

תמר פטרוליום בע"מ

מעקב | מרץ 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

תמר פטרוליום בע"מ

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

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 מיציב לשלילי. שינוי אופק הדירוג הינו בעקבות פגיעה במעמדו התחרותי 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, לצד שחיקה בשווי מאגר תמר, המובילה לפגיעה בפרופיל הפיננסי של החברה, לרבות בקשר עם יחס המינוף וגמישותה הפיננסית.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1141332	A1.il	שלילי	30.08.2028
ב'	1143593	A1.il	שלילי	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, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרג'י"), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית של כ-7 שנים (החל מסוף חודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2019 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי (כולל יצוא) והסתכמה בכ-11.3 BCM, בהשוואה לכ-11.1 BCM בשנת 2018; (6) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"מ");² 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 המצוף הימי (BUOY); (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-32 BCM על בסיס מזדמן (Interruptible), על פי הסכם הייצוא המקורי, זאת לצד חתימת הסכם הקצאת הקיבולת; (10) פגיעה צפויה בתזרים המזומנים של מאגר תמר, בשל זכיית שותפי לווייתן בהליך תחרותי לאספקת גז טבעי לחברת החשמל בכמות מוערכת כוללת של כ-4 BCM ובשווי של כ-700 מיליון דולר; (11) בהתאם ל-DCF שפרסמה החברה בחודש ינואר 2020, הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות בשיעור מקסימאלי (25%), בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים, וזאת בניגוד ל-DCF הקודם שפרסמה החברה, בו הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחח"מ צפוי לפחות בשיעור של 12.5% בלבד; (12) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר, בדגש על מצרים, לצד האפשרות לחתימה על חוזי יצוא נוספים, 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 ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות; (14) שחיקה ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מהתעצמות התחרות ופגיעה בתזרים המזומנים הצפוי בשנים הקרובות; (15) על פי המודל הפיננסי של

¹ נוכל אנרג'י מוחזקת על ידי חברת Noble Energy, Inc., המדורגת בדירוג בינלאומי Baa3, באופק יציב.

² חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידורג, בדירוג Aa2.il, באופק חיובי.

החברה, יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי צפויים לעמוד על כ-1.54 וכ-1.20 (בשנת 2021), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי צפוי לעמוד על כ-1.57 (בשנת 2020); (16) לחברה יתרות נזילות משמעותיות בחשבונות הפרויקט לצד מדיניות חלוקת עודפים שמרנית בטווח הקצר-בינוני; (17) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש החוזים לייצוא גז טבעי ואף להחריף את התחרות השוררת בין המאגרים; (18) מבנה החוב של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') מכיל רכיב בולט משמעותי, בהיקף כולל של כ-480 מיליון דולר בשנת 2028. נציין כי מרבית הסכמי הגז הטבעי בפרויקט, בדגש אל מול חברת החשמל יסתיימו בסמוך למועד זה; (19) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI³ ונכון ליום 31 בדצמבר 2019, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-305 BCM לפי קטגוריה 2P⁴, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-219 BCM לפי קטגוריה 1P⁵; (20) קרנות ייעודיות להפחתת סיכון המימון מחדש, בעת מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממאגר תמר; (21) כריות ביטחון לשירות החוב בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, 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 יצוא הגז הטבעי בהיקפים משמעותיים, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק 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 במשק, זאת לצד השלמת הקמתם של שני מחז"מים 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 בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25% ואף תיתכן הפחתה נוספת בשנת 2024. כמו כן, אנו מעריכים כי יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-68% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-77% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2019 (על פי DCF). על פי תרחיש הבסיס של מידרוג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי בסך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר, יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.46 וכ-1.29 (בשנת 2022), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.54 (בשנת 2020). נציין, כי חלה שחיקה ביחסי הכיסוי, הנובעת בעיקר בשל השינויים הצפויים בהיקף מכירות הגז הטבעי. בעקבות זאת, 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. בתרחיש הבסיס הנחנו כי יתרות הנזילות הקיימות⁶, תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, ועד להתייצבות ושיפור תזרימי המזומנים ממאגר תמר. כנגזרת מכך, הנחנו אי-חלוקת דיבידנדים ב-12 החודשים הקרובים, לכל הפחות. כמו כן, הנחנו כי בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי יהא סך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר, בטווח הקצר-בינוני. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, מבעוד מועד, תפגע משמעותית בדירוג החברה.

³ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

⁴ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁵ האומדן לפיו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

⁶ בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לתחילת חודש פברואר 2020, עומדות לרשותה יתרות נזילות משמעותיות בסך של כ-110 מיליון דולר בחשבונות הפרויקט, זאת בנוסף לכריות הביטחון אשר הועמדו מתוקף שטרי הנאמנות של סדרות א' ו-ב'.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי הינו בעקבות פגיעה במעמדו התחרותי 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 לפגיעה בפרופיל הפיננסי של החברה, לרבות בקשר עם יחס המינוף וגמישותה הפיננסית.

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:

- שמירה על סביבת יחסי הכיסוי הנוכחית
- אי-שמירה על יתרות נזילות משמעותיות, לרבות הסכומים הנמצאים בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי
- 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 חברת נובל אנרג'י, המחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (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 בישראל⁷. 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.

⁷ נובל אנרג'י הקימה ותפעלה את מאגר ים-תטיס, תוך עמידה בלוחות הזמנים, בתקציבים וביעדים שנקבעו.

צפי להמשך גידול בצריכת הגז הטבעי במשך בשנים הבאות

בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר ובהתבסס על הערכות שונות, 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 במשך בכ-11.1 BCM, מתוכם כ-10.5 BCM ממאגר תמר וממאגר ים תטיס⁸ (גידול של כ-7% ביחס לצריכה הכוללת בשנת 2017, כ-10.35 BCM). 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. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין כ-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 סוף 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 בממוצע בעתיד. יתרה מכך, בימים אלה אף נבחנת מדיניות להפחתה מלאה של השימוש בפחם במשך, בהוראת שר האנרגיה⁹. בד בבד, 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, ובשנת זו, למעשה, עשוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל¹⁰. 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 במשך, 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 התחרותי של מאגר תמר

ביום 31 בדצמבר 2019, הודיעה דלק קידוחים שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים") כי החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן¹¹ ובכך, נפגע מעמדו המונופוליסטי של מאגר תמר אשר היווה מקור אספקת גז טבעי כמעט בלעדי למשך הישראלי (החל ממרץ 2013), למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY). התחרות בשוק הגז המקומי צפויה כעת להתפתח עם הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹², ותתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (טרם פורסם מועד פיתוחו), כאשר מאגר לווייתן צפוי להמשיך ולהתמקד

⁸ כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY).

⁹ רשות החשמל: מענה לבקשת התייעצות בנוגע לקביעת עקרונות מדיניות הפחתה או הפסקה של השימוש בפחם למעט במצבי חירום, נובמבר 2019.

¹⁰ משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

¹¹ לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 31 בדצמבר 2019 באתר מא"ה.

¹² בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי. ביתר פירוט, להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני צפוי מאגר לווייתן לספק כמויות של BCM 5-3 בשנה לשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי לספק כמויות של 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 התחרותי 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 מכירת יחידת אנרגיה (MMBTU) לחברת החשמל החל מיום 1 ביולי 2021 (להלן: "מועד ההתאמה הראשון"), בשיעור של 25%, בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים¹³, וזאת בניגוד ל-DCF הקודם שפרסמה החברה (בחודש מרץ 2019). בו הנחת הבסיס הייתה כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות ב-12.5% בלבד. בד בבד, בשנה האחרונה תוקנו ההסכמים לאספקת גז לירדן ולמצרים 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 ירדן¹⁴ ומצרים¹⁵ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות.

מחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל

ביום 24 בספטמבר 2019, הודיעה תמר פטרוליום על שיחות שנוהלו בין שותפי תמר שאינם מחזיקים בפרויקט לווייתן לבין הנהלת חח", במסגרתן סוכם תיקון אפשרי להסכם אספקת הגז הטבעי בין שותפי תמר לבין חח". בדוח צוין כי חתימת התיקון להסכם, אם וככל שייחתם, כפופה להסכמתם של כלל שותפי תמר, אשר אין כל ודאות כי תתקבל¹⁶. עובר למועד הדוח, קיימת מחלוקת בין דלק קידוחים ונובל אנרג' לבין יתר שותפי תמר, בנוגע ליכולתן של דלק קידוחים ונובל אנרג' להימנע מאישור העסקה בבסיס התיקון להסכם. בהמשך לכך, ביום 20 בנובמבר 2019, פנו חלק משותפי תמר אשר אינם מחזיקים במאגר לווייתן, לממונה על התחרות, בין היתר, בבקשה להבהיר כי דלק קידוחים ונובל אנרג' אינן רשאיות להפעיל זכות וטו (ביחד או לחוד) ובכך למנוע שיווק משותף של גז טבעי מחזקת תמר ללקוח חדש או תיקון להסכם לשיווק משותף של גז מחזקת תמר ללקוח קיים (לרבות התיקון להסכם תמר-חח"), בהינתן שיתר השותפים בפרויקט תמר תומכים בשיווק המשותף או בתיקון להסכם כאמור¹⁷. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

תיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים למצרים, לצד חתימת הסכם הקצאת הקיבולת

ביום 2 באוקטובר 2019, דיווחה החברה כי ביום 26 בספטמבר 2019, הושלמה חתימת הסכם לתיקון ההסכם לייצוא גז טבעי מפרויקט תמר למצרים, ואשר הוסב לשותפים בפרויקט תמר, בין דלק קידוחים ובין נובל אנרג' לבין דולפינוס (להלן: "הסכם הייצוא המתוקן"). בד בבד, נחתם הסכם בקשר עם הקצאת הקיבולת הזמינה במערכת ההולכה מישראל למצרים בין דלק קידוחים ונובל אנרג', לבין השותפים בפרויקט לווייתן (להלן: "שותפי לווייתן") ולבין שותפי תמר (להלן: "הסכם הקצאת הקיבולת"). יצוין, כי במקביל לחתימת הסכם הייצוא המתוקן ולחתימת הסכם הקצאת הקיבולת, נחתם הסכם לתיקון הסכם הייצוא שנחתם בין שותפי לווייתן לבין דולפינוס במקביל לחתימת הסכם הייצוא המקורי. אספקת הגז לדולפינוס על פי הסכם הייצוא המתוקן 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-25.3 BCM בהשוואה לכ-32 BCM על פי הסכם

¹³ 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.

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

¹⁵ מדורגת בדירוג B2 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁶ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח תמר פטרוליום מיום 24 בספטמבר 2019](#), באתר מא"ה.

¹⁷ לפירוט נוסף, ראה: [דיווח תמר פטרוליום מיום 20 בנובמבר 2019](#), באתר מא"ה.

הייצוא המקורי שהיה, כאמור, על בסיס מזדמן. האספקה על פי הסכם הייצוא המתוקן 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 שנתיות, כדלקמן: (א) בתקופה המתחילה ביום 30 ביוני 2020 ומסתיימת ביום 30 ביוני 2022, כ-1 BCM לשנה; (ב) בתקופה המתחילה ביום 1 ביולי 2022 ומסתיימת במועד סיום ההסכם תמר, כ-2 BCM לשנה. דולפינוס התחייבה לרכוש או לשלם (Take Or Pay) עבור כמויות שנתיות מינימליות בהתאם למנגנון שנקבע בהסכם הייצוא המתוקן.¹⁸

להערכת מידרוג, 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 מההסכם הייצוא המקורי קטנה בעיקר לאור העדכון בכמות החוזית הכוללת על פי הסכם הייצוא המתוקן. נציין, כי ביום 24 בדצמבר 2019 דיווחה החברה על התקיימות התנאים המתלים לייצוא הגז הטבעי מפרויקט תמר למצרים והסכם הייצוא נכנס לתוקף, כאשר בהתאם להסכם הייצוא המתוקן, אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר למצרים צפוי להיות מסופק החל מן המחצית השנייה לשנת 2020.¹⁹ בתרחיש הבסיס, הנחנו כי הכמות המיוצאת למצרים ולירדן תנוע בטווח שבין 4.5-7.5 BCM.

בד בבד עם חתימת הסכם הייצוא המתוקן, נחתם הסכם הקצאת הקיבולת, שעיקריו כדלקמן: (1) חלוקת הקיבולת במערכת ההולכה מישראל למצרים (צינור EMG וצנרת ההולכה בישראל) תהיה על בסיס יומי, על פי סדר הקדימות כדלקמן: (א) רובד ראשון - עד 350,000 MMBtu ליום יוקצה לטובת שותפי לווייתן; (ב) רובד שני - הקיבולת מעבר לרובד הראשון, עד 150,000 MMBtu, ליום עד ליום 30.06.2022 (להלן: "מועד הגדלת הקיבולת"), ו-200,000 MMBtu ליום לאחר מועד הגדלת הקיבולת - תוקצה לטובת שותפי תמר; (ג) רובד שלישי - כל קיבולת נוספת מעבר לרובד השני תוקצה לטובת שותפי לווייתן.²⁰

