Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

25 ביולי 2022

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות, התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

Gonzalo Cantabrana Fernandez, מדריד, 34-91-389-6955

gonzalo.cantabrana@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

אוהד מובשוביץ, רמת גן, 972-3-7539725 ohad.movshovitz@spglobal.com

ולריה קוזנצובה, לונדון, 44-20-71760864 valeiia.kuznetsova@spglobal.com

Livia Vilela, מדריד, 34-91-423-3318 livia.vilela@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....3
תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים....3
חוזקות....4
סיכונים....4
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....5
תחזית הדירוג....6
התרחיש השלילי....6
התרחיש החיובי....7
עדכון ביצועים....7
תרחיש הבסיס....7
הנחות עיקריות....7
יחסים עיקריים....8
התרחיש השלילי....8
הנחות עיקריות....8

יחסים עיקריים 8
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 8
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר) 8
התאמות לדירוג (חוב בכיר) 9
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה 9
צדדים לעסקה בשלב ההפעלה 10
נזילות 10
ניתוח שיקום חוב 11
שיקולים עיקריים 11
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 11
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 11
רשימת דירוגים 12

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות, התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- מאגר לוויתן העומד בבסיס החוב של לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "הפרויקט") ממשיך להציג ביצועים איתנים, ויתרת עתודות הגז המוכחות שלו (1P) ב-31 בדצמבר 2021 הייתה גבוהה ב-8.7% לעומת שנה קודם לכן.
- למרות תנאי השוק המשופרים והשיפור בהפעלה, אנו מעריכים כי דירוג החוב של לוויתן נותר מוגבל על ידי רוכשי הגז, והיצוא למצרים וירדן עודנו הסיכון העיקרי לפרויקט.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות של לוויתן בונד בע"מ, ואת דירוג שיקום החוב '1' המשקף שיעור שיקום חוב צפוי של 90% במקרה של כשל פירעון.
- התחזית היציבה משקפת את הציפיות שלנו ליצוא גז למצרים ולירדן, ביצועים תפעוליים איתנים, יחס כיסוי גבוה משמעותית מ-1.5x, ושמירה על איכות האשראי של הרוכשים שהתקשרו עם הפרויקט בהסכמי מכירה מסוג GSPA.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

מאגר לוויתן הוא מאגר גז טבעי הנמצא מול חופי ישראל. הוא התגלה ב-2010 והוא מאגר הגז גדול ביותר בישראל. הוא נמצא כ-120 ק"מ ממערב לחיפה, 1.7 ק"מ מתחת לפני המים, ומספק גז טבעי לישראל, מצרים וירדן. לפי דוח העתודות של יועצי אנרגיה עצמאיים מחברת Netherland, Sewell & Associates Inc. (NSAI), למאגר עתודות מוכחות (1P) של 12,259.8 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-27.0 מיליון חביות של קונדנסט נכון ל-31 בדצמבר 2021, ויכולת הפקה שנתית של 12 מיליארד מטר מעוקב (BCM).

זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן מוחזקות על ידי ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת ("ניו-מד", לשעבר דלק קידוחים, 45.34%), שברון מדיטרניאן לימיטד (לשעבר נובל אנרג'י מדיטרניאן לימיטד, 39.66%) ורציו אנרגיות שותפות מוגבלת ("רציו", לשעבר רציו חיפושי נפט, 15.00%) (יחד, "השותפות"), לפי חזקה שניתנה עד פברואר 2044, שניתן להאריכה בעד עשרים שנים נוספות אם השותפות ימשיכו להפיק גז מהמאגר. ההפעלה והתשתית הקשורה אליה מוגדרות בהסכם הפעלה משותף (JOA - joint operating agreement) בין שלוש השותפות לפי שיעורי ההחזקה שלהן בהסכם החזקה של לוויתן. מפעילת המאגר היא שברון מדיטרניאן לימיטד ("המפעילה"), הפועלת על פי התנאים שהוגדרו בחזקה ובJOA-.

