

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

מעקב | אפריל 2020

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

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

ישי טריגר, סמנכ"ל

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

דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ

דירוג סדרות	Aa2.il	אופק דירוג: שלילי
-------------	--------	-------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il, לאגרות החוב (סדרות 20, 23, 25) שהנפיקה דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ (להלן: "החברה"), ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי. שינוי אופק הדירוג הינו בעקבות פגיעה במעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן והפעלתו הצפויה של מאגר כריש (עד לשנת 2022), כאשר חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר. תמורות אלו הובילו לשחיקה בתזרים המזומנים של החברה, לצד שחיקה בשווי מאגר תמר, המובילה לפגיעה בפרופיל הפיננסי של החברה, בדגש על גמישותה הפיננסית. בהקשר זה, נציין כי לאחר פירעון תשלום הבולט הקרוב (בשנת 2020), אנו צופים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025, כאשר בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים" ו/או "השותפות")¹ למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
דלק (תמר) \$20-רמ	1132166	Aa2.il	שלילי	31.12.2020
דלק (תמר) \$23-רמ	1132174	Aa2.il	שלילי	31.12.2023
דלק (תמר) \$25-רמ	1132182	Aa2.il	שלילי	31.12.2025

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 (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר למפעיל הפרויקט, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרגי")⁴, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-7 שנים (החל מיום 31 במרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2019 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (כולל יצוא) והסתכמה בכ- BCM 11.3, בהשוואה לכ- BCM 11.1 בשנת 2018; (6) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"מ")⁵, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק; (7) בסוף שנת 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן ובכך נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוזלי מן המצופף הימי (BUOY) והפקה מועטה ממאגר ים תטיס, שהופסקה במהלך שנת 2019; (8) מחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחברת החשמל, במסגרתה פנו חלק משותפי תמר אשר אינם מחזיקים במאגר לווייתן, לממונה על התחרות; (9) תיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים למצרים, כאשר על פי תיקון הסכם תמר, כמות הגז החוזית הכוללת שהתחייבו שותפי תמר לספק ל-Dolphinus Holdings Limited (להלן: "דולפינוס") הינה כ-25.3 BCM על בסיס מחייב (Firm) בהשוואה לכ- BCM 32 על בסיס מזדמן (Interruptible), על פי הסכם הייצוא המקורי, זאת לצד חתימת הסכם הקצאת הקיבולת, והחלטת מועצת הגז הטבעי במשרד האנרגיה להגדלת קיבולת מערכת ההולכה הישראלית, באופן שיאפשר הזרמת מלוא הכמות החוזית למצרים; (10) פגיעה צפויה בתזרים המזומנים של מאגר תמר, בשל זכיית שותפי לווייתן בהליך תחרותי

¹ דלק קידוחים מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג A1.il, באופק שלילי.

² ביום 6 באוקטובר 2016 וביום 31 באוגוסט 2018, ביצעה החברה פירעון מוקדם לסדרה דלק (תמר) \$16-רמ ולסדרה דלק (תמר) \$18-רמ, בהתאמה.

³ משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

⁴ נובל אנרגי מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc., המדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa3, תחת בחינה להורדת דירוג.

⁵ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג בדירוג Aa2.il, באופק חיובי.

לאספקת גז טבעי לחברת החשמל בכמות מוערכת כוללת של כ-4 BCM ובשווי של כ-700 מיליון דולר; (11) בהתאם ל-DCF שפרסמה דלק קידוחים בחודש ינואר 2020, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות החל מיולי 2021 בשיעור מקסימאלי (25%) בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים; (12) מחד גיסא, מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בדגש על מצרים, לצד האפשרות לחתימה על חוזה ייצוא נוספים, מגוונים ומגדילים את מקורות ההכנסה, ומאידך גיסא, חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (13) חרף פגיעה צפויה בתזרים המזומנים של החברה, קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב Take Or Pay, מחיר רצפה וחשיפה מסוימת למחיר הברנט (בעיקר בהיבט הייצוא), תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות; (14) מבנה חוב המורכב מ-3 תשלומי בולט וכולל מנגנונים פיננסיים שהאפקטיביות שלהם נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים; (15) שחיקה בגמישותה הפיננסית של החברה, לצד צורכי מחזור חוב מסוימים בשנים 2023 ו-2025; (16) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש החוזים לייצוא גז טבעי ואף להחריף את התחרות השוררת בין המאגרים; (17) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁶ נוכן ליום 31 בדצמבר 2019, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-305 BCM לפי קטגוריה 2P⁷, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P⁸; (18) המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד; (19) דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי ובשיתוף עם נובל אנרג'י, פיתחה לאורך השנים את המאגרים ים-תטיס, תמר ולוויתן.