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 החברה כי חברת החשמל הודיעה לשותפי תמר כי הצעתם לא נבחרה כזוכה בהליך התחרותי לאספקת גז טבעי לחברת החשמל (להלן: "ההליך התחרותי").²¹ ביום 12 ביוני 2019, דיווחה דלק קידוחים כי נחתם ההסכם לאספקת גז טבעי לחברת החשמל, על בסיס מזדמן (Interruptible), 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 מביניהם.²² בהקשר זה, נציין כי עתירה מנהלית אשר הוגשה על ידי שותפי תמר כנגד חברת החשמל ושותפי לווייתן בקשר עם ההליך התחרותי, נדחתה ביום 7 ביולי 2019 על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב.²³ אולם, ביום 20 באוגוסט 2019, הגישו שותפי תמר ערעור על פסק הדין בעתירה מנהלית לבית המשפט העליון, נגד חברת החשמל והשותפים בפרויקט לווייתן.²⁴ בד בבד, ביום 29 באוקטובר 2019, דיווחה דלק קידוחים על התקיימות התנאים המתלים בהסכם לאספקת גז טבעי מפרויקט לווייתן לחברת החשמל.²⁵ מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון 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 נוזלי מן המצוף הימי (BUOY).

¹⁸ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 2 באוקטובר 2019, באתר מא"ה.

¹⁹ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 24 בדצמבר 2019, באתר מא"ה.

²⁰ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 2 באוקטובר 2019, באתר מא"ה.

²¹ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 07 באפריל 2019, באתר מא"ה.

²² לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 12 ביוני 2019, באתר מא"ה.

²³ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 07 ביולי 2019, באתר מא"ה.

²⁴ לפירוט נוסף, ראה: דיווח תמר פטרוליום מיום 20 באוגוסט 2019, באתר מא"ה.

²⁵ לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 29 באוקטובר 2019, באתר מא"ה.

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 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 לשנת 2019, חתמה על הסכם לאספקת גז טבעי על בסיס מזדמן (Interruptible) מול שותפי לווייתן, כמפורט לעיל. כמו כן, בהתאם ל-DCF שפרסמה החברה בחודש ינואר 2020, הונחה הפחתה מקסימאלית 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 או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. להערכתנו, מנגנונים אלה תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות ותורמים רבות ליציבותה הפיננסית. נציין, כי פגיעה נוספת ביציבות וודאות תזרים המזומנים של החברה, תוביל לפגיעה בדירוג.

כרית ביטחון לשירות חוב הנמוכות ביחס למקובל בענף עד לשנת 2022

בהתאם לשטר הנאמנות, עד לשנת 2022, תעמיד החברה כרית ביטחון לשירות חוב בסכום השווה ל-3 חודשי שירות חוב, בגין כל סדרת אג"ח, בעוד שהחל משנת 2022, תעמוד הכרית על סכום השווה ל-6 חודשי שירות חוב.²⁶ להערכת מידורג, סכום כרית 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.

שחיקה ביחסי הכיסוי של הפרויקט, כתוצאה מהתעצמות התחרות ופגיעה בתזרים המזומנים הצפוי בשנים הקרובות

בהתאם לתחזית החברה, יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.54 וכ-1.20 (בשנת 2021), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.57 (בשנת 2020). על פי תרחיש הבסיס של מידורג עבור סדרה א' וסדרה ב', הכולל את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי בסך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר, יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.46 וכ-1.29 (בשנת 2022), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.54 (בשנת 2020). נציין, כי חלה שחיקה בסביבת יחסי הכיסוי של החברה, הנובעת בעיקר בשל השינויים הצפויים בהיקף מכירות הגז הטבעי, כאשר במועד המעקב האחרון (בשנת 2019), עמד יחס הכיסוי הממוצע על כ-1.58. כמו כן, יחסי הכיסוי המשולבים ADSCR הממוצע והמינימאלי אשר אינם כוללים את הכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי, יעמדו על כ-1.26 וכ-1.09 (בשנת 2022), בהתאמה, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי יעמוד על כ-1.54 (בשנת 2020). בשל כך, קיימת חשיבות עליונה לשמירה על היתרה בכרית הייעודית, בסך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר, וכן, ליתרות הנזילות העודפות בפרויקט, כמפורט להלן.