בהינתן מאפיינים ייחודיים אלה, אנו מדרגים את הפרויקט על סמך המתודולוגיה שלנו "עקרונות הדירוג של S&P". בפרט, הערכנו את יחס הכיסוי על פי חלקה של ניו-מד, 45.34%, ועל פי ה-JOA, הקובע כי הצעות ועדת ההפעלה צריכות להתקבל ברוב של 60% על ידי לפחות שתי שותפות לא קשורות. אף שלאף אחת מהשותפות אין רוב המאפשר שליטה, אנו סבורים שנוהל הצבעה זה ממתן את הסיכון הנובע מכך שאין לניו-מד שליטה במאגר, משום שהחלטות אינן יכולות להתקבל בלי אישורה. איגרות החוב ייפרעו באמצעות החלק היחסי בתזרים ההכנסות ממכירת הגז והקונדנסט שיופקו מהמאגר. אנו מביאים בחשבון גם את הסיכון בכך שניו-מד היא חלק מהפרויקט תחת הסכם ההלוואה (sponsor loan), אבל איננו קושרים את דירוג איגרות החוב לאיכות האשראי של ניו-מד, משום שאנו סבורים שמבנה הפרויקט ממתן את הסיכון הנובע מחדלות פירעון צולבת (cross default), ושחדלות פירעון תחת ה-JOA מאוד לא סבירה בשלב זה.

לשדה לוויתן יש הסכמי GSPA ארוכי טווח במסגרת חוזי יצוא המהווים כ-70%-80% מיכולת הפקת הגז בתרחיש 2P (רזרבות מוכחות וצפויות), בעוד שהיתרה נמכרת ליצרני אנרגיה בישראל. מח"מ החוזים הממוצע הוא 12 שנה.

חוזקות

- סיכון המשאבים של מאגר לוויתן הוא מינימלי, ועתודות ה-1P שלו מספיקות כדי לכסות את קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנה, לפי המידע בדוח העתודות של NSAI.
- חברה גלובלית ומנוסה מפעילה את הנכס. מאז 2013 מפעילה שברון מדיטרניאן לימיטד בהצלחה פרויקט דומה במאגר תמר הסמוך, דבר שלהערכתנו תומך בדירוג. עובדה זו תומכת בהערכתנו ליציבות בהפקה ולעלויות הפעלה נמוכות (פחות מ-10% מההכנסות).

סיכונים

- הדירוג מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.
- אף שחלק ניכר מבסיס ההכנסות מעוגן באמצעות הסכמי רכש, אנו צופים שהפרויקט ימשיך להיות חשוף לסיכון שוק, שעשוי להוביל לתנודתיות מסוימת בתזרים המזומנים. כ-85% ממכירות הגז מעוגנות בהסכמי GSPA לטווח הארוך עם כמויות מינימום של 'קח או שלם' במחיר קבוע, מחיר רצפה ומנגנון העלאת מחירים התלוי במחיר הברנט או בתעריף ייצור החשמל המקומי (תלוי בסוג ההסכם). אולם היות שאנו מעריכים את איכות האשראי של רוכשי 40% בלבד מסך הקיבולת בהסכמים, אנו מניחים ש-60% הנותרים נמכרים בשוק לאורך חיי הפרויקט, מה שמגדיל את תנודתיותם של תזרימי המזומנים הצפויים הזמינים לשירות חוב לאורך חיי החוב.
- העובדה שכל סדרת אג"ח של הפרויקט נפרעת בתשלום אחד (בולט) חושפת את הפרויקט לסיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון, המתמתן בזכות הוראות צבירת המזומנים. על מנת להבטיח את זמינות הכספים

לפירעון כל אחד מתשלומי הבולט, תזרימי מזומנים חופשיים מחשבון ההכנסות נשמרים, 12 חודשים לפני כל מועד פירעון, בקרן רזרבה בהיקף של עד 150 מיליון דולר. אנו סבורים שאורך החיים של עתודות המאגר (לפי הגדרות 1P) משאיר זנב מספק למימון מחדש של איגרות החוב. משום כך, החשיפה לסיכון מימון מחדש ביוני 2023 (500 מיליון דולר), ביוני 2025 (600 מיליון דולר), ביוני 2027 (600 מיליון דולר) וב-2030 (550 מיליון דולר) אינה מגבילה את דירוג איגרות החוב.

