

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

מעקב | יוני 2020

אנשי קשר:

תומר דר

אנליסטית, מערכת דירוג ראשית
tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג משני
elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

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

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרת החוב (סדרה א') שגייסה דלק תמלוגים (2012) בע"מ (להלן: "דלק תמלוגים" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידורג:

שם הסדרה	מספר ני"ע	דירוג	אופק	מועד פירעון
דלק תמלוגים אגח א	1147479	Aa3.il	יציב	30.08.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר ("המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט, לצד הפחתת עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד; (2) מתווה הגז יוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה; (3) טכנולוגיית המאגר הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי, כאשר למפעיל המאגר, חברת Noble Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל אנרגי"), ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים, ביצועי המאגר תלויים בהמשך מעורבותה כבעלים וכמפעיל; (4) למאגר היסטוריה תפעולית של מעל ל-7 שנים, ללא תקלות מהותיות. נכון למועד הדוח, אספקת הגז ממאגר תמר יציבה, עקבית ועומדת ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על רמת זמינות גבוהה; (5) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר, כאשר בהתאם להערכת NSAI¹ ונכון ליום 31 בדצמבר 2019, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 305, לפי קטגוריה 2P², מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 219 לפי קטגוריה 1P³; (6) התמורות במשק האנרגיה תומכות בצריכת גז טבעי במשק. בפרט, מגמת הגידול בצריכת הגז הטבעי (כולל יצוא), אשר נמשכה בשנת 2019 והסתכמה בכ- BCM 11.3, בהשוואה לכ- BCM 11.1 בשנת 2018; (7) שחיקה במעמדו המונופוליסטי של המאגר, עם התגברות ההתחרות במשק הגז הטבעי המקומי, בשל הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן (בסוף שנת 2019) והפעלתו הצפויה של מאגר כריש (עד שנת 2022), וכן פגיעה בתזרימי המזומנים הצפויים להתקבל ממאגר תמר, ביחס להערכות קודמות. להערכת מידורג, תמורות אלו הביאו לשחיקה ברמה הפונדמנטלית בפעילות מאגר תמר; (8) הסביבה התחרותית מושפעת, בין היתר, מיישום מדיניות הפחתת הפליטות של משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (להלן: "משרד האנרגיה"), לצד הגידול בצריכת הגז הטבעי במשק ויצירת תשתיות לייצוא גז טבעי; (9) חתימה על הסכמים לייצוא גז טבעי ממאגר תמר למצרים בהיקפים משמעותיים; (10) המשך מימוש חוזי היצוא הקיימים, בעיקר למצרים, וחתימה על חוזי יצוא נוספים חשופים לסיכונים גאופוליטיים; (11) ההתפתחות בקשר עם המחלוקת משפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לחברת החשמל, במסגרתה השותפים בפרויקט תמר הגישו לאישור המאסדרים מתווה עקרונות מוסכם לשיווק משותף ממאגר תמר. מתווה העקרונות כולל הסדרים ומנגנונים שונים בקשר עם הבטחת זכויות הצדדים ושיפור מעמדו התחרותי של מאגר תמר בשיווק גז טבעי ללקוחות במשק המקומי; (12) תיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים למצרים, זאת לצד חתימת הסכם הקצאת הקיבולת, והחלטת מועצת הגז הטבעי במשרד האנרגיה להגדלת קיבולת מערכת ההולכה הישראלית, באופן שיאפשר הזרמת מלוא הכמות החוזית למצרים; (13) משבר הקורונה עלול להשפיע על מימוש מלא של החוזים לייצוא גז טבעי, וכתוצאה מכך אף להחרף את התחרות בין המאגרים; (14) קיום מנגנון Lock Up חלקי, המופעל באם תהיה שחיקה פונדמנטלית של היחסים הפיננסיים; (15) קיום מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש; (16) חרף פגיעה צפויה בתזרימי 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. עם זאת, לחלק ניכר מהלקוחות קיימת אופציה להקטנת כמות הגז החוזית לאורך השנים. זאת ועוד, מספר יצרני חשמל מרכזיים

