

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ¹

מעקב | יוני 2023

אנשי קשר:

איריס שדה אור

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשי
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

¹ ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ.

תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מאגר תמר (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר") עונה על צרכים לאומיים ומאפשר, בין היתר, למדינת ישראל עצמאות אנרגטית ארוכת טווח, תוך צמצום התלות בפחם ונפט; (2) מתווה הגז יצר סביבה גולטרית ברורה, שקופה ויציבה יותר; (3) טכנולוגיית הפרויקט הינה מוכחת ובעלת Track Record חיובי לאורך השנים, כאשר מפעיל הפרויקט, Chevron Mediterranean Ltd (להלן: "שברון"), (לשעבר: Noble Energy Mediterranean Ltd) הינו אחת מחברות האנרגיה הגדולות והמובילות בעולם ובעלי ניסיון בינלאומי עשיר ורב בקידוחים והפקת גז במים עמוקים; (4) לפרויקט היסטוריה תפעולית ארוכה (ההפעלה החלה בחודש מרץ 2013), ללא תקלות מהותיות; (5) בשנת 2022 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ- BCM 12.8, בהשוואה לכ- BCM 12.3 בשנת 2021 וכ- BCM 11.8 בשנת 2020; (6) בשנת 2022 הופק ממאגר תמר גז טבעי בסך כ- BCM 10.3, זאת בהשוואה לשנת 2021 בה הופק גז טבעי בסך כ- BCM 8.7. בד בבד, מחירי הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלו בשנה זו בכ- 6.4%; (7) בחודש דצמבר 2022 אושר שלב א' בפרויקט דו שלבי להרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר, הכולל השקעות מאושרות בצינור הולכה שלישי, בתשתיות הימיות, באסדה ובמתקן הקבלה בסך של כ- 673 מיליון דולר. מקור המימון הצפוי להשקעה המאושרת הינו תזרים הפעילות השוטף ויתרות המזומנים של המאגר; (8) מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד הקמתם הצפויה של שני מחז"מים על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י)², 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; (9) ביום 31 בדצמבר 2019 החלה הזרמת הגז הטבעי ממאגר לווייתן ובמהלך חודש אוקטובר 2022 החלה הזרמת הגז ממאגר כריש. בשנת 2022 הפיק מאגר לווייתן גז טבעי בסך כ- BCM 11.4, מתוכם כ- BCM 3.8 נמכרו בשוק המקומי; (10) ביום 23.02.2021 חתמו שברון, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת, Mubadala Energy (Tamar) 1 RSC LTD, RSC Limited Tamar Investment², תמר פטרוליום בע"מ, דור חיפושי גז שותפות מוגבלת ואורסטט שותפות מוגבלת (להלן: "שותפי תמר") על הסכם מפורט, הקובע כללים ומנגנונים מפורטים בקשר עם נטילת חלקו של כל אחד משותפי תמר בתפוקת הגז בהתאם להסכם התפעול המשותף³, וכן הסדרי איזון שיחולו בין השותפים במקרה ששיווק הגז לא נעשה בהתאם לחלקם היחסי של השותפים בתפוקה כאמור. ההסכם יהיה בתוקף עד לסיום הסכם התפעול המשותף; (11) תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול חח"י⁴ לפיו, בהתאם לנתונים שפרסמה החברה, מחיר הגז הטבעי שיימכר לחברת החשמל משקף הפחתה בשיעור הגבוה מעט מ-25% (השיעור המקסימלי של הפחתת המחיר במועד ההתאמה הראשון שנקבע בהסכם עם חח"י), זאת לצד דחיית התאמת המחיר במועד ההתאמה השני (תוספת או הפחתה בטווח של עד 10%) מאמצע שנת 2024 ליום 31.12.2024. בנוסף, בוצע תיקון מהותי להסכם מכירת הגז מול דליה אנרגיות כח בע"מ (להלן: "דליה"). בנוסף, נחתם תיקון להסכם חח"י, המאריך את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030; (12) עסקת המיזוג

² חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג: Aa1.il, באופק יציב.

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

⁴ תיקון להסכם תמר מיום 24.01.2022, אשר נכנס לתוקף בחודש יולי 2022 לאחר התקיימות התנאים המתלים בהסכם.