על פי תרחיש הבסיס של מידורג, בטווח הקצר צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין מאגר תמר למאגר לווייתן, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (טרם נקבע מועד פיתוחו), כאשר להערכתנו, במידה ומאגר לווייתן 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 מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. הנחנו כי נובל אנרג'י תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם צפויה להימשך בשנים הקרובות, ולהוביל להמשך גידול בביקוש לגז טבעי, במשך, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים המונעים בגז טבעי על ידי חברת החשמל (כ-1,200 מגה-ואט) עד לסוף שנת 2022 והשלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי עד לסוף שנת 2025. בנוסף, אנו מעריכים כי הצריכה המשקית של גז טבעי צפויה להמשיך ולגדול על פני זמן, בין היתר, כתוצאה מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, כאשר בשנתיים הקרובות, עובר למועד הפעלתו המסחרית של מאגר כריש (עד לשנת 2022), היקף הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 11.5-13.0 BCM, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן תנוע בטווח שבין 4.5-7.5 BCM. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 8-9 BCM בשנתיים הקרובות. הנחנו כי בחודש יולי 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25% ואף תיתכן הפחתה נוספת בשנת 2024. נציין, כי חלה שחיקה ביחסי הכיסוי, הנובעת בעיקר בשל השינויים הצפויים בהיקף מכירות הגז הטבעי. להערכתנו, לחברה קיימים תזרימים מספקים לפירעון תשלום הבולט הקרוב (בשנת 2020), אולם אנו צופים צורכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025, כאשר הצורך במחזור חוב בשנת 2023 הינו בסבירות בינונית-גבוהה, בעוד שהצורך במחזור חוב בשנת 2025 הינו בסבירות גבוהה מאוד, כאשר היקפי מחזור החוב בגין התזרים הנובע מאחזקות השותפות במאגר תמר, נאמדים בהפקת גז טבעי לתקופה של עד כשנה. ראוי לציין, כי בשנים 2023-2025 צפויים להיוותר היקפים משמעותיים של גז טבעי במאגר תמר, אשר יתמכו ביכולת החברה לבצע את מחזור החוב.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי הינו בעקבות פגיעה במעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן והפעלתו הצפויה של מאגר כריש (עד לשנת 2022), כאשר חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר. תמורות אלו הובילו לשחיקה ביחסי הכיסוי של החברה, זאת לצד שחיקה בשווי מאגר תמר המובילה

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.

לפגיעה בפרופיל הפיננסי של החברה, בדגש על גמישותה הפיננסית, לצד צרכי מחזור חוב מסוימים בשנים 2023 ו-2025, כאשר בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה
- חידוש ו/או חתימה על הסכמי גז משמעותיים לטווח ארוך, אשר מפחיתים את סיכון הביקושים בפרויקט

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על הפרויקט, באופן מהותי
- אי-חתימה על הסכמי אספקת גז טבעי נוספים ו/או הגדלת הצריכה של לקוחות קיימים, אשר יובילו לשיפור ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, בהתאם לפירעונות הצפויים
- שינוי במבנה השליטה של מאגר תמר אשר יוביל לפגיעה בפרויקט
- שינוי זהות מפעיל הפרויקט או דירוגו אשר יובילו לפגיעה בפרויקט

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מאגר תמר מהווה משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר עונה על צרכיה הלאומיים של מדינת ישראל והינו בעל חשיבות לאומית, אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. המאגר מאפשר עצמאות אנרגטית למשך עשרות שנים, מהווה גורם משמעותי בפיתוח המשק הישראלי ואף ממצב, ביחד עם מאגר לווייתן, 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 חברת נובל אנרג'י, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013, ונמשכת מאז (כ-7 שנים) ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, נובל אנרג'י, המוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc., ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל⁹. 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 מידורג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל.

צפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשק בשנים הבאות

בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר ובהתבסס על נתוני רשות הגז הטבעי במשרד האנרגיה¹⁰, בשנת 2019 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (כולל יצוא) והסתכמה בכ-11.3 BCM (המהווים גידול של כ-2% בלבד ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2018), מתוכם כ-10.5 BCM סופקו ממאגר תמר וממאגר ים תטיס, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY). כמו כן, בהתאם לנתוני משרד האנרגיה, בשנת 2018 הסתכמה צריכת הגז הטבעי במשק בכ-11.1 BCM, מתוכם כ-10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס¹¹ (גידול של כ-7% ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2017, כ-10.35 BCM). יצוין, כי הפקת הגז הטבעי ממאגר ים תטיס

⁹ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, ומתפעלת את המאגרים תמר ולווייתן תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

¹⁰ [משרד האנרגיה, רשות הגז הטבעי: סקירת ההתפתחויות במשק הגז הטבעי, סיכום שנת 2019](#).