- הפרויקט יכול להנפיק חובות נוספים בכפוף למספר תנאים, הכוללים שמירה על יחס גבוה מ-1.5x בין הערך הנוכחי הנקי בשיעור היוון של 10% (NPV10) לחוב נטו.
- כשל פירעון של ניו-מד תחת ה-JOA עשוי, אם לא יתוקן, לגרור הפסקה זמנית בתזרימי המזומנים של הפרויקט. אנו מעריכים כי סיכון זה קטן מכיוון שעל פי תרחיש הבסיס והתרחיש השלילי ניו-מד כבר ביצעה את כל התשלומים הנדרשים בגין שלב הפיתוח הנוכחי של הפרויקט, ולא נותרו לה התחייבויות מהותיות נוספות.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

דירוג החוב של לוויתן נותר מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של הרוכשים.

הבאנו בחשבון את ירידת הסיכון במכירות העתידיות על ידי עדכון הנחת הגז ארוכת הטווח בתרחיש הבסיס שלנו ל-4.4 דולר למיליון יחידות תרמיות בריטיות (MMBTU), לעומת 3.5 דולר ל-MMBTU במועד המעקב הקודם. בנוסף, התחזיות הפיננסיות התחזקו בזכות עלייה של 8.7% בעתודות 1P ב-2021. מסיבה זו העלינו את פרופיל האשראי העצמאי (SACP) המקדמי המותאם שלנו לשלב ההפעלה מקבוצת 'ilA' לקבוצת 'ilAA'. אולם דירוג החוב נותר מוגבל בשל הערכתנו את איכות האשראי של רוכשי הגז הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.

אנו רואים ביצוא למצרים ולירדן את הסיכון העיקרי.

אנו סבורים ששווקים אלה חשובים ביותר להישרדותו הכלכלית של לוויתן, שכן הפרויקט, לדעתנו, אינו יכול להעביר את אספקת הגז שלו למדינות אחרות. ישראל הפכה ליצואנית גז כאשר לוויתן התחיל לפעול, וללא עלייה מהותית בביקוש המקומי, שתיקח שנים, לא תצליח לספוג את הגז שהפרויקט מוכר כיום למצרים ולירדן. בישראל אין מפעלי הנזלה המאפשרים לייצא גז ישירות, ורשתות הצנרת הנוכחיות מחברות את ישראל רק עם מצרים וירדן. כרגע אנו מצפים שהפרויקט ימכור כ-45% מהגז במצרים (ב-(B/Stable/B), 30% בירדן (B+/Stable/B) ואת ה-25%-30% הנותרים בישראל (AA-/Stable/A-1+).

העלייה במחירי הגז העולמיים אינה צפויה להשפיע משמעותית על הגז הנסחר במזרח הים התיכון.

מחירי הגז צפויים להישאר גבוהים למשך זמן רב יותר ככל שיימשכו הסכסוך בין רוסיה לאוקראינה והסנקציות על רוסיה. על רקע המחירים הגבוהים הנוכחיים, נשקלות השקעות חדשות בפרויקטי גז במספר אזורים, כולל

באיחוד האירופי. ב-6 ביוני 2022 הוסיף האיחוד האירופי את הגז הטבעי לרשימת הפעילויות הכלכליות בנות הקיימא מבחינה סביבתית במסגרת הטקסונומיה של הנציבות האירופית, מה שמחזק את תפקיד הגז במעבר האנרגיה. עם זאת, תשתית הגז של ישראל מחוברת רק לירדן ולמצרים, ויכולתה לייצא לצדדים שלישיים מוגבלת על ידי השימוש במפעלי ההנזלה באדקו ובדמיאט שבמצרים. בשל אילוצים אלה, החוזים הקיימים ותפקידה של ישראל כיצואנית גז, סביר להניח שמחירי הגז הנסחר במזרח הים התיכון לא יושפעו משמעותית מהזינוק העולמי במחירים.