בין שברון⁵, תאגיד מוביל בשוק האנרגיה העולמי, לבין Noble Energy Inc, חברת האם של נובל אנרג'י, אשר בעקבותיה הפכה שברון למפעיל הפרויקט, עשויה להגביר את הסבירות להמשך מימוש חוזי הייצוא הנוכחיים של המאגרים תמר ולוויתן לירדן ולמצרים, לצד אפשרות לחתימה על חוזי ייצוא נוספים; (13) מימוש הסכמי הייצוא של מאגר תמר למצרים ולירדן (להלן: "הסכמי הייצוא"). נציין, כי בשנים 2021 ו-2022 סופק ממאגר תמר במסגרת חוזי הייצוא גז טבעי בסך כ-0.99 BCM וכ-1.55 BCM, בהתאמה. החל מחודש מרץ 2022 החלה הזרמת הגז למצרים דרך ירדן, המאפשרת לחברה גמישות בקשר עם אספקת הכמויות על פי הסכמי הייצוא. בד בבד, הסכמי הייצוא חושפים את החברה לסיכונים גאופוליטיים; (14) צמיחה בהכנסות החברה בשנת 2022, במקביל לגידול בהיטל מרווחי נפט וגז; (15) קיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay), רכיב התחייבותי תפעולי ומחירי רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה ומהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות; (16) היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר, כאשר בהתאם להערכת NSAI⁶ לתום שנת 2022, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ-285 BCM לפי קטגוריה 2P⁷ מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-213 BCM לפי קטגוריה 1P⁸; (17) דירוג החברה מושפע, בנסיבות מסוימות, מפעילותם ואיתנותם הפיננסית של בעלי הזכויות בנכסי הבסיס. נציין כי תמר פטרוליום בע"מ (להלן: "תמר פטרוליום") מדורגת A1.il, באופן יציב; (18) בכירותם התזרימית של תמלוגי העל, הנגזרים במישורין משורת ההכנסות ברוטו של Mubadala Energy (Tamar) RSC Ltd, Tamar Investment 2 RSC Limited ותמר פטרוליום ועל כן הם ניזוקים בצורה פחותה משינויים בהוצאות ו/או בעלויות הכרוכות בתהליך ההפקה, ביחס לשותפי תמר המחזיקות במישרין במאגר⁹; (19) מבנה החוב, המכיל רכיב מימון מחדש של 26.9 מיליון דולר בשנת 2028 (המהווה כ-23.8% מהחוב המקורי). נציין, כי סיכון המימון מחדש ממותן מעט לאור היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש וכן לאור התיקון להסכם חח"¹⁰, המאריך את תקופת ההסכם מולה עד לשנת 2030; (20) מנגנון Lock Up להפחתת סיכון המימון מחדש; (21) בשנת 2022 ניכרת מגמת שיפור בהכנסות החברה אל מול קיטון ברווח הכולל בשל עליה בהוצאות מס, כאשר ברבעון הראשון של שנת 2023 חלה עליה ברווח הנקי, בין היתר, בשל עליה בהכנסות מימון. העלייה בהוצאות המס נבעה, בין היתר, בשל הפרשים בין בסיס המדידה של נכס התמלוגים לצרכי מס (בש"ח) לבין בסיס המדידה לצרכי דיווח כספי (דולר) כתוצאה מעליית שער החליפין; (22) החל משנת 2022 עומדים הסכומים אשר בכריות הביטחון לשירות החוב על מלוא היקף שירות החוב הקרוב; (23) יחסי כיסוי יציבים, הנתמכים ביכולת החברה להביא בחשבון את עודפי כרית הביטחון כחלק מחישוב היחסים, זאת לצד מבנה פירעונות התואם את ההתפתחויות במשק הגז ואת הגידול הצפוי בשיעור היטל רווחי נפט וגז, התומכים ביכולת שירות החוב של החברה; (24) בהתאם לדיווחי החברה, נכון ליום 31.12.2022 יחס הכיסוי ADSCR החזוי עמד על 1.79 ויחס הכיסוי ההיסטורי עמד על 1.45 בפועל; (25) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית, כאשר מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. בד בבד, מידרוג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות גיאו-פוליטית וכן מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות בתחומי הממשל התאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הנחנו כי שברון תשמור על ביצועי הפרויקט, לרבות הפקה סדירה ורציפה של גז טבעי. כמו כן, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, זאת לצד כניסתם לתוקף של התיקונים להסכמי אספקת הגז לחח" ולדליה. בהתאם לתרחיש הבסיס, הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 15.0-16.0 BCM בשנתיים הקרובות, בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן של גז טבעי תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 10.0 ל-12.5 BCM בשנים 2023-2024. בהתאם

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

⁶ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

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

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

⁹ לשעבר חברת Tamar Investment 1 RSC Limited

¹⁰ להוצאות ו/או לעלויות תפעול המאגר קיימת השפעה על גובה ההיטל שתשלם החברה וכן על עיתויו. לפיכך, גידול בהוצאות ו/או בעלויות המאגר בשנים הקרובות, על ידי שותפי תמר, צפוי למתן את שיעור ההיטל החל על החברה.

לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי השנתית ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 10.0-11.5 BCM בשלוש השנים הקרובות. הנחנו כי מחיר מכירת הגז לחברת החשמל יפחת בשיעור של כ-5% בשנת 2025. כמו כן, אנו מעריכים כי יתרות הגז הטבעי במאגר סמוך למועד המימון מחדש, צפויות לעמוד על כ-69% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-77% לפי קטגוריה 2P, ביחס לכמויות המדווחות לסוף שנת 2022 (על פי DCF).

