Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

25 באוגוסט 2022

עדכון דירוג

עדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל צפי לעמידה ביחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי; אשרור דירוג 'ilAA'

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, רמת גן, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

איש קשר נוסף:

Edouard Okasmaa, שטוקהולם, 46-84-405936 edouard.okasmaa@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 3
תיאור החברה 3
תרחיש הבסיס 4
נזילות 4
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 4
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 5
התאמות לדירוג 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
רשימת דירוגים 6

עדכון דירוג

עדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל צפי לעמידה ביחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי; אשרור דירוג 'ilAA'

תמצית פעולת הדירוג

- במחצית הראשונה של 2022 חל גידול של כ-54% בכמות הכוללת הנמכרת ממאגר תמר ועלייה של כ-5% במחיר הגז הממוצע בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, לצד ירידה בהיקף החוב של ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות").
- אנו מעריכים שעל אף התגברות התחרות בשל תחילת הפעלת מאגר כריש הצפויה לקראת סוף 2022, השותפות תשמור על יציבות בפרופיל העסקי והפיננסי ותציג בממוצע יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי לצד נזילות הולמת.
- אנו צופים שהיקף המכירה השנתי ב-2022-2024 יעמוד על 9-10 BCM וכי תחול עלייה מתונה במחיר הגז הטבעי. בעקבות כך, אנו מעריכים כי השותפות תציג בשנים אלו יחס מתואם תזרים מזומנים פנוי (תזרים מזומנים מתואם שוטף לאחר השקעות ודיבידנד) לחוב של כ-22% ויחס FFO (funds from operations) לחוב של 45%-50% בשנים 2022-2023 ו-50%-55% בשנת 2024.
- ב-25 באוגוסט 2022 אשררנו את הדירוג 'ilAA' לישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ועדכנו את תחזית הדירוג ליציבה משלילית. כמו כן, אשררנו את הדירוג 'ilAA' לסדרות האג"ח של השותפות.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהשותפות תשמור על מיצובה העסקי והפיננסי ב-12-24 החודשים הבאים ועל יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי, קרי, יחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים פנוי לחוב הגבוה מ-15% ויחס FFO לחוב בר קיימא של לפחות 45%, לצד נזילות הולמת.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

שינוי תחזית הדירוג של ישראמקו ליציבה משלילית נובע בעיקר מהערכתנו כי השותפות תציג בממוצע יחס מתואם תזרים מזומנים פנוי לחוב של לפחות 15% ויחס בר קיימא של FFO לחוב של 45% לפחות. הערכה זו מתבססת על סביבת מחירים יציבה יחסית על אף הצפי להתגברות התחרות בשל תחילת הפעילות של מאגר כריש הצפויה בסוף 2022 וכן על חוזים ארוכי טווח עם לקוחות עיקריים. ביולי 2022 נכנס לתוקף התיקון להסכם מול חברת החשמל לישראל בע"מ (חח"י, ilAAA/Stable/ilA-1+) ותאריך סיומו נדחה מיוני 2028 לדצמבר 2030. כמו כן, הוסכם על הגדלת כמויות הגז שיימכרו. מאידך, מחיר הגז הממוצע שתשלם חח"י לאורך תקופת ההסכם הופחת, אך קיים מנגנון הצמדה חלקי למדד המחירים לצרכן בארה"ב ונקבעו נקודות להתאמת מחיר בהמשך. כמו כן, ביולי 2022 נכנס לתוקף התיקון להסכם עם דליה אנרגיות בע"מ ותאריך סיומו נדחה מיולי 2034 ליולי 2035. גם כאן הופחתו חלק מהתעריפים כנגד הגדלת כמויות. נציין כי

תחילת הפעילות של מאגר כריש תאפשר לשותפות להגדיל את היקפי הייצוא שלה ולקזז במידה מסוימת את הלחץ השלילי הקיים על המחירים בשוק המקומי.

במחצית הראשונה של 2022 חלה עלייה של כ-70% בהכנסות השותפות בניכוי תמלוגים בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, כתוצאה מגידול של כ-54% בכמות הגז הטבעי שנמכרה (בעיקר במכירות לחח"י וללקוח במצרים) ומעלייה של כ-5% במחיר הגז הממוצע. אנו צופים שהיקף הגז הנמכר ממאגר תמר יגדל ב-4%-15% ב-2022-2023 בהשוואה ל-2021, וכי הכנסות השותפות בניכוי תמלוגים יצמחו ב-16%-19.5%.

השותפים המחזיקים במאגר תמר בוחנים אפשרות להגדלת כושר ההפקה של הפרויקט, שתדרוש מהשותפות השקעות מהותיות שאינן חלק מתרחיש הבסיס שלנו בשלב זