5% בשני מועדים שונים²³. להערכת החברה החל מיום 31.12.2021, התיקון ההסכם בגין הכמויות המינימאליות בלבד (כולל התפעוליות) יוביל לגידול בהכנסות ברוטו של כ-1.4 מיליארד דולר (עבור כלל שותפי מאגר תמר) (מהווה עלייה של 155% ביחס להסכם המקורי). כניסתו לתוקף של התיקון להסכם כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים, הכוללים, בין היתר, קבלת אישורים מגורמים רגולטוריים שונים וקבלת פסק בוררות סופי ומחייב בבוררות בין חברה דליה לבין אנרג'יאן ישראל.

להערכתנו, עדכון ההסכמים תומך בוודאות תזרים המזומנים של החברה ומשפר את מעמדו התחרותי של המאגר בסקטור הגז בישראל וזאת, חרף הפגיעה במעמדו התחרותי בשנים האחרונות, עם תחילת ההפעלה המסחרית של מאגר לווינת בשנת 2019 והפעלתו הצפויה של מאגר כריש, ברבעון השלישי של שנת 2022.

עיתובים בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד - אשקלון

כחלק מהסכם ייצוא הגז בין החברה לבין Blue Ocean Energy (להלן: BOE)²⁴ התחייבו שותפי תמר לספק כמויות גז שנתיות כדלקמן: החל מיום 30.06.2020 ועד ליום 30.06.2022 כ-1 BCM בשנה, ובתקופה המתחילה ב-01.07.2022 ועד לסיום ההסכם כ-2 BCM לשנה. הגדלת ההזרמה למצרים הייתה תלויה בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון על ידי נתג"ז. להערכת החברה מועד תחילת ההזרמה צפוי להתרחש באפריל 2023. עקב זאת בתחילת חודש מרץ 2022 תוקן ההסכם עם BOE וכן נחתמו הסכמי הולכה עם חברת הולכת הגז הירדנית ועם נתג"ז וסוכם על נקודת מסירה נוספת ללקוח בעקבה, ירדן. בהתאם לכך, ביום 02.03.2022 החלה הזרמת הגז הטבעי דרך ירדן למצרים. יצוין, כי קיימת אי ודאות, בקשר עם היכולת להזרים דרך ירדן את מלוא הכמויות הנוספות שהתחייבו שותפי תמר לספק ל-BOE החל מיום 01.07.2022.

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. נציין, כי היקף הרכיב ההתחייבותי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר, הינו משמעותי מאוד. להערכתנו, מנגנונים אלה תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרים המזומנים.

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 הייעודית. 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-1.44²⁵ וכ-1.20 (בשנת 2022), בהתאמה, יחס הכיסוי LLCR המתואם²⁶ המינימאלי

²² דליה רשאית לבקש עד ליום 08.07.2033, כי מחיר הגז עבור כל כמויות הגז שתיצרכנה על-ידה בשנת ההסכם האחרונה יהא המחיר התפעולי. ככל שלא תתקבל הסכמת השותפות במאגר, תקופת ההסכם תתקצר בשנה.

²³ במידה והצדדים לא יגיעו להסכמות בדבר המחיר התפעולי יופחתו כמויות ההתחייבות היומיות ואילו הכמות השנתית המינימלית לחיוב תעלה בהתאם למנגנון הקבוע בתיקון להסכם.

²⁴ ההסכם נחתם במקור אל מול Dolphinus Holdings Limited והוסב ל-BOE בחודש יוני 2020.

²⁵ מחישוב זה הושמטו 3 התקופות האחרונות של שירות החוב, וזאת על מנת שלא לכלול את מועד מחזור החוב והמועדים שאחריו בחישוב.

²⁶ בהתאם למתודולוגיית מידורג, יחס LLCR מחושב ללא קרנות ויתרות מזומן.

יעמוד על כ-1.39 (בשנת 2022). 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-1.2 נציין, כי שמירה על יתרות אלו הינה קריטית לדירוג, היות וחישוב יחסי הכיסוי בנטרול הכרית הייעודית מביא, במועדי החישוב הקרובים, ליחסי כיסוי הנמוכים מ-1.0²⁷.