מזכר ההבנות שנחתם לאחרונה בין ישראל, האיחוד האירופי ומצרים עשוי לתמוך בשוק הגז הישראלי.
ההסכם עשוי לאפשר לישראל למכור חלק מעודפי הגז שלה לאיחוד האירופי דרך מצרים. לפיכך, אנו רואים אפשרות שהמצב המאקרו והגיאופוליטי הנוכחי עשויים לחזק את מעמדו של פרויקט לוויתן ואת יכולתו להשיג מחירים גבוהים משאנו צופים כיום. עם זאת, תוכניות אלה יגדילו את החשיפה של לוויתן למצרים, שכבר מהווה 45% מההכנסות הצפויות בתרחיש הבסיס שלנו.

הפרויקט יצטרך למחזר תשלום קרן של 500 מיליון דולר לפני 30 ביוני 2023.
מיולי 2022 ועד יוני 2023, תזרים מזומנים חופשי מחשבון ההכנסות יוקצה לקרן רזרבה שצוברת עד 150 מיליון דולר לתמיכה בצורכי מימון מחדש, בנוסף ל-100 מיליון דולר שכבר נמצאים בקרן תשלומי החוב.

תחזית הדירוג

הדירוג מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהפעלת מאגר לוויתן אינה צפויה להיתקל במכשולים מהותיים, ושלפרויקט יש הסכמי רכש עם מחיר רצפה על חלק סביר מקיבולת ההפקה שלו. היות שאיגרות החוב נפרעות בתשלומים חד-פעמיים, אנו צופים שיחסי הכיסוי לשירות החוב (DSCR) של הפרויקט יעלו על 1.4x בשנים הקרובות - כיום אנו חוזים DSCR מינימלי של 1.73x. התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו ליציבות ביצוא גז לירדן ולמצרים.

התרחיש השלילי
אנו עשויים להוריד את הדירוג אם תיחלש איכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA, במקרה של חוסר יציבות או סיכון לשיבושים ביצוא הגז למצרים או לירדן, או אם הפעלת הפרויקט תיתקל בבעיות הפקה, שיובילו לירידה בזמינות ולעלייה בעלויות ההפעלה, ויורידו את יחס הכיסוי המינימלי מתחת ל-1.4x. בנוסף, אנו עשויים לשנות את הנחותינו לגבי מחירי הגז אם תחול ההתדרדרות בתנאי השוק לנפט וגז, והפרויקט יתקשה למכור את קיבולת ההפקה שלו במחירים סבירים, מה שיקטין את תזרימי המזומנים ויגדיל את סיכון המימון מחדש.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם השותפות במאגר ייקחו על עצמן התחייבויות אגרסיביות להרחבתו, מה שעשוי להקטין את תזרימי המזומנים הזמינים לפירעון איגרות החוב, ולהוביל למחויבות יוצאת דופן של ניו-מד לשלם את חלקה היחסי בהוצאות חריגות.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג אינה סבירה כעת, משום שהיא תדרוש שיפור באיכות האשראי של הצדדים לעסקה המגבילים כיום את הדירוג. אנו עשויים להעלות את ה-SACP אם הפרויקט ימכור את יתרת הקיבולת שלו לצדדים שאיכות האשראי שלהם טובה יותר, מה שיצמצם את החשיפה לסיכון שוק וישפר את איכות האשראי הממוצעת המשולבת של זרם ההכנסות, ועשוי להפחית את הסיכונים ולהבטיח שמירה על DSCR המינימלי של כ-1.70x.

עדכון ביצועים

מאגר לוויתן ממשיך להציג ביצועים איתנים. הפרויקט התחיל לספק גז לשוק המקומי הישראלי בדצמבר 2019 ומייצא גז למצרים וירדן מאז התחיל לפעול. מאז, הפעילות הייתה יציבה ותואמת את הציפיות. מאז מאי 2020, עלתה הזמינות מעל 99%.

עתודות גז טבעי (100%) ברוטו

תרחיש	סוג	31 בדצמבר 2019	31 בדצמבר 2020	31 בדצמבר 2021
1P (עתודות מוכחות)	גז טבעי (BCF)	11,577.3	11,269.6	12,259.8
	קונדנסט (MMBBl)	20.8	24.8	27.0
2P (עתודות מוכחות וצפויות)	גז טבעי (BCF)	13,486.2	13,087.6	13,395.9
	קונדנסט (MMBBl)	24.2	28.8	29.5

מקור: NSAI. BCF – מיליארד רגל מעוקב. MMBL – מיליון חביות.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחיר גז ללא חוזה: $5.00 ל-MMBTU ב-2022 ו-$4.4 ל-MMBTU החל מ-2023.
- מחיר גז עם חוזה: מחירים תחת הסכמי GSPA עם רוכשים מדורגים – על פי תנאי ההסכמים.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים ההיסטוריים של המפעילה, אחרי התאמה לאינפלציה בארה"ב, כולל עלות משתנה של 0.5 דולר למיליון רגל מעוקב והוצאות תפעוליות של כ-80 מיליון דולר לשנה עבור 100% מהמאגר.

- הוצאות הוניות (capes): יתרת השקעות מתוקצבות של כ-375 מיליון דולר ב-2022 ו-100 מיליון דולר ב-2023 להשלמת הבאר החדשה וחיבורה למאגר. אין השקעות הרחבה בהמשך.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מימון מחדש של כל סדרת אג"ח במרווח הגדול ב-200 נקודות בסיס מהמרווח המקורי, באמצעות הלוואה נפרעת לשיעורין עד 31 בדצמבר 2044.

יחסים עיקריים

- DSCR מינימלי של 1.73x ב-2023 ו-DSCR ממוצע של 1.75x עד תום תקופת מימון מחדש.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- הפקה שנתית: נמוכה ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- מחיר הגז: נמוך ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלויות הפעלה ותחזוקה: עלויות הפעלה משתנות וקבועות גבוהות ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס, כולל לחץ על עלויות הביטוח.
- זמינות המאגר: נמוכה ב-5% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- הוצאות הוניות: גבוהות ב-20% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלות משוערת של מחזור החוב: כל סדרת אג"ח במרווח גבוה ב-400 נקודות בסיס.

יחסים עיקריים

- אנו מעריכים את עמידותו של הפרויקט בתרחיש קיצון כחיובית לעסקה, משום שהפרויקט יוכל לעמוד בתרחיש שלילי בלי שנזילותו תתדלדל לחלוטין ולמרות יחסי כיסוי שירות חוב נמוכים מ-1x.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שהסיכון הסביבתי הוא סיכון ה-ESG העיקרי עבור הפרויקט. אנו סבורים שהפרויקט עשוי להיות חשוף לשינויים בביקוש שעשויים להיות מושפעים הן מהתנאים הכלכליים והן משינוי בהעדפות לדלקים מאובנים. עם זאת, לקראת 2030 הפרויקט יתמוך בהפחתת פחמן בשוקי היעד שלו, ישראל, מצרים וירדן, על ידי החלפת ייצור אנרגיה באמצעות פחם. בהתחשב בחשיפה המשמעותית של הפרויקט למים עמוקים, הוא עומד בפני סיכונים סביבתיים גבוהים יותר מפרויקטים ביבשה בשל רגישותו להפרעות ולנזקים מעליית פני הים והצפות. בנוסף, ולמרות ההיסטוריה החיובית של הפרויקט, הגורמים החברתיים הם שליליים באופן מתון – פעילות בים חשופה יותר לתאונות קטלניות אך מרוחקת ממרכזי אוכלוסייה.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 8 (בסולם של '1' [הסיכון הנמוך ביותר] עד '12' [הסיכון הגבוה ביותר])
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני: קבוצת ilAA

- השפעת התרחיש השלילי על פרופיל האשראי העצמאי הראשוני: קבוצת ilAA
- מבנה החוב: קבוצת ilAA
- נזילות: ניטרלי
- השוואה לקבוצת ייחוס: קבוצת ilAA
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני מתואם לתקופת ההפעלה: קבוצת ilAA
- התאמה בגין צדדים תפעוליים לעסקה: מוגבל עד +ilA
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: קבוצת ilA

התאמות לדירוג (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- הגנה מבנית: ניטרלי
- דירוג חוב בכיר: +ilA

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה

פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה משקף את הערכתנו לגבי סיכון ההפעלה האופייני למאגרי גז, שלדעתנו מתון יחסית ('4' בסולם 'שבו '1' הוא הנמוך ביותר ו-10 הוא הגבוה ביותר). הערכתנו את חשיפת הפרויקט לסיכון שוק ולאיכות האשראי של לקוחותיו הקשורים עמו בהסכמי GSPA מהווה גורם מכריע בדירוג הראשוני של החוב.