¹¹ כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

הופסקה לחלוטין במהלך שנת 2019. לאורך השנים, מאגר תמר סיפק כ-90%-95% מסך אספקת הגז לאותן תקופות. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. להערכתנו, היקף הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 11.5-13.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן תנוע בטווח שבין 4.5-7.5 BCM.¹² בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 8-9 BCM 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 (כמפורט מטה), זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חח"י (כ-1,200 מגה-ואט) עד לסוף שנת 2022, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי עד לסוף שנת 2025, וכן המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל.

מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, תוך קיצור הלו"ז להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי צפויה לתמוך בהמשך הגידול בביקושים לגז טבעי

במסגרת מדיניות משרד האנרגיה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות, צפויות יחידות הייצור 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (בהיקף כולל של כ-1,440 מגה-ואט) להיסגר בשנת 2022 (לא יאוחר מחודש יוני) לפי החלטת הממשלה, בעוד שהיחידות הנותרות תמשכנה לפעול בהתאם למדיניות הפחתת השימוש בפחם עליה החליט שר האנרגיה. קרי, היחידות יופעלו במינימום תפעולי והעומס בתחנות יעלה רק כאשר לא קיימת אלטרנטיבה זמינה בגז. מדיניות זו, ככל שתימשך, צפויה להפחית את חלקו של הפחם מכ-30% מתמהיל הדלקים כיום, לכ-15% בלבד מתמהיל הדלקים במוצא בעתיד. יתרה מכך, נבחנה מדיניות להפחתה מלאה של השימוש בפחם במשק, בהוראת שר האנרגיה.¹³ לאחר סיום הבחינה הודיע שר האנרגיה כי לאחר בחינת כל השיקולים הרלוונטיים, ניתן לקצר את לוחות הזמנים בהסבת תחנות הכוח הפחמיות בחדרה ובאשקלון לגז טבעי עד לסוף שנת 2025, ובשנה זו, למעשה, עשוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל.¹⁴ להערכתנו, מדיניות הממשלה להפחתת השימוש בפחם ובדלקים מזהמים, הבאה לידי ביטוי בשורת החלטות שהתקבלו בשנים האחרונות, לצד הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, הגידול הטבעי באוכלוסייה ובצריכת החשמל במשק, צפויה לתמוך בהמשך הגידול בביקושים לגז טבעי. יש לציין, כי יישום המדיניות של משרד האנרגיה, תוך עמידה בלוחות הזמנים, הינה הכרחית ליציבות סקטור הגז הטבעי.

הפעלתו של מאגר לווייתן, לצד הפעלתו הצפויה של מאגר כריש, פוגעת במעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר

ביום 31 בדצמבר 2019, הודיעה דלק קידוחים כי החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן¹⁵ ובכך, נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשק הישראלי (החל ממרץ 2013), למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזיל מהמצוף הימי (BUOY) וכמויות מזעריות ממאגר ים תטיס. התחרות בשוק הגז המקומי צפויה כעת להתפתח עם הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹⁶, ותתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (עד שנת 2022) ותנין (טרם פורסם מועד פיתוחו), כאשר מאגר לווייתן צפוי להמשיך ולהתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לווייתן לספק כמויות של כ-3-5 BCM בשנה לשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי לספק כמויות של כ-4.5-6 BCM בשנה לשוק המקומי, בטווח הבינוני-ארוך. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כך שהפעלתם המסחרית של המאגרים פוגעת במעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר. יתרה מכך, החוזים לאספקת גז טבעי עליהם חתמו לקוחות מאגר כריש, הינם במחיר נמוך יותר, באופן משמעותי, ביחס לחוזים שנחתמו אל מול מאגר תמר. כמו כן, בשל התמורות בסקטור הגז הטבעי במשק, הניחו בעלי הזכויות במאגר תמר ירידה במחיר

¹² לאחר מכן, בטווח הבינוני-ארוך היקף הייצוא המקסימלי צפוי להגיע עד 10 BCM בשנה.