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

בהתאם לחומרים שהעבירה החברה, נכון לתחילת חודש פברואר 2020, עומדות לרשות יתרות נזילות משמעותיות בסך של כ-110 מיליון דולר בחשבונות הפרויקט, זאת בנוסף לכרית 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 שיתרות הנזילות הקיימות, תישמרנה בחשבונות הפרויקט בטווח הקצר-בינוני, ועד להתייצבות ושיפור תזרימי המזומנים ממאגר תמר. כנגזרת מכך, הנחנו אי-חלוקת דיבידנדים ב-12 החודשים הקרובים, לכל

²⁶ למעט ביחס למועד תשלום הקרן והריבית האחרונים, לגביהם סכום כרית הביטחון לשירות החוב הנדרש, שווה לסכום הריבית בלבד (ללא סכום קרן).

הפחות. כמו כן, הנחנו כי בכרית הייעודית לשמירה על סביבת יחסי הכיסוי יהא סך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר, בטווח הקצר-בינוני. נדגיש, כי אי-שמירה על יתרות נזילות אלו, מבעוד מועד, תפגע באופן משמעותי בדירוג החברה.

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 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 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 תמר²⁷. להערכת מידרוג, 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% בכל שנה, זאת במידה והמחיר המשוקלל של חבית נפט מסוג ברנט נמוך מ-50 דולר ארה"ב בשנה זו. סעיף זה קיים גם בהסכם בין שותפי לווייתן לבין דולפינוס. 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. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה החוב כולל סיכון מימון מחדש בשנת 2028, לצד שחיקה בגמישות הפיננסית של החברה בשל תנאי השוק

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. במועד המימון מחדש (בחדש 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 2019, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-BCM 305 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 219 לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-68% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-77% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2019 (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 בסך שלא יפחת מ-20 מיליון דולר. 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, ממתנים, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש, וזאת במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

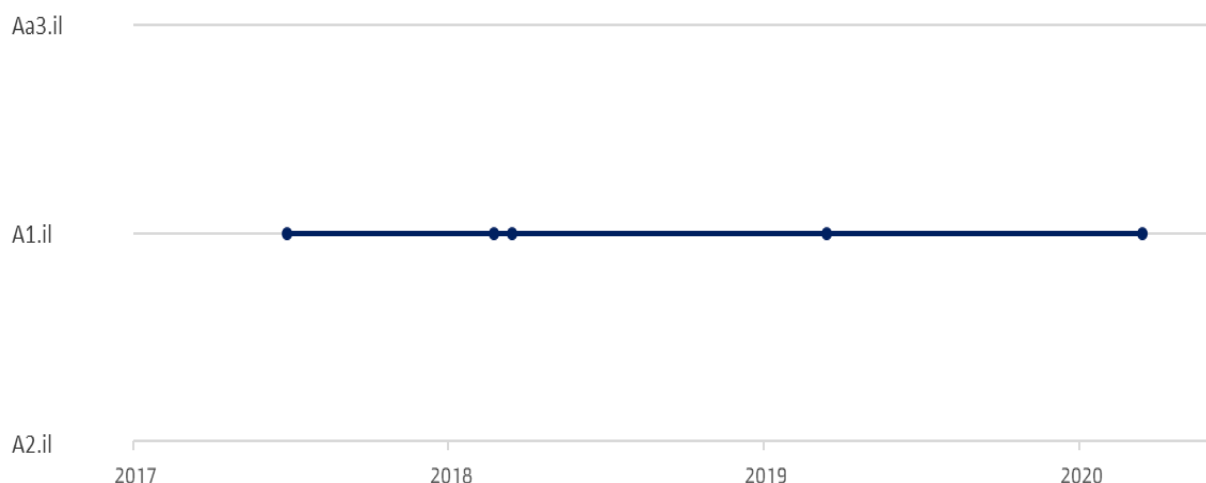
²⁷ [לפירוט נוסף, ראה: הערת ענף - סקטור הגז הטבעי](#), אשר פורסמה ביום 17 במרץ 2020.

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 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.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 החברה). נכון ליום 31 בדצמבר 2019, החברה מוחזקת על ידי דלק קידוחים בשיעור של כ-22.6%, על ידי גופים מוסדיים שונים בשיעור של כ-39.5% וכן על ידי הציבור, בשיעור של כ-37.9%. 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 חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%). בהתאם להערכת NSAI ונכון ליום 31 בדצמבר 2019, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-BCM 305 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-BCM 219 לפי קטגוריה 1P.

היסטוריית דירוג



²⁸ 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.

דוחות קשורים

[דירוג - תמר פטרוליום בע"מ](#)

[דירוג - דלק קידוחים שותפות מוגבלת](#)

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

[הערת ענף - סקטור הגז הטבעי](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.03.2020	תאריך דוח הדירוג:
13.03.2019	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, 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>