אנו מעריכים את פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה כתואם את קבוצת 'ilA', על סמך הגורמים הבאים:

- ה-OPBA של הפרויקט הוא '8'.
- חשיפה מינימלית לסיכון משאבים, מכיוון שקיימות עתודות 1P מספיקות לכיסוי יותר מ-40 שנות הפקה.
- חשיפה לסיכון שוק, עם תנודתיות אפשרית של 15%-30% בתזרים המזומנים. אף ש-90% מתפוקת הפרויקט מכוסה על די חוזי GSPA ארוכי טווח עם סעיפי "קח או שלם" מינימליים במחיר קבוע, התומכים בתזרימי מזומנים יציבים וצפויים יחסית, אנו מניחים שרק 40% מהתפוקה מעוגנת בחוזים משום שאיננו יכולים לקבוע את איכות האשראי של תזרימי המזומנים מ-60% מהחוזים הללו.
- בתרחיש השלילי שלנו אנו מביאים בחשבון את יכולתו של הפרויקט לצמצם את ההשפעות השליליות של סיכונים תפעוליים כגון צמצום בתפוקה ועלייה בהוצאות ההפעלה והתחזוקה על תזרימי המזומנים. תזרימי המזומנים עשויים לקטון גם עקב אירועים חיצוניים כמו מחירי הברנט, אינפלציה ועלויות ביטוח, במיוחד בהתחשב בכך שהפרויקט מחזיק בנכס בודד.
- עמידות הפרויקט לתרחיש השלילי נתמכת בקרן תשלומי חוב של 100 מיליון דולר הנצברת במזומן, החשופה לסיכון מימון מחדש בכל אחד מתאריכי הפירעון של הסדרות. אף שקיימת קרן רזרבה לצבירת

כספים לפירעון כל חלות, היא מתחילה לצבור תזרימי מזומנים תפעוליים רק 12 חודשים לפני כל מועד פירעון ומוגבלת ל-150 מיליון דולר לכל היותר.

- כתוצאה מכך, פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה נשען על DSCR מינימלי של 1.73x.

צדדים לעסקה בשלב ההפעלה

- אנו רואים את הרוכשים שחתמו על הסכמי GSPA כצדדים מהותיים לעסקה. משום כך, פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה מוגבל ל-'ilA+', איכות האשראי המשוקללת של הרוכשים המדורגים שנכללו בתרחיש הבסיס שלנו.
- ניתוח הצדדים לעסקה שביצענו על Nepco משקף את דירוגה של ירדן (B+/Stable/B), שהיא הבעלים של Nepco ומספקת ערבות לפירעון התחייבויותיה על פי הסכם ה-GSPA. כללנו גם כמה מהרוכשים הישראלים, ביניהם פז בית זיקוק אשדוד בע"מ (ilA+/WatchNeg).
- אנו רואים במפעילה, שברון מדיטרניאן לימיטד (חברת בת בבעלות מלאה של .Chevron Corp), צד לעסקה שאינו ניתן להחלפה. למרות קיומם של מפעילים אחרים שביכולתם לבצע את אותם שירותים, אנו סבורים שמאפייניהם הייחודיים של הסכם הזיכיון ושל ה-JOA קשורים להתחייבויות לשברון מדיטרניאן לימיטד כמפעילה תחת חוזים אלה. בנוסף, היות שאין קרן הפעלה ותחזוקה, איננו סבורים כי קיימת גמישות פיננסית להחלפה.
- הבנק שבו מנוהל החשבון הוא הסניף של HSBC Bank PLC בתל אביב. תנאי ההחלפה המתועדים אינם תואמים את המתודולוגיה שלנו לצדדים פיננסיים לעסקה. מאידך, הדירוג הגלובלי 'A+' של צד זה לעסקה, בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית לסניפי בנקים, אינו מגביל כיום את דירוג איגרות החוב.