¹³ [רשות החשמל: מענה לבקשת התייעצות בנוגע לקביעת עקרונות מדיניות הפחתה או הפסקה של השימוש בפחם למעט במצבי חירום, נובמבר 2019.](#)

¹⁴ [משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.](#)

¹⁵ לפירוש נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 31 בדצמבר 2019 באתר מא"ה.](#)

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

מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל החל מיום 1 ביולי 2021 (להלן: "מועד ההתאמה הראשון"), בשיעור של 25%, בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים¹⁷, וזאת בניגוד ל-DCF הקודם שפרסמה דלק קידוחים, בו הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות ב-12.5% בלבד. בד בבד, בשנה האחרונה תוקנו ההסכמים לאספקת גז טבעי למצרים ממאגר תמר וממאגר לווייתן כאחד (כמפורט מטה), אולם טרם נחתמו הסכמים למכירת מלוא יכולת ההפקה ממאגר לווייתן לאחר השלמת פיתוח השלב הראשון. להערכת מידורג, במידה ומאגר לווייתן לא יממש את הסכמי יצוא הגז הטבעי בהיקפים משמעותיים, עלול היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת יותר בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. נציין, כי מימוש ההסכמים הקיימים טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם מצרים בפרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁸ ומצרים¹⁹ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

מחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל

ביום 17 בפברואר 2019, דיווחה דלק קידוחים כי שותפי תמר הגיעו להסכמה עם חברת החשמל בנוגע לתיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל (להלן: "הסכם תמר-חח")²⁰. בהמשך לדיווח, ביום 24 בספטמבר 2019, הודיעה דלק קידוחים כי חתימת התיקון להסכם, אם וככל שייחתם, כפופה להסכמתם של כלל שותפי תמר, אשר אין כל ודאות כי תתקבל²¹. עובר למועד הדוח, קיימת מחלוקת בין דלק קידוחים ונובל אנרג' לבין חלק משותפי תמר לגבי יכולתם של חלק משותפי תמר לחייב את דלק קידוחים ונובל אנרג' להסכים לתנאי התיקון להסכם. בהמשך לכך, ביום 20 בנובמבר 2019, פנו חלק משותפי תמר אשר אינם מחזיקים במאגר לווייתן, לממונה על התחרות בבקשה, בין היתר, במטרה להבהיר כי דלק קידוחים ונובל אנרג' מחויבות להסכים לשיווק משותף של גז מחזקת תמר ללקוח חדש או לתיקון להסכם גז מחזקת תמר ללקוח קיים, לרבות התיקון להסכם תמר-חח²², בתנאים שסוכמו על ידי חלק משותפי תמר, ללא מעורבותן של השותפות ונובל אנרג'²³. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

תיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים למצרים

ביום 2 באוקטובר 2019, דיווחה דלק קידוחים כי ביום 26 בספטמבר 2019, הושלמו חתימות על שני הסכמים לתיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי מפרויקט תמר ומפרויקט לווייתן למצרים, בין דלק קידוחים ובין נובל אנרג' לבין דולפינוס. הסכם אחד נחתם בין שותפי תמר לדולפינוס (להלן: "תיקון הסכם תמר") והסכם שני נחתם בין שותפי לווייתן לדולפינוס (להלן: "תיקון הסכם לווייתן") (להלן ביחד: "הסכמי הייצוא המעודכנים"). אספקת הגז לדולפינוס על פי תיקון הסכם תמר הינה על בסיס מחייב (Firm), לעומת הסכם הייצוא המקורי שהיה על בסיס מזדמן (Interruptible) עם אופציה לשותפי תמר להפוך את ההסכם לבסיס מחייב. כמות הגז החוזית הכוללת שהתחייבו שותפי תמר לספק לדולפינוס על פי הסכם הייצוא המתוקן הינה כ-BCM 25.3, בהשוואה לכ-BCM 32 על פי הסכם הייצוא המקורי שהיה, כאמור, על בסיס מזדמן. האספקה על פי תיקון הסכם תמר תחל ביום 30 ביוני 2020 ותהא עד ליום 31 בדצמבר 2034, או עד לאספקת מלוא הכמות החוזית הכוללת, המוקדם מביניהם (להלן: "מועד סיום ההסכם"). במקרה שדולפינוס לא תרכוש את הכמות החוזית הכוללת עד ליום 31 בדצמבר 2034 יהיה כל צד רשאי להאריך את תקופת האספקה בעד שנתיים נוספות. על פי הסכם הייצוא המתוקן, התחייבו שותפי תמר לספק לדולפינוס כמויות גז שנתיים, כדלקמן: (א) בתקופה המתחילה ביום 30 ביוני 2020 ומסתיימת ביום 30 ביוני 2022, כ-BCM 1 לשנה; (ב) בתקופה המתחילה ביום 1 ביולי 2022 ומסתיימת במועד סיום הסכם תמר, כ-2 BCM לשנה. דולפינוס התחייבה לרכוש או לשלם (Take Or Pay) עבור כמויות שנתיים מינימאליות בהתאם להסכם הייצוא המתוקן.²³

¹⁷ בהתאם להסכם עם חברת החשמל, במועד ההתאמה הראשון (אשר יחול ביום 1 ביולי 2021) תתאפשר הפחתה או תוספת של עד 25%, ובמועד ההתאמה השני (אשר יחול ביום 1 ביולי 2024), תתאפשר הפחתה או תוספת של עד 10% במחיר ליחידת אנרגיה.

¹⁸ ירדן מדורגת בדירוג B1 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁹ מצרים מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

²⁰ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 17 בפברואר 2019, באתר מא"ה](#).

²¹ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 24 בספטמבר 2019, באתר מא"ה](#).

²² לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 20 בנובמבר 2019, באתר מא"ה](#).

²³ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 2 באוקטובר 2019, באתר מא"ה](#).

להערכת מידורג, היקף האספקה בתיקון הסכם תמר (כ-25.3 BCM) אמנם נמוך מהיקף האספקה שנחתם טרם לכן בין שותפי תמר לדולפינוס, אולם מדובר באספקת גז טבעי על בסיס מחייב (Firm) עם רכיב TOP ומחיר רצפה, חלף בסיס מזדמן (Interruptible), המספקת יציבות וודאות גבוהה יותר בחיזוי תזרים המזומנים. עם זאת, ההערכה בנוגע להיקף ההכנסות הצפויות מהסכם הייצוא המקורי קטנה בעיקר לאור העדכון בכמות החוזית הכוללת על פי הסכם הייצוא המתוקן. נציין, כי ביום 24 בדצמבר 2020 דיווחה דלק קידוחים על התקיימות התנאים המתלים לייצוא הגז הטבעי למצרים והסכמי הייצוא נכנסו לתוקפם²⁴ וביום 15 בינואר 2020, דיווחה השותפות על תחילת הזרמת גז ממאגר לווייתן למצרים, כאשר בהתאם לתיקון הסכם תמר, הגז הטבעי ממאגר תמר למצרים צפוי להיות מסופק החל מן המחצית השנייה לשנת 2020²⁵. בתרחיש הבסיס, הנחנו כי הכמות המיוצאת למצרים ולירדן תנוע בטווח שבין BCM 4.5-7.5 בשנתיים הקרובות.

זכיית שותפי לווייתן בהליך תחרותי לאספקת גז לחח"י בכמות מוערכת של כ-4 BCM ובשווי של כ-700 מיליון דולר

ביום 7 באפריל 2019, דיווחה דלק קידוחים כי חברת החשמל הודיעה לשותפי לווייתן שהצעתם נבחרה כזוכה בהליך התחרותי לאספקת גז טבעי על בסיס מזדמן (Interruptible) מפרויקט לווייתן לחברת החשמל²⁶. ביום 12 ביוני 2019, דיווחה דלק קידוחים כי נחתם ההסכם לאספקת גז טבעי לחברת החשמל, על בסיס מזדמן, בכמות מוערכת כוללת של כ-4 BCM ובשווי של כ-700 מיליון דולר, אשר תסופק לחברת החשמל החל ממועד הפעלתו של מאגר לווייתן ועד ליום 30 ביוני 2021 או למועד תחילת הפקת הגז ממאגר כריש, המוקדם מביניהם²⁷. בהקשר זה, נציין כי עתירה מנהלית בקשר עם הבחירה בהצעת שותפי לווייתן כזוכה בהליך התחרותי לאספקת גז טבעי לחברת החשמל, אשר הוגשה על ידי שותפי תמר כנגד חברת החשמל ושותפי לווייתן, נדחתה ביום 7 ביולי 2019 על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב²⁸. אולם, ביום 20 באוגוסט 2019, הגישו שותפי תמר ערעור על פסק הדין בעתירה מנהלית לבית המשפט העליון, נגד חברת החשמל והשותפים בפרויקט לווייתן²⁹. בד בבד, ביום 29 באוקטובר 2019, דיווחה דלק קידוחים על התקיימות התנאים המתלים בהסכם לאספקת גז טבעי מפרויקט לווייתן לחברת החשמל³⁰ ולדברי השותפות, לאחר הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן ביום 31 בדצמבר 2019, החלה חברת החשמל בצריכת גז טבעי ממאגר לווייתן. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בבית דין ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך, כאשר להערכתנו, זכיית שותפי לווייתן בהליך תחרותי לאספקת גז טבעי לחברת החשמל, צפויה לפגוע בהכנסות מאגר תמר, מכיוון שעובר למועד הזכייה, היה מאגר תמר ספק גז טבעי בלעדי לחברת החשמל, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נוסף מן המצוף הימי (BUOY).

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 המונופוליסטי נפגע בשנים האחרונות, כמפורט לעיל. יתרה מכך, הלקוח המהותי בפרויקט, חברת החשמל (המדורגת Aa2.il, באופק חיובי), אשר סיפקה יותר ממחצית ההכנסות בפרויקט החל מהפעלתו המסחרית בשנת 2013 ועד לסוף שנת 2019, חתמה על הסכם לאספקת גז טבעי על בסיס מזדמן (Interruptible) מול שותפי לווייתן, כמפורט לעיל. כמו כן, בהתאם ל-DCF שפרסמה דלק קידוחים בחודש ינואר 2020, הונחה הפחתה מקסימלית של 25% במחיר אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל במועד ההתאמה הראשון (1 ביולי 2021). חרף הפגיעה הצפויה בוודאות ויציבות תזרים המזומנים של החברה, בעקבות מימוש האופציה להקטנת כמות הגז הטבעי החוזית הנרכשת ממאגר תמר לאורך השנים, רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של מאגר תמר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש

²⁴ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 24 בדצמבר 2019](#), באתר מא"ה.

²⁵ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 15 בינואר 2020](#), באתר מא"ה.

²⁶ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 7 באפריל 2019](#), באתר מא"ה.

²⁷ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 12 ביוני 2019](#), באתר מא"ה.

²⁸ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 7 ביולי 2019](#), באתר מא"ה.

²⁹ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 20 באוגוסט 2019](#), באתר מא"ה.

³⁰ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח דלק קידוחים מיום 29 באוקטובר 2019](#), באתר מא"ה.

או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. כמו כן, מאגר תמר חתם על הסכם יצוא מהותי עם מצרים, כאשר הזרמת הגז צפויה להתחיל בחודש יולי (הייצוא למצרים מבוצע בפועל מזה מספר חודשים ממאגר לויתן). להערכתנו, מנגנונים אלה תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות ותורמים רבות ליציבותה הפיננסית, אולם בשל העובדה כי חלק מלקוחות מאגר תמר חתמו על חוזים לאספקת גז טבעי ממאגר כריש, פחתו גם ההכנסות בגין רכיב ה-TOP. נציין, כי אי-חתימה על הסכמי אספקת גז טבעי נוספת ו/או הגדלת הצריכה של לקוחות קיימים יובילו לפגיעה בדירוג.

מבנה חוב המורכב מ-3 תשלומי בולט וכולל מנגנונים פיננסיים שהאפקטיביות שלהם נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים

אגרות החוב צפויות להיפרע בשלושה תשלומי בולט שווים בסך של 320 מיליון דולר כל אחד (בשנים 2020, 2023, 2025). מבנה חוב שכזה, טומן בחובו סיכון נזילות ו/או סיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון. על מנת למתן את הסיכון האמור, עוגנו בהסכם המימון מנגנונים פיננסיים שונים, לרבות: (1) קרן בהיקף של 100 מיליון דולר עבור הפירעון העיתי של כל תשלום בולט³¹; (2) מנגנון Lock-Up הדרגתי, הנע בין 15-18 חודשים, החל מהפירעון הבא בשנת 2023; (3) אפשרות לבצע מימון מחדש, במידת הצורך, לכל אחד מתשלומי הבולט, אשר אינו מהווה אירוע כשל; (4) זכות חזרה מוגבלת לבעלים (Recourse), במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV. בד בבד, מידת האפקטיביות של המנגנונים המפורטים לעיל נשחקה, במידה מסוימת, לאורך השנים, בדגש על זכות החזרה המוגבלת לבעלים במצב של פגיעה ביחס הכיסוי NPV, זאת לאור עמידה ביחס ה-NPV לחוב של מעל 2.0, והאפשרות לבצע מימון מחדש בשל שחיקה בגמישותה הפיננסית, כמפורט מטה. בנוסף, נציין כי בשל שחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי, תצטרך החברה לשמור על יתרות נזילות הולמות אשר לעיתים גבוהות יותר בהשוואה למנגנון ה-Lock-Up המוזכר לעיל. אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע בדירוג החברה.