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

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לחודש מרץ 2022, עומדות לרשותה 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 יתרות הנזילות הקיימות תישמרנה בחשבונות 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.

שיקולים נוספים לדירוג

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

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 התפעוליות בלבד, כמפורט מעלה). 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 לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-70% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-78% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2021 (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. נוסף, כי תיקון ההסכם מול חח" והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח". זנב מעין זה, אשר איננו נפוץ בפרויקטים מסוג דומה, מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. בד בבד, 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.

²⁷ נציין, כי בהתאם לשטר הנאמנות, חישוב יחסי הכיסוי מתבסס על העתודות לפי קטגוריה 2P

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידורג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבעי, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות גז משמעותיות במאגר תמר.

מידורג 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 הן אל מול מימוש חוזי הייצוא למצרים וירדן והן לאור מיקום המאגר והצינור, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה, ולפיכך הם חשופים לסיכונים ביטחוניים.

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 סייבר מעצם היות המאגר נכס אסטרטגי לאומי. נציין, כי למפעיל מדיניות סייבר מוגדרת בהתאם להנחיית מערך הסייבר הלאומי.

אודות החברה

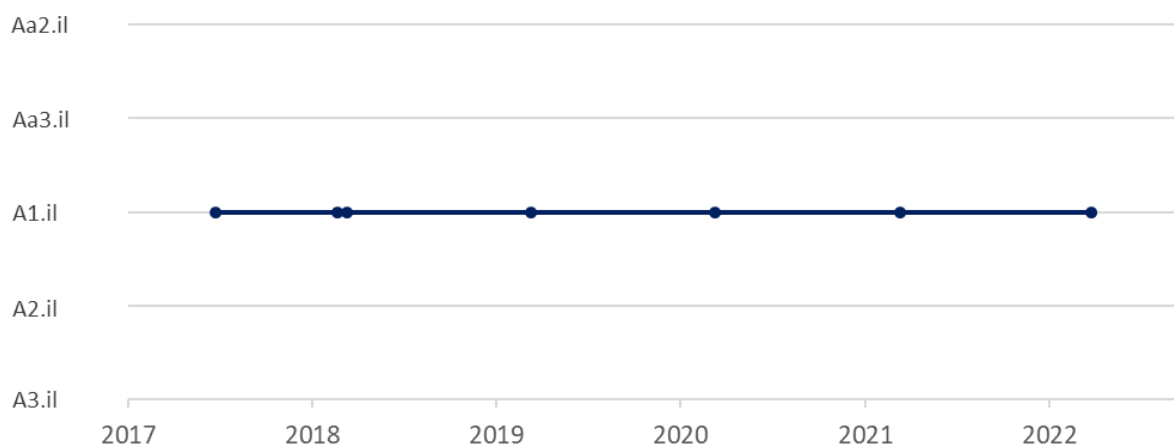
החברה התאגדה ביום 4 בנובמבר 2015 כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. ביום 2 ביולי 2017 נחתם הסכם מכר מותנה בין ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (לשעבר: דלק קידוחים) כמוכרת מצד אחד, לבין החברה כקונה מצד שני, בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים. התנאים התקיימו במלואם ביום 20 ביולי 2017, לרבות קבלת אישור הממונה על ענייני הנפט במשרד האנרגיה, להעברת הזכויות בחזקת 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.²⁸ 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 החברה²⁹). נכון ליום 31.3.2022, החברה מוחזקת על ידי אליהו עזור ומרדכי בן משה, בשיעורים של כ-23.41% וכ-6.39% בהתאמה, וכן על ידי גופים מוסדיים שונים בשיעור של כ-29.57% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-40.63%. 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: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעילת הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), מובאדלה פטרוליום (22%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2021, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-288 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-215 BCM לפי קטגוריה 1P.

²⁸ המניות שהוקצו לניו-מד אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אפריל 2021.

²⁹ המניות שהוקצו לנובל אנרג'י נמכרו על ידה בחודש אוקטובר 2018 לצדדים שלישיים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תמר פטרוליום בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

14.04.2022	תאריך דוח הדירוג:
18.04.2021	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 סיכויי 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 בזדון 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>