¹ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

² האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

³ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

במשק חתמו על הסכמי לאספקת גז טבעי נוסף אל מול מאגר כריש; (17) בהתאם ל-DCF שפרסמה החברה בחודש ינואר 2020, הונח כי מחיר הגז הטבעי לחברת החשמל צפוי לפחות החל מיולי 2021 בשיעור המקסימאלי (25%) בהתאם לאופציה הקיימת בחוזה בין הצדדים; (18) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס. כך, הדירוג של דלק קידוחים ש.מ ("דלק קידוחים") ירד במהלך חודש יוני 2020 לדירוג - A2.il, והוצב ברשימת מעקב עם השלכות שליליות. בד בבד, אופק הדירוג של תמר פטרוליום בע"מ ("תמר פטרוליום") המדורגת A1.il, שונה מאופק יציב לשלילי, בסוף חודש מרץ 2020; (19) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישרין משורת ההכנסות ברוטו של דלק קידוחים ותמר פטרוליום ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה ביחס לשותפויות המחזיקות במישרין במאגר⁴; (20) מבנה החוב המכיל רכיב מימון מחדש בהיקף של בין 23-27 מיליון דולר⁵ בשנת 2028 (המהווה בין 21%-24% מהיקף הגיוס המקורי). נציין, כי מרבית הסכמי הגז הטבעי הקיימים במאגר, בדגש אל מול חח"י, יסתיימו עד או בסמוך למועד זה; (21) כרית ביטחון לשירות החוב, בהיקף הנמוך מן המקובל בענף עד לשנת 2022; (22) יחסי כיסוי יציבים לאור הפעלת מנגנונים לשמירת חלק מעודפי המזומנים בכרית הביטחון, לצד מבנה פירעונות התואם את ההתפתחויות במשק הגז בקשר עם רמת התחרות, התומכים ביכולת שירות החוב של החברה; (23) בהתאם לדיווחי החברה, לתקופה של 12 חודשים המתחילה ביום 01.01.2020, יחס הכיסוי ADSCR החזוי עמד על 1.30. כמו כן, לתקופה של 12 חודשים שהסתיימה ביום 31.12.2019 יחס הכיסוי ההיסטורי עמד על 1.37 בפועל.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בטווח הקצר צפויה להתפתח תחרות גבוהה יותר בין מאגר תמר למאגר לוויטן, אשר תתעצם עם הפעלתם המסחרית של המאגרים כריש (הצפויה עד שנת 2022) ותנין (טרם נקבע מועד פיתוחו), כאשר להערכתנו, במידה ומאגר לוויטן 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 המאגר, 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 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. הנחנו כי בשנת 2021 יפחת מחיר מכירת הגז הטבעי לחברת החשמל בשיעור של 25%. בשלב זה לא הנחנו הפחתה נוספת בשנת 2024. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי ADSCR ההיסטוריים הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.40 ו-1.29 (בשנת 2028), בהתאמה, ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ-2.33 (בשנת 2020). בנוסף, הנחנו כי יחס ה-PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 4.5-5.5. נציין, כי חלה שחיקה ביחסי הכיסוי, הנובעת בעיקר בשל השינויים הצפויים בהיקף מכירות הגז הטבעי במשק המקומי. בעקבות זאת, הצהירה החברה כי תשמור על יתרות נזילות מספקות בכרית הייעודית, אשר הולמות את רמת הדירוג ותייצבנה את יחס הכיסוי בסביבה הנוכחית, זאת לצד מדיניות שמרנית בנוגע לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר עד להתבהרות אי הוודאות, תוך שמירה על איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה, לרבות באמצעות גיוון מקורות תזרימיים נוספים איכותיים
- עלייה משמעותית בשווי מאגר תמר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש, לרבות באמצעות חתימה על הסכמים משמעותיים לטווח ארוך

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג

- שחיקה מהותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס המינוף

⁴ להוצאות ו/או לעלויות תפעול המאגר קיימת השפעה על גובה ההיטל שתשלם החברה וכן על עיתוי. לפיכך, גידול בהוצאות ו/או בעלויות המאגר בשנים הקרובות, על-ידי שותפי תמר, צפוי למתן את שיעור ההיטל החל על החברה.

⁵ הטווח נגזר מקרן Lock Up ייעודית להפחתת סיכון המימון מחדש.