שחיקה בגמישותה הפיננסית של החברה, לצד צרכי מחזור חוב מסוימים בשנים 2023 ו-2025, אם כי בשנים אלו צפויות להיות עתודות גז טבעי משמעותיות במאגר תמר

גמישותה הפיננסית של החברה ויכולתה לבצע מימון מחדש מושפעים משווי מאגר תמר, כאשר הירידה במחירי האנרגיה בכלל ובמחיר הגז הטבעי בפרט, יחד עם התנודתיות בשווקים, עלולים להוסיף ולהשפיע באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה ועל מימוש אחזקות דלק קידוחים. שחיקה בשווי מאגר תמר הובילה לשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה, בדגש על גמישותה הפיננסית. אנו מעריכים כי לחברה קיימים האמצעים לפירעון תשלום הבולט הקרוב (בשנת 2020), אולם אנו צופים צרכי מחזור חוב מסוימים בשני תשלומי הבולט הבאים, בשנים 2023 ו-2025, כאשר הצורך במחזור חוב בשנת 2023 הינו בסבירות בינונית-גבוהה, בעוד שהצורך במחזור חוב בשנת 2025 הינו בסבירות גבוהה מאוד, כאשר היקפי מחזור החוב בגין התזרים הנובע מאחזקות השותפות במאגר תמר, נאמדים בהפקת גז טבעי לתקופה של עד כשנה. גורמים הממתנים את סיכון המימון מחדש (הצפוי בשנים 2023 ו-2025) הינם פירעון תשלום הבולט הצפוי ב-2020, אשר יוביל להקטנת המינוף וכן, היקף עתודות גז משמעותי במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2019, מאגר תמר כולל כ-305 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P. בד בבד, בהתאם למתווה הגז, על דלק קידוחים למכור את אחזקותיה במאגר תמר עד לסוף שנת 2021, כאשר מכירת האחזקות עלולה להיות מושפעת ממשבר הקורונה (כמפורט להלן), התנודתיות בשווקים וממחירי האנרגיה בעולם.

משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי, וכתוצאה מכך אף להחריף את התחרות השוררת בין המאגרים

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויצרתיים אי-ודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום

³¹ בהקשר זה, נציין כי החברה פרעה 20% מהחוב בפירעון מוקדם בשל מכירת 9.25% מהאחזקות במאגר לתמר פטרוליום, כאשר הקרן האמורה לא פחתה ב-20% בהתאמה.

הפעילות הכלכלית, וזאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף, אשר הוכר כמגיפה עולמית. תהליכים אלו באו לידי ביטוי בירידות חדות 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 תמר³². להערכת מידורג, משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי ממאגר תמר למצרים ולירדן, כאשר בנוסף לחשיפה לסיכונים גיאופוליטיים ולסיכונים האשראי של המדינות, קיים אתגר בקשר עם מימוש החוזים בתקופה של פערי מחירים גדולים בין מחיר חוזי הייצוא לבין מחירי ה-SPOT (הנמוכים באופן ניכר). יש לציין, כי הסכם הייצוא המתוקן שנחתם בין שותפי תמר לבין דולפינוס כולל אפשרות להפחתת הכמות החוזית המינימאלית (Take or Pay) ל-50% מהכמות החוזית השנתית, זאת אך ורק בשנה בה המחיר היומי הממוצע של חבית נפט מסוג ברנט נמוך מ-50 דולר ארה"ב בשנה זו. סעיף זה קיים גם בהסכם בין שותפי לווייתן לבין דולפינוס. בהקשר זה, יש לציין כי על פי תחזיות Moody's, מחיר נפט מסוג WTI³³ צפוי לנוע בטווח שבין \$40-\$45 ארה"ב בשנת 2020 ולנוע בטווח שבין \$50-\$55 ארה"ב בשנת 2021. להערכתנו, במידה ומצרים תפחית את הכמות החוזית הנרכשת מן המאגרים תמר ולווייתן, התחרות בין מאגרי הגז הטבעי צפויה להחריף במידה משמעותית, בדגש על מאגר תמר ומאגר לווייתן. להערכת החברה, איתנות תזרימי ההכנסות ממאגר תמר ביחס לשינויים במחירי הנפט, מהווים נקודת חוזק בסביבת מחירי הנפט הנוכחית - כך, לפי מבחן רגישות שערכה דלק קידוחים ושפורסם בדוח השנתי של השותפות, בתרחיש של סביבת מחירי Brent נמוכים של \$25 לכל אורך תקופת ההפקה, הערך הנוכחי של המאגר יורד בכ-10% בלבד. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד

בהתאם למבנה המשפטי של העסקה, הוקמה חברה ייעודית (SPC³⁴) - דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, כאשר המחאת התקבולים מן הפרויקט לטובת המממנים נעשתה על דרך השעבוד. במסגרת הדירוג הראשוני, התקבלה חוות דעת מיועציה המשפטיים של החברה, לפיה חדלות פירעון של דלק קידוחים אינה משפיעה על הנושים המובטחים של החוב הבכיר המדורג.³⁵

דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי

דלק קידוחים בעלת דומיננטיות בשוק הגז הטבעי המקומי. השותפות מחזיקה או החזיקה בכל המאגרים שפותחו או יפותחו בישראל, בטווח הנראה לעין. ביתר פירוט, השותפות מחזיקה כיום במאגר ים תטיס, במאגר תמר ובמאגר לווייתן וכן, החזיקה במאגרים, כריש ותנין, וזאת בשיתוף עם נובל אנרג' אשר אמונה על ההיבטים ההנדסיים והתפעוליים, בעוד שדלק קידוחים מביאה את הניסיון בשוק המקומי - אל מול הגורמים הרגולטורים, המקצועיים והכלכליים וכן בנושא השיווק מול רוכשי הגז הטבעי.

אודות הפרויקט

בחודש יוני 2014, הנפיקו דלק קידוחים שותפות מוגבלת ואבנר חיפוש נפט שותפות מוגבלת³⁶, באמצעות חברת דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ, אגרות חוב בהיקף כולל של כ-2 מיליארד דולר. נכון למועד הדוח, יתרת אגרות החוב עומדת על כ-960 מיליון דולר (ברוטו, לפני ניכוי כריות המזמנים) ונחלקת ל-3 סדרות נפרדות, בהיקף של כ-320 מיליון דולר כל אחת. כל הסדרות באותה דרגת בכירות (פארי-פאסו בשעבודים ובמפל התשלומים), ולכל סדרה קיימת ריבית קבועה ספציפית. מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ-100 ק"מ מערבית לחופי חיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ-3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. פרויקט תמר כולל

³² לפירוט נוסף, ראה: הערת ענף - סקטור הגז הטבעי, אשר פורסמה ביום 17 במרץ 2020.

³³ West Texas Intermediate

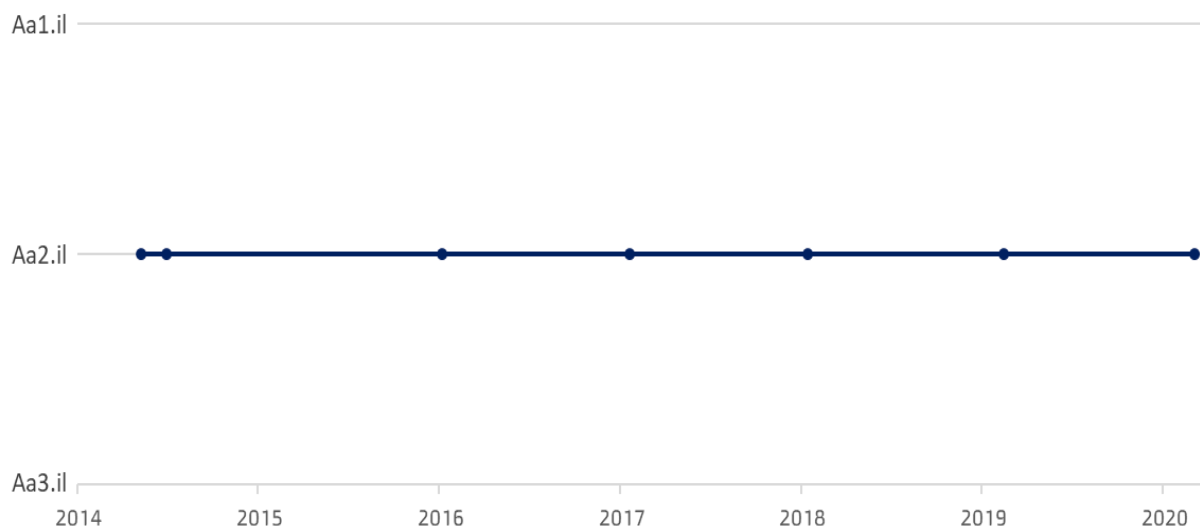
³⁴ Special Purpose Company

³⁵ לפירוט נוסף, ראה את דוח הדירוג הראשוני, סעיף 2.1.

³⁶ ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך דלק קידוחים שותפות מוגבלת. לפירוט נוסף, ראה דוח פעולת דירוג בנושא המיזוג: [פעולת דירוג, דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#).

תשתית להפקת גז טבעי ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרי בהם הינו חברת החשמל. הזרמת גז ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013. הפרויקט הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג'י (25%) אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים שותפות מוגבלת (22%), תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפושי גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31.12.2019, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-305 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דירוג - דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ](#)

[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

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

[הערת ענף - סקטור הגז הטבעי, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

06.04.2020	תאריך דוח הדירוג:
05.03.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
05.05.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלק ואבנר (תמר בונד) 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, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>