בהתאם לכך, ובהתאם לתרחיש המתבסס על שמירת נזילות עודפת בכרית הביטחון, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.79¹¹ וכ-1.71 (בשנת 2023), בהתאמה, ואילו יחס הכיסוי ¹²PLCR המינימאלי עומד על כ-5.51 (בשנת 2023). בד בבד, בהתאם לתרחיש הכולל נטרול העודפים בכרית הביטחון, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR הממוצע המינימאלי, יעמדו על כ-1.57 וכ-1.49 (בשנת 2023), בהתאמה. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי של החברה
- עלייה משמעותית בשווי מאגר תמר, ושיפור ניכר ביחס המינוף במועד המימון מחדש

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- שחיקה מהותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי ו/או ביחס המינוף
- 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 באופן אשר יוביל 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

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

¹¹ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

¹² יחס ה-PLCR מחושב על פי עתודות גז מוכחות של כ-212 BCM לפי קטגוריה 1P.

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

ההפקה המסחרית ממאגר תמר החלה ביום 31 במרץ 2013 (מעל ל-10 שנים), ללא תקלות מהותיות. למפעיל הפרויקט, שברון, ניסיון בינלאומי בקידוחים והפקת גז במים עמוקים. שברון מחזיקה ב-25% מן הזכויות במאגר תמר המאופיין בהיסטוריה תפעולית חיובית ויציבה, תוך עמידה ביעדי הביצוע שהוגדרו, במקביל לשמירה על זמינות גבוהה. להערכת מידרוג, ביצועי הפרויקט תלויים בהמשך מעורבותה של שברון במאגר, כבעלים וכמפעיל.

צפי להמשך גידול משמעותי בצריכת הגז הטבעי במשק המקומי, לצד גידול בהיקפי הייצוא ובמקביל להשקעה מתוכננת לטובת הרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר

בהתאם לנתוני משרד האנרגיה¹³ ותאגדי הגז¹⁴, בשנת 2022 הופקו מן המאגרים תמר, לויתן וכריש כ-22.2 BCM (כ-10.3 BCM ממאגר תמר, כ-11.4 BCM ממאגר לויתן) המשקפים גידול של כ-13.8% ביחס לכמות שהופקה בשנת 2021, כ-19.5 BCM. בפרט, בשנת 2022 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-12.8 BCM, מתוכם כ-8.7 BCM סופקו ממאגר תמר וכ-3.8 BCM סופקו ממאגר לויתן¹⁵. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-12.3 BCM בשנת 2021 (גידול של כ-4.0%), אשר מתוכם סופקו כ-7.7 BCM על ידי מאגר תמר. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. במקביל, היקף הייצוא של הגז הטבעי למצרים וירדן, הסתכם בשנת 2022 בכ-9.2 BCM, מתוכם כ-1.55 BCM סופקו על ידי מאגר תמר. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-7.2 BCM בשנת 2021, כאשר כ-0.99 BCM מתוכם סופקו על ידי מאגר תמר.

ביום 7 לדצמבר 2022 קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה סופית בשלב הראשון של פרויקט דו שלבי לשימור, פיתוח והרחבת יכולת ההפקה של מאגר תמר ולשדרוג מערכות ההולכה לייצוא. במסגרת ההחלטה, אושר תקציב של כ-673 מיליון דולר בעיקר לטובת ביצוע השקעה בצינור הולכה שלישי לאסדת הגז, אשר תיפרס עד לשנת 2025. ההשקעה מיועדת לשימור, פיתוח והגדלת יכולת ההפקה היומית המרבית ממאגר תמר מכ-1.1 BCF ליום לכ-1.2 BCF ליום החל משנת 2025. נציין כי נכון למועד כתיבת הדוח, פועלים שותפי מאגר תמר לקידום תוכנית לטובת השקעה בשלב השני של פרויקט ההרחבה, אשר יכלול השקעות נוספות במתקן הקבלה ובשדרוג מערכות ההולכה לייצוא. השקעות השלב השני, ככל ויאושרו, צפויות להגדיל את יכולת ההפקה היומית המרבית לעד כ-1.6 BCF ליום, והן כוללות השקעה במתקן הקבלה באשדוד בהיקף משוער של כ-35 מיליון דולר, והשקעות במערך ההולכה לייצוא בסך כולל מוערך של כ-280 מיליון דולר. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התקדמות הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך. לאור כל זאת, אנו מעריכים כי מגמת הגידול בהיצע הגז צפויה להימשך. בד בבד, אנו מניחים גידול משמעותי בביקושים בשוק המקומי, בין היתר, לאור מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם, זאת לצד השלמת הקמת שני המחזמים על ידי חח"י (כ-1,200 מגה-ואט) במהלך שנת 2024, השלמת הסבת יחידות הייצור הפחמיות בחדרה ובאשקלון לשימוש בגז טבעי (עד לסוף שנת 2025) וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל במקביל. כמו כן, אנו מניחים גידול בהיקף הייצוא כמתואר להלן.