- שינוי רגולטורי במשק החשמל או במשק הגז, שיש בו כדי להשפיע לרעה על מאגר תמר באופן מהותי
- שינוי באיכות לקוחות הקצה ובהסכמי אספקת הגז הטבעי, אשר עלולים להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של מאגר תמר
- הגברת התחרות אשר תוביל לשחיקה משמעותית בהיקף הכמות הנמכרת ו/או במחירי הגז הטבעי
- שינוי זהות בעלי הזכויות בנכסי הבסיס ו/או בדירוגם, שיש בהם כדי לפגוע באיתנותם הפיננסית ובכושר ההחזר של החברה
- שינוי זהות מפעיל המאגר ו/או דירוגו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מאגר תמר מהווה משאב כלכלי מהותי למשק הישראלי

מאגר תמר מאפשר למדינת ישראל עצמאות אנרגטית והינו בעל חשיבות אסטרטגית וכלכלית עליונה למדינה. באמצעות המאגר ניתן לספק את צריכה האנרגטיים של המדינה למשך עשרות שנים, ובכך מהווה המאגר גורם משמעותי בפיתוח המשק ואף ממצב, ביחד עם מאגרי לווייתן וכריש-תנין, את המדינה כספקית גז אזורית. לאורך השנים, הגז הטבעי הפך למקור האנרגיה הראשי בייצור חשמל, כאשר השימוש בו מאפשר להפחית את התלות בפחם ונפט, תוך צמצום עלויות כלכליות וסביבתיות כאחד.

תפעול המאגר מושתת על ניסיונה של חברת נובל אנרג'י

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.⁶, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים - במפרץ מקסיקו, מערב אפריקה ואף בישראל⁷. נובל אנרג'י 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 נובל אנרג'י במאגר, כבעלים וכמפעיל.

מגמה נמשכת של גידול בצריכת הגז הטבעי במשק הישראלי

השימוש בגז טבעי במשק הישראלי הולך וגדל על פני זמן, עד הפיכת הגז טבעי למקור האנרגיה העיקרי במשק, כתחליף לפחם ונפט. בהתאם לפרסומי השותפים במאגר תמר ובהתבסס על נתוני רשות הגז הטבעי במשרד האנרגיה⁸, 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, כאשר יתר הגז הטבעי סופק באמצעות המצוף הימי (BUOY). עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. להערכתנו, היקף הצריכה המשקית של גז טבעי ינוע 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 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

⁶ מדורגת בדירוג Baa3, באופק שלילי, ע"י Moody's.

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

⁸ [משרד האנרגיה, רשות הגז הטבעי: סקירת ההתפתחויות במשק הגז הטבעי, סיכום שנת 2019](#).

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 האנרגיה⁹. עם 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 ישראל¹⁰. להערכתנו, מדיניות הממשלה להפחתת השימוש בפחם ובדלקים מזהמים, הבאה לידי ביטוי בשורת ההחלטות שהתקבלו בשנים האחרונות, 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 לווייתן¹¹ 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 נזלי מהמאצף הימי (BUOY) וכמויות מזעריות ממאגר ים תטיס. התחרות בשוק הגז המקומי צפויה כעת להתפתח עם הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, מאפשר הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹², וצפויה להתעצם 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. יש לציין 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. להערכת מידרוג, תמורות אלו הביאו לשחיקה ברמה הפונדמנטלית בפעילות מאגר תמר.

נוסף על האמור נציין, כי חתימת הסכמי ייצוא נוספים ומימושם של ההסכמים הקיימים חשופים לסיכונים גאופוליטיים בקשר עם מדינות ערב בכלל ובקשר עם ירדן ומצרים בפרט. יתר על כן, דירוגן של ירדן ומצרים¹³ עלול לחשוף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות. בהקשר זה, נציין כי, לפי דיווחי החברה, בכוונתה לגדול ולגוון את תיק הנכסים שלה על ידי רכישת תמלוגים נוספים מנכסי נפט וגז מפיקים הן בישראל והן מחוץ לישראל.

משבר הקורונה עלול להשפיע על הביקושים במשק המקומי ועל 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 תמר¹⁴. בנוסף, 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

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 להוציא לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

¹³ ירדן מדורגת בדירוג B1, באופק יציב, ע"י Moody's ומצרים מדורגת בדירוג B2, באופק יציב, ע"י Moody's.

¹⁴ לפירוט נוסף, ראה: הערת ענף - סקטור הגז הטבעי, אשר פורסמה ביום 17 במרץ 2020.

(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. בהקשר זה, יש לציין כי על פי תחזיות Moody's, מחיר נפט מסוג WTI¹⁵ 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 ולוויתן, התחרות בין מאגרי הגז הטבעי צפויה להחריף במידה משמעותית. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

תיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים למצרים

ביום 2 באוקטובר 2019, דיווחה החברה כי ביום 26 בספטמבר 2019, הושלמו חתימות על שני הסכמים לתיקון ההסכמים לייצוא גז טבעי מפריקט תמר ומפריקט לווייתן למצרים, בין דלק קידוחים ובין נובל אנרג'י לבין דולפינוס. 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-25.3 BCM, בהשוואה לכ-32 BCM 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 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 הסכם תמר, כ-2 BCM לשנה. דולפינוס התחייבה לרכוש או לשלם (Take Or Pay) עבור כמויות שנתיות מינימאליות בהתאם להסכם הייצוא המתוקן. 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.

התפתחויות בקשר עם המחלוקת המשפטית בנוגע לתיקון הסכם אספקת הגז הטבעי לחברת החשמל

ביום 17 בפברואר 2019, דיווחה החברה כי שותפי תמר הגיעו להסכמה עם חברת החשמל בנוגע לתיקון להסכם אספקת הגז בין שותפי תמר לבין חברת החשמל (להלן: "הסכם תמר-חח"י")¹⁶. 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 תתקבל¹⁷. נכון למועד הדוח ובהתאם לפרסומים של החברה¹⁸, השותפים בפריקט תמר הגישו לאישור המאסדרים מתווה עקרונות מוסכם לשיווק משותף ממאגר תמר (להלן: "הסדר השיווק"), הקובע כי השותפים במאגר תמר ימשיכו בשיווק משותף של גז טבעי ממאגר תמר. הסדר השיווק כולל הסדרים ומנגנונים שונים בקשר עם הבטחת זכויות הצדדים ושיפור מעמדו התחרותי של מאגר תמר בשיווק גז טבעי ללקוחות במשק המקומי. ההסדרים והמנגנונים כאמור קובעים, בין היתר, את האופן והפרמטרים לניהול משאים ומתנים עם לקוחות במשק המקומי בעניינים מסחריים מסוימים הנוגעים למחיר, הצמדת מחיר ורמות Take Or Pay מקובלות במשק המקומי זאת ללא השתתפות השותפים במאגר המחזיקים בנכסי נפט מפיקים אחרים, וכן את הפרמטרים והתנאים להתקשרויות עם לקוחות במשק המקומי בהסכמים למכירת גז טבעי. כמו כן עדכנו השותפים במאגר תמר את המאסדרים, כי הגיעו להבנות עקרוניות ביניהם ועם שותפי לווייתן בקשר עם הסוגיות שהיו במחלוקת ביניהם בקשר עם ההסכמים למכירת גז טבעי לחברת החשמל וכי מתקיימים דיונים מתקדמים עם חברת החשמל בקשר עם יישום ההבנות האמורות.

¹⁵ West Texas Intermediate

¹⁶ לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק תמלוגים מיום 17 בפברואר 2019, באתר מא"ה.

¹⁷ לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק קידוחים מיום 24 בספטמבר 2019, באתר מא"ה.

¹⁸ לפירוט נוסף, ראה: דיווח דלק תמלוגים מיום 31 במאי 2020, 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 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 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. כמו כן, מאגר תמר חתם על הסכם יצוא מהותי עם מצרים, כאשר הזרמת הגז צפויה להתחיל ביום 30 ביוני 2020 (הייצוא למצרים מבוצע בפועל מזה מספר חודשים ממאגר לווייתן). להערכתנו, מנגנונים אלה תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות ותורמים רבות ליציבותה הפיננסית. עם זאת, 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 עלולים להוביל לפגיעה בדירוג.