נזילות

- אנו מעריכים שנזילות הפרויקט היא ניטרלית, בהתחשב בקרן לתשלום חוב בהיקף של 100 מיליון דולר הצוברת מזומנים. אף שהקרן לשירות החוב אינה סטנדרטית, המשאבים מספיקים כדי לכסות יותר מתשלום ריבית חצי-שנתי אחד של סדרות האג"ח.
- בנוסף, המנפיקה צוברת מזומנים שנה לפני כל מועד תשלום קרן, באמצעות קרן רזרבה ייעודית שתשמש יחד עם הקרן לתשלום החוב ותזרימי המזומנים על מנת לפרוע את תשלומי הבולט במועדם. קרן הרזרבה לתשלום הקרן מוגבלת לסכום של 150 מיליון דולר.
- לפרויקט אין התניות פיננסיות שיכולות להוביל לאירוע כשל פירעון או לדרישה לפירעון מידי של איגרות החוב. על פי מבנה העסקה, חלוקות מוגבלות בעמידה עתידית ביחס NPV10 לחוב נטו של 1.5x (כשהערך הנוכחי הנותר מבוסס על היוון בשיעור של 10%, על פי דוח יועץ העתודות, אולם על בסיס מחירי נפט נמוכים יותר). אף שלרוב אנו מצפים ממבחני חלוקה המבוססים על 12 החודשים הבאים של ההפעלה

לאפשר תנודתיות ועונתיות של תזרימי המזומנים ולשמור אפקטיבית על מזומנים נוספים על מנת לעמוד בצורכי הנזילות של הפרויקט, אנו סבורים שמבחן החלוקה ניטרלי לדירוג.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- בהינתן הביקוש האיתן לגז טבעי באזור, אנו סבורים שהמלווים יוכלו למקסם את שיקום החוב לא באמצעות פירוק הפרויקט אלא באמצעות ארגונו מחדש.
- דירוג שיקום החוב המקדמי '1' משקף את הערכתנו לשיקום חוב של 90% בתרחיש כשל הפירעון ההיפותטי שהנחנו.
- אנו מעריכים את שווי הנכסים על פי הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים לאורך חיי המאגר הנותרים עד 2044, אז יפוג תוקפה של החזקה.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- אנו מבצעים סימולציה של ירידה של 100 מיליון דולר בהכנסות יחד עם הוצאות הוניות תזרימיות בלתי צפויות של 50 מיליון דולר.
- התדרדרות בענף הנפט והגז בשנת 2023, אז יידרש מימון מחדש של סדרת האג"ח הראשונה. חוסר יכולת להנפיק איגרות חוב חדשות עשוי להוביל לכשל פירעון.
- בתחזית שיקום החוב שלנו אנו מניחים שיישאר עדיין מודל עסקי ישים בזכות הביקוש המתמשך לגז טבעי באזור והיציבות התפעולית של הפרויקט שתתמוך ביכולתו לשמור על הסכמי ה-GSPA הקיימים.
- אנו מהוונים את תזרימי המזומנים בשארית חיי החזקה בשיעור של 10%, ומפחיתים הוצאות אדמיניסטרטיביות בשיעור של 5%.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- יתרת החוב בעת כשל הפירעון ההיפותטי (כולל ריבית צבורה חצי שנתית): 1.8 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 1.9 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגלת ל-90% (דירוג שיקום חוב של '1').

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג פרויקטים- צדדים לעסקה, 20 בדצמבר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: תנאים המאפשרים דירוג תאגיד הגבוה מדירוג המדינה שבה הוא פועל, 19 בנובמבר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה למסגרת הכללית למימון פרויקטים, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לשלב ההפעלה של פרויקט, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה למבנה העסקאות למימון פרויקטים, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג פרויקטים בתחומי הנפט והגז, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון, 20 בינואר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לערבויות, 21 באוקטובר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה, 8 במרץ, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

לוויתן בונד בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א'	ilA+\Stable	18/08/2020	29/07/2021
סדרה ב'	ilA+\Stable	18/08/2020	29/07/2021
סדרה ג'	ilA+\Stable	18/08/2020	29/07/2021
סדרה ד'	ilA+\Stable	18/08/2020	29/07/2021
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	15:20 21/07/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:20 21/07/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.