בשנת 2023 המאגרים תמר, לויתן וכריש (אשר התחיל בהזרמת גז במהלך חודש אוקטובר 2022) צפויים להפיק גז טבעי בסך של כ-24.5-25.5 BCM (כולל יצוא), ובשנת 2024, צפויה הפקה של גז טבעי מ-3 המאגרים של למעלה מ-26 BCM (כולל יצוא). אנו מעריכים, כי הצריכה המשקית השנתית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 15.0-16.5 BCM בשנתיים הקרובות (2023-2024), בעוד שהכמות השנתית של גז טבעי המיוצאת למצרים ולירדן תגדל בהדרגה עד להיקפים שבין 9.5 ל-10.5 BCM בשנת 2023. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי אספקת הגז הטבעי ממאגר תמר תנוע בטווח שבין 10.0-11.7 BCM לשנה, בטווח הבינוני-ארוך.

¹³ דוח על הכנסות מאוצרות טבע, שנת 2022, משרד האנרגיה והתשתיות.

¹⁴ ניו מד אנרג'י שותפות מוגבלת, דוח תקופתי ליום 31.12.22 וכן תמר פטרוליום בע"מ, דוח תקופתי ליום 31.12.22.

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

הפעלתו של מאגר לווייתן, לצד הפעלתו של מאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022, פוגעת במעמדו התחרותי של מאגר תמר

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין עד לשנת 2020 כשוק מונופוליסטי, עובר תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת, לאור הפעלתו של מאגר לווייתן בשלהי שנת 2019 (בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה¹⁶), ובעקבות תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש החל מחודש אוקטובר 2022. מאגר לווייתן מתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר הסתכמה בכ-8.7 BCM וכ-10.3 BCM בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה, זאת בהשוואה לכ-8.3 BCM בשנת 2020, כאשר להערכתנו, אספקת הגז השנתית ממאגר תמר צפויה להמשיך ולגדול, כפי שפורט לעיל. בד בבד, מחיר הגז הטבעי הממוצע המשוקלל ליחידת חום שהופקה ממאגר תמר עלתה בשנת 2022 בכ-6.4%, כמפורט מטה.

להערכתנו קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי יצוא הגז הטבעי מן המאגרים תמר ולווייתן, בהיקפים משמעותיים, על מנת לשמור על יציבות הענף. כלומר, במידה ולא ימומשו במלואם חוזה הייצוא, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות. בד בבד, מימוש החוזים הקיימים לייצוא גז טבעי טומן בחובו סיכונים גאופוליטיים. יתר על כן, דירוגן של ירדן¹⁷ ומצרים¹⁸ חושף את החברה לסיכונים האשראי של המדינות. נציין כי לאחר תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש, היקף אספקת הגז של מאגר תמר בשוק המקומי פחת, במקביל לעליה בהיקף הייצוא.

עיכוב בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד - אשקלון

כחלק מהסכם ייצוא הגז בין שותפי תמר לבין Blue Ocean Energy (להלן: "BOE")¹⁹ התחייבו שותפי תמר לספק כמויות גז שנתיות כדלקמן: החל מיום 30.06.2020 ועד ליום 30.06.2022 כ-1 BCM בשנה, ובתקופה המתחילה ב-01.07.2022 ועד לסיום ההסכם כ-2 BCM לשנה. הגדלת ההזרמה למצרים, כאמור לעיל, הייתה תלויה בהשלמת מקטע מערכת ההולכה הימי אשדוד-אשקלון על ידי חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז"). במהלך חודש פברואר 2023, נתג"ז דיווחה כי עקב תקלה באוניה המבצעת עבודות תשתית להנחת הצנרת הימית עבור נתג"ז במקטע, צפויה דחייה של לפחות 6 חודשים בהשלמת הפרויקט, כך שחלון הזמן בו יחל מועד ההזרמה נדחה לתקופה שבין 1 באוקטובר 2023 ליום 1 באפריל 2024. נציין כי בתחילת חודש מרץ 2022 תוקן ההסכם עם BOE וכן נחתמו הסכמי הולכה עם חברת הולכת הגז הירדנית ועם נתג"ז וסוכם על נקודת מסירה נוספת ללקוח בעקבה, ירדן. בהתאם לכך, ביום 02.03.2022 החלה הזרמת הגז הטבעי דרך ירדן למצרים. יצוין, כי קיימת אי ודאות מסוימת בקשר עם היכולת להזרים דרך ירדן את מלוא הכמויות הנוספות שהתחייבו שותפי תמר לספק ל-BOE החל מיום 01.07.2022, וזאת משום שהיקף ההזרמה לירדן הינו בהתאם להסכם על בסיס מזדמן מול חברת נתג"ז.

הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב TOP ומחיר רצפה, תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה

מאגר תמר נהנה מיתרון ראשוניות בחתימה על הסכמים ארוכי טווח עם הצרכנים הגדולים במשק. רובם המכריע של הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ו/או רכיב התחייבותי תפעולי בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. היקף הרכיב ההתחייבותי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר, הינו משמעותי מאד. לאורך השנים האחרונות, לקוחות המאגר מימשו את האופציה להקטנת כמות הגז הטבעי החוזית הנרכשת ממנו. עם זאת, הסכמי מכירת הגז לחח"י ולדליה תוקנו, כך שכמות הרכיב ההתחייבותי גדלה משמעותית, כך שבמובן זה, לא צפויה פגיעה בוודאות וביציבות תזרים המזומנים של החברה. בד בבד, נציין, כי היקף זה צפוי לפחות במידה מסוימת בשש השנים הקרובות לממוצע של כ-71%,

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

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

¹⁸ מצרים מדורגת בדירוג B3 באופק יציב ע"י Moody's.

¹⁹ ההסכם נחתם במקור אל מול Dolphinus Holdings Limited והוסב ל-BOE בחודש יוני 2020.

לעומת ממוצע של כ-79% בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בעקבות הצפי לגידול בכמות החזויה הנמכרת ביחס לכמות שנצפתה בשנה שעברה. נכון למועד כתיבת הדוח, לשותפי תמר אין מחויבות חוזית דומה לרכישת הכמות המיוצרת העודפת אשר צפויה לנבוע מההשקעה. לדברי שותפי תמר מתקיים משא ומתן להרחבת הסכם הייצוא מול לקוח פוטנציאלי במצרים. להערכתנו, מנגנוני ההתחייבות החוזית, מחיר הרצפה וההצמדות השונות תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה, מהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרים המזומנים.

בשנת 2022 ניכרת מגמת שיפור בהכנסות החברה אל מול קיטון ברווח הכולל בשל עליה בהוצאות מס, כאשר ברבעון הראשון של שנת 2023 חלה עליה ברווח הנקי, בין היתר, בשל עליה בהכנסות מימון

הכנסות החברה מתמלוגים בשנת 2022 הסתכמו לסך של כ-24 מיליון דולר, בהשוואה לכ-18 מיליון דולר אשתקד, עליה של כ-31%. העלייה בהכנסות נבעה בעיקרה מגידול של כ-18.4% בכמות הגז הטבעי אשר נמכר, בין היתר, למצרים ולחח" לצד גורמים נוספים. בצד העלויות, נרשם גידול משמעותי בגין היטל רווחי נפט וגז, מכ-4 מיליון דולר בשנת 2021 לכ-7 מיליון דולר בשנת 2022. הגידול נבע מעלייה בהכנסות מתמלוגים ובשיעור ההיטל בתקופת הדוח. נדגיש, כי היקף ההתחייבות בגין ההיטל נמצא במחלוקת מול רשות המיסים, כאשר בהתבסס על דיווחיהן של שותפי תמר, אשר מבוססות על חוות דעת יועציהן המשפטיים, הסיכוי שעמדת שותפי תמר ביחס למחלוקות האמורות עם רשות המיסים תתקבל, עולה על הסיכוי כי תידחה. החברה שילמה את חלקה בהיטל שבמחלוקת בגין שנת 2020 בסך של 1.5 מיליון דולר בחודש פברואר 2023 כאשר להערכת החברה, סכום החשיפה שייטכן ועלול להיווצר לה ליום 31 במרץ 2023, נאמד בכ-3 מיליון דולר²⁰ (כולל הסכום של 1.5 מיליון דולר ששולם). כמו כן, חל קיטון של כ-37% בהיקף הוצאות הנהלה וכלליות בתקופת הדוח בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, אשר לדברי החברה נבע מהתייעלות וחיסכון בהוצאות. בנוסף, חל גידול משמעותי של כ-1,725% בהיקף תשלום המיסים מכ-0.25 מיליון דולר לכ-4.6 מיליון דולר, אשר נבע מגידול בהתחייבות מיסים נדחים, אשר הגדילו את הוצאות המס ושיעור המס האפקטיבי והביאו לקיטון ברווח הנקי של החברה. הגדלת הוצאות המס נבעה, בין היתר, בשל הפרשים בין בסיס המדידה לצרכי מס (בש"ח) של נכס התמלוגים לבין בסיס המדידה לצרכי דיווח כספי (דולר) כתוצאה מעליית שער החליפין.