יחסי הכיסוי נותרו יציבים לאור הפעלת מנגנונים לשמירת עודפי מזומנים בכרית הביטחון

המודל הפיננסי המעודכן שהתקבל בתקופת המעקב כולל שינויים לגבי תחזיות מחירי וכמויות המכירה, בהתבסס על ה-DCF שפרסמה החברה בינואר 2020. בנוסף, המודל מביא בחשבון את הפחתת התעריף לחח" במועד ההפחתה הראשון (01.07.2021) בשיעור של 25%¹⁹, בהתאם לאופציה הקיימת, אך ללא הפחתה נוספת במועד ההתאמה השני (01.07.2024). בהתאם להסכמי המימון, נבדק בכל רבעון יחס הכיסוי ADSCR הצפוי, כאשר היחס ההיסטורי נבדק כל חצי שנה והם מחושבים ל-12 חודשים. בהתאם לדיווחי החברה, יחס הכיסוי ההיסטורי לתקופה של 12 חודשים שהסתיימה ביום 31.12.2019, עמד על 1.37. כמו כן, לתקופה של 12 חודשים המתחילה ביום 01.01.2020, יחס הכיסוי ADSCR החזוי עמד על 1.30.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי ADSCR ההיסטוריים הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.40 ו-1.29 (בשנת 2028), בהתאמה ויחס הכיסוי PLCR המינימאלי יעמוד על כ-2.33 (בשנת 2020). יחסים אלו נגזרו מהנחות החברה לחלוקת הדיבידנד והעברת כספים לכרית הביטחון, תחת תרחיש הבסיס של מידרוג. סביבת יחסי כיסוי זו, נותרה יציבה ביחס למועד המעקב הקודם, על אף הערכתנו לפגיעה הצפויה בהכנסות החברה מתמלוגים, זאת, לאור מנגנון חישוב יחסי הכיסוי שהוגדר בשטר הנאמנות של החברה, הכולל בחישוב התזרימים הפנויים לשירות החוב, את הסכומים העודפים שהועברו לכרית הביטחון (מעבר לסכום כרית הביטחון הנדרש). נכון ליום 31.12.19, הסתכמו סכומים עודפים אלו בכ-1.8 מיליון דולר, וזאת בנוסף לסכום כרית הביטחון הנדרש בסך של כ-4.8 מיליון דולר וליתרות מזומנים ופיקדונות בהיקף של כ-11.5 מיליון דולר²⁰. יתרות אלו, גבוהות ביחס ליתרות בשנים הקודמות, היות והחברה לא חילקה דיבידנדים החל מהרבעון השלישי לשנת 2019, על אף מדיניות החלוקה של החברה²¹ וזאת לאור אי הוודאות השוררת בשווקים, בין היתר, לאור משבר הקורונה. נציין, כי יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימאלי, אשר אינם כוללים את הסכומים העודפים, יעמדו על כ-1.16 וכ-1.01 (בשנת 2021), בהתאמה. בשל כך, קיימת חשיבות עליונה לשמירה על היתרות העודפות בכרית הביטחון ועל יתרות הנזילות, על מנת לייצר מרווח מספק ביחסי הכיסוי.

נוסף על האמור לעיל, מבנה הפירעונות של החוב תואם את ההתפתחויות במשק הגז בקשר עם רמת התחרות. כך, החל מאוגוסט

¹⁹ מהמחיר החוזי הכולל יישום של ההצמדה הקבועה בהסכם תמר-חח"

²⁰ נציין, כי בחודש פברואר 2020 פרעה החברה תשלומי קרן וריבית חצי שנתיים, בהיקף של כ-9.7 מיליון דולר.

²¹ החברה רשאת לחלק דיבידנד כל עוד יחס הכיסוי הצפוי לא יפחת מ-1.3 או מ-1.2, לפי העניין, כמפורט בשטר הנאמנות.

2021 (קרוב למועד הפעלתו הצפויה של מאגר כריש), פוחת היקף פירעון הקרן השנתי בצורה משמעותית. כמו כן, היקף כרית הביטחון בסיומה של שנה זו, גדל מהיקף של שלושה חודשי שירות חוב לשישה חודשים. מאפיינים אלו, תומכים להערכתנו ביכולת שירות החוב של החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות מנגנון Lock Up והיקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב בין 23-27 מיליון דולר (המהווים בין 21%-24% מהיקף הגיוס המקורי). טרם או בסמוך למועד המימון מחדש, יסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חח"י וכן יתר הסכמי אספקת הגז הטבעי המרכזיים של המאגר אל מול היחפ"ים. 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 NSAI²², נכון ליום 31 בדצמבר 2019, המאגר כולל עתודות גז של כ- BCM 305, לפי קטגוריה 2P²³, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 219 לפי קטגוריה 1P²⁴. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-74% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 2P, ועל כ-63% לפי קטגוריה 1P. בנוסף, הנחנו בתרחיש הבסיס²⁵ כי יחס ה- PLCR במועד המימון מחדש, בשנת 2028, ינוע בטווח שבין 4.5-5.5. להערכת מידורג, היקף משמעותי של עתודות גז טבעי במאגר במועד המימון מחדש, לצד מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים במאגר, מנגנון ה- Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב.

אודות החברה

דלק תמלוגים (2012) בע"מ התאגדה בישראל ביום 06.11.2012, כחברה פרטית מוגבלת במניות על פי חוק החברות, התשנ"ט-1999. בהתאם לתקנון ההתאגדות של החברה, מטרת החברה הן להחזיק בתמלוגים של חברות העוסקות בתחום הגז והנפט. בעלת המניות הגדולה בחברה הינה חברת דלק מערכות אנרגיה בע"מ²⁶ (להלן: "דלק אנרגיה", 39.93%), והיא אינה בעלת זכויות הצבעה וניהול בחברה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחלתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים במישרין מן החזקות 1/12 "תמר" ו- 1/13 "דלית", מתוך חלקן של דלק קידוחים - שותפות מוגבלת ותמר פטרוליום בע"מ (בגין 22% ו- 9.25% במישרין, (בהתאמה)²⁷. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 4.875%²⁸ והינה רשומה בספר הנפט לזכות החברה.

מאגר תמר התגלה בינואר 2009, במרחק כ- 100 ק"מ מערבית לחיפה, בעומק מים של 1,670 מטרים ובעומק ממוצע של כ- 3 ק"מ מתחת לקרקעית הים. מאגר תמר כולל תשתית להפקת גז טבעי, הפקתו ומכירתו ללקוחות שונים, אשר העיקרית בהם הינה חח"י. הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: נובל אנרג' (25%), אשר משמשת, בין היתר, כמפעיל המאגר, ישראל מקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), דלק קידוחים (22%), תמר פטרוליום (16.75%), אוורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%) ודור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%).

²² Netherland, Sewell & Associates, Inc.

²³ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 50% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

²⁴ האומדן שלגביו קיימת הסתברות של 90% כי הכמויות אשר יופקו יהיו שוות או גבוהות יותר מן הכמות שצוינה.

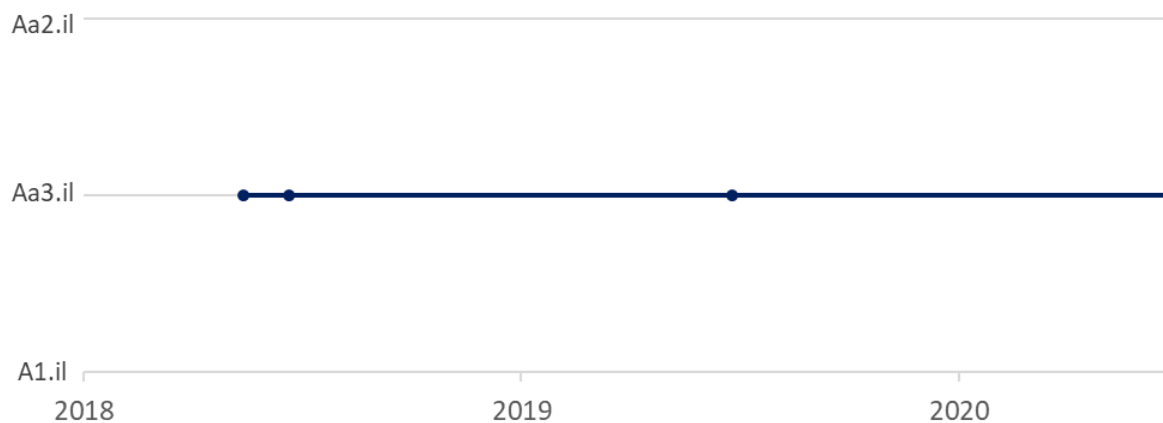
²⁵ לפי קטגוריה 1P.

²⁶ דלק אנרגיה מחויבת למכור את החזקותיה בחברה לא יאוחר מיום 17 בדצמבר 2021.

²⁷ זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על לחברה.

²⁸ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דלק תמלוגים \(2012\) בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

23.06.2020	תאריך דוח הדירוג:
25.06.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.05.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלק תמלוגים (2012) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלק תמלוגים (2012) 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 שאליה 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>