תוצאות הרבעון הראשון לשנת 2023 משקפות מגמת שיפור, הכוללת הכנסות מתמלוגים בהיקף של כ-6.2 מיליון דולר (עליה של כ-6% לעומת התקופה המקבילה אשתקד). הגידול בהכנסות מושפע ברובו מגידול של כ-12.0% במחיר הממוצע של הגז לפי פרסומי שותפי תמר, המושפע מעליית כמות הגז שנמכר ליצוא ומחירו הממוצע גבוה בהשוואה למחיר המכירה לשוק המקומי ומקיטון של כ-6% בכמות הגז שהופקה מהמאגר. שיפור התוצאות לרבעון זה בא לידי ביטוי גם ברווח הנקי, אשר עמד, נכון לרבעון ראשון לשנת 2023, על כ-0.7 מיליון דולר לעומת רווח של כ-0.4 בתקופה המקבילה אשתקד.

אנו צופים עליה מתונה במחיר הממוצע של הגז הטבעי בשנים הקרובות, וזאת בעיקר לאור עליית מחירי האנרגיה בעולם ובמקביל לעליית רכיב ייצור החשמל ולסביבת האינפלציה הגבוהה באופן יחסי. בד בבד, להערכתנו הלחימה המתמשכת בין רוסיה לאוקראינה צפויה להותיר את מחירי האנרגיה ברמות גבוהות באופן יחסי, גם לאחר שקלול התמתנות המחירים בחודשים האחרונים. עם זאת, החל משנת 2025 אנו צופים כי המחירים ירדו מעט, וזאת בהתאם למנגנון התאמת המחיר הקיים בחוזה בין חח" לשותפי מאגר תמר שמסגרתו תיתכן הפחתה נוספת במחיר המוערכת בתרחיש הבסיס ב-5%. במקביל לכך וכאמור לעיל, אנו צופים עליה גם בכמויות הנמכרות, כאשר העלייה בביקוש לאנרגיה ובמחירי האנרגיה העולמיים תומכת במגמה זו.

התקשרות להעברת השליטה בחברה

בעלת השליטה הנוכחית בחברה הינה אסנס פרטנרס בע"מ, אשר משמשת כשותף הכללי באסנס תמלוגים, שותפות מוגבלת, המחזיקה יחד עם בעלי עניין בה (להלן: "קבוצת אסנס"). בכ-50.97% מהון המניות המונפק של החברה. ביום 19 בינואר 2023 הודיעה

²⁰ נציין, כי בחודש נובמבר 2021 פורסם ברשומות תיקון מס' 3 לחוק מיסוי רווחים ממשאבי טבע, התשפ"ב-2021, המתקן את החוק בעיקר בנושאים של אכיפה וגביה. התיקון מאפשר, בין השאר, הקדמת תשלום של 75% מהיטל שנוי במחלוקת למועד החלטת פקיד השומה בהשגה שהוגשה לו על שומה לפי מיטב השפיטה. החברה הדגישה כי היא שומרת יתרות מזומן מספקות כנגד חשיפה זו.

קבוצת אסנס לחברה על התקשרותה, לצד אסנס אנרג'י, שותפות מוגבלת עם נוי מאגרים, שותפות מוגבלת (להלן: "נוי"), בעסקה, אשר בכפוף להשלמתה, תועבר השליטה בחברה לשליטתם המשותפת באמצעות החזקותיה באלון גז פיתוח אנרגיה בע"מ (להלן: "אלון גז"), לאחר השלמת העסקה יוחזקו מניות החברה המועברות על ידי חברת אלון גז, כאשר אלון גז תהפוך חברה פרטית שמניותיה מוחזקות על ידי נוי (70.64% כפוף להתאמות) ואסנס אנרג'י (29.36% כפוף להתאמות).

שיפור בסביבת יחסי הכיסוי

בהתאם לשטר הנאמנות, התחייבה החברה כי כל עוד לא נפרעו אגרות החוב, יחס הכיסוי לשירות החוב הצפוי בתקופת הבדיקה, לא יפחת מיחס של 1.05. יציין, כי בחישוב זה יילקחו בחשבון סכומים עודפים אשר יהיו בחשבון כרית הביטחון. בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, נכון ליום 31.12.2022 עמד יחס ADSCR ההיסטורי של החברה על כ-1.45 ואילו יחס הכיסוי ADSCR החזוי עמד על כ-1.79, זאת בהשוואה לכ-1.34 וכ-1.48, בהתאמה, אשר נחזו במועד המעקב הקודם, בתרחיש הבסיס של מידרוג, ביחס לאותו מועד. בד בבד, נכון ליום 31.03.2023 עמד יחס הכיסוי החזוי על 1.88, זאת בהשוואה ליחס של 1.54 אשר נחזה במועד המעקב הקודם. נציין, כי עיקר העלייה ביחסי הכיסוי העתידיים, נובעת מעליה בהכנסות ממכירת גז הנובעת, בין השאר, מההגדלה המתוכננת של תפוקת המאגר.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המתבסס על שמירת נזילות עודפת בכרית הביטחון, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR הממוצע והמינימאלי יעמדו על כ-1.79 וכ-1.71 (בשנת 2023), בהתאמה, ואילו יחס הכיסוי PLCR המינימאלי עומד על כ-5.51 (בשנת 2023). בד בבד, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי החזויים ADSCR, בנטרול העודפים בכרית הביטחון, יעמדו על כ-1.57 וכ-1.49 (בשנת 2023), בהתאמה. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

שיקולים נוספים לדירוג

סיכון מימון מחדש, הממותן באמצעות היקף משמעותי של עתודות גז במאגר תמר ומנגנון Lock Up

מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש, אשר נלקח בחשבון במסגרת דירוג אגרות החוב. ביום 30.08.2028, מועד המימון מחדש, תעמוד יתרת החוב כ-26.9 מיליון דולר, המהווים כ-23.8% מהיקף הגיוס המקורי. נציין, כי כשנתיים לאחר מועד המימון מחדש צפוי להסתיים הסכם הגז הטבעי של מאגר תמר אל מול חח"י (כאשר בשנתיים האחרונות של ההסכם, ההתחייבות הינה לכמויות תפעוליות בלבד). 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 2022, מאגר תמר כולל היקף משמעותי של עתודות גז, כ-285 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ-213 BCM לפי קטגוריה 1P. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש ביחס לכמויות המדווחות ליום 29.03.2023 (על פי DCF) צפויות לעמוד על כ-69% מסך העתודות של המאגר לפי קטגוריה 1P, ועל כ-77% לפי קטגוריה 2P. נציין, כי התנודתיות בשווקים משפיעה באופן שלילי על גמישותה הפיננסית של החברה.

להערכת מידרוג, היקפן המשמעותי של עתודות הגז הטבעי במאגר במועד המימון מחדש, מבנה חוב התואם את ודאות תזרים המזומנים במאגר, זאת לצד מנגנון ה-Lock Up המעוגנים בשטר הנאמנות, ממתנים במידת מהותית את סיכון המימון מחדש, לרבות במקרה של מכירת גז טבעי בהיקפים משמעותיים בתקופת החוב. נציין, כי תיקון ההסכם מול חח"י והארכת תוקפו עד לשנת 2030, מייצרים "זנב" בין מועד פירעון החוב הבכיר לבין מועד סיום החוזה מול חח"י. זנב מעין זה מאפשר לפרויקט גמישות פיננסית עודפת וממתן גם הוא, במידה מסוימת, את סיכון המימון מחדש. להערכת החברה, קיימת סבירות גבוהה לחתימה על חוזה גז חדשים עם סיום החוזים הקיימים. נציין, כי בנוסף קיים מנגנון Lock Up להפחתה מסוימת של סיכון המימון מחדש, לפיו החברה לא תבצע חלוקת

²¹ ממוצע זה חושב עד ליום 31.12.2027, אשר הינו המועד האחרון המביא בחשבון את שירות החוב של סדרה א' באופן מלא.

עודפים בגין רווחים אשר הצטברו במהלך 12 החודשים טרם מועד המימון מחדש (החל מיום 01.07.2027), ותצבור את הסכומים העודפים עד לפירעון מלא וסופי של החוב. כמו כן, קיים מנגנון ה-Lock Up חלקי המופעל בעת שחיקה פונדמנטלית בפרויקט, כאשר במידה ויחס הכיסוי ADSCR ירד מתחת ל-1.30 משנת 2020 ואילך ועד למועד המימון מחדש, במשך שתי תקופות בדיקה רצופות, אזי בכל חלוקת עודפים לבעלי המניות, ככל ותהיה, תפקיד החברה מחצית מסכום חלוקת העודפים בחשבון בנק המשועבד לנאמן לטובת המלווים עד אשר יחס הכיסוי ADSCR יעלה ל-1.38, לכל הפחות, במשך שתי תקופות בדיקה.

מנגנון חישוב יחס הכיסוי, הכולל את עודפי כרית הביטחון, מספק לחברה גמישות פיננסית

בהתאם לשטר הנאמנות של החברה, לצורך הצגת יחס הכיסוי, יחושב תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב כסך ההכנסות של החברה בתקופת הבדיקה, בתוספת כל סכום עודף (מעבר לנדרש לצורך שירות החוב²²) אשר יהא בחשבון כרית הביטחון ובניכוי ההוצאות של החברה לתקופה זו. הכללתם של העודפים בכרית לצורך חישוב יחס הכיסוי, מאפשרת לחברה גמישות עודפת, בפרט בתקופות בהן תזרים המזומנים נפגע, ובכך מפחיתה את הסיכוי לכשל. נציין, כי החברה אינה מחויבת לשמור על נזילות עודפת בכרית הייעודית, אך בפועל שומרת על יתרת נזילות עודפת אשר הולמת את רמת הדירוג.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידורג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. עם זאת, היות והחברה איננה תפעולית, להערכתנו, ממותנת רובה של חשיפה זו. מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס פחמן תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון מהותי בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבעי, גז טבעי, אשר ממותנת הודות לעתודות גז משמעותיות במאגר תמר. מידורג מעריכה את חשיפת החברה לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. רגישות זו ממותנת במידה רבה, להערכתנו, בחתימה על הסכמי TOP ארוכי טווח. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים בטיחות וגוה וייצור אחראי הממותנים, באופן מסוים, על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. וכן בהיותה של החברה, חברה שאיננה תפעולית. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאופוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ובמידה מסוימת גם לירדן ולסיכונים ביטחוניים לאור מיקום הפלטפורמה, בסמיכות יחסית לגבול הימי והיבשתי בין ישראל לבין רצועת עזה.

בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפות אפשריות של החברה בתחומי ממשל תאגידי ממותנות באופן מהותי היות והחברה איננה תפעולית.

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל בתאריך 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. ביום 29 בדצמבר 2020 הודיעה קבוצת דלק לחברה כי התקשרה בעסקה מחוץ לבורסה, במסגרתה מכרה את מלוא יתרת החזקות דלק אנרגיה. ביום 13.06.2021 שונה שם החברה מדלק תמלוגים (2012) בע"מ לתומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ. בעלת השליטה הנוכחית בחברה הינה אסנס פרטנרס בע"מ, אשר משמשת כשותף הכללי באסנס תמלוגים, שותפות מוגבלת, המחזיקה יחד עם בעלי עניין בה, בכ- 50.97% מהון המניות המונפק של החברה. בהתאם להסכם שנחתם בין החברה לבין דלק אנרגיה, המחתה דלק אנרגיה לחברה בהמחאה בלתי חוזרת את זכותה לקבלת תמלוגים במישרין מן החזקות 1/12 "תמר" ו-1/13 "דלית", מתוך חלקן של Mubadala Energy (Tamar) RSC Ltd, Tamar Investment 2 RSC Limited ותמר פטרוליום בע"מ, בגין 11%, 11% ו-9.25% במישרין, (בהתאמה)²³. שיעור התמלוג לו זכאית כיום החברה הינו 4.875%²⁴ והינה רשומה בספר הנפט לזכות החברה.

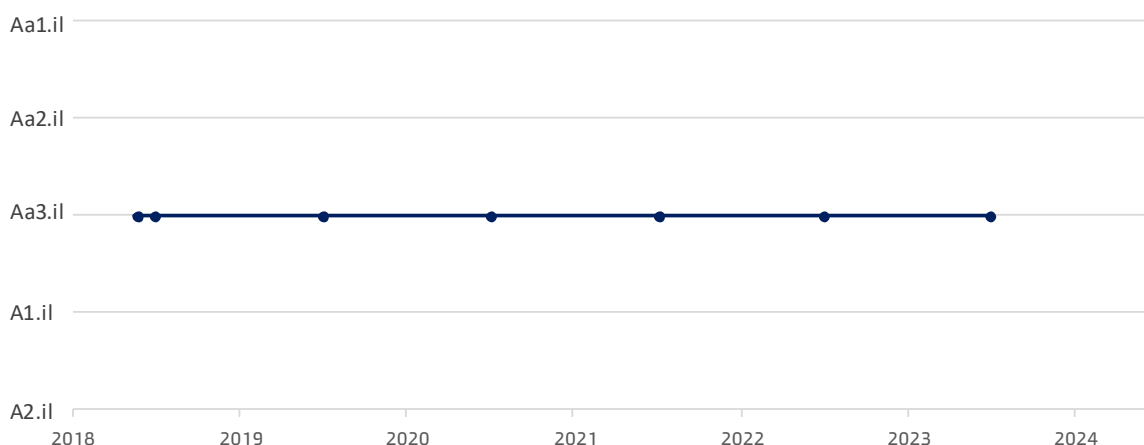
²² בהיקף הנדרש לשירות חוב מלא.

²³ זכויות נוספות בשיעור של 7.5% (מתוך 100%) בחזקות תמר ודלית המוחזקות על-ידי תמר פטרוליום, אינן כוללות התחייבויות לתשלום תמלוגי על החברה.

²⁴ שיעור זה הינו שיעור התמלוג לו זכאית החברה החל מהמועד שחל לאחר מועד החזר ההשקעה בפרויקט תמר.

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". הזרמת גז טבעי ראשונית (First Gas) ממאגר תמר החלה ביום 31.03.2013. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות: שברון (25%), המשמשת, בין היתר, כמפעילת הפרויקט, ישראלמקו נגב 2 שותפות מוגבלת (28.75%), Mubadala Energy (Tamar) 1 RSC LTD, (11%), RSC Limited Tamar Investment 2, תמר פטרוליום בע"מ (16.75%), דור חיפוש גז שותפות מוגבלת (4%) ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת (3.5%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תומר תמלוגי אנרגיה \(2012\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

22.06.2023	תאריך דוח הדירוג:
27.06.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.05.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תומר תמלוגי אנרגיה (2012) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תומר תמלוגי אנרגיה (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 הגבוה 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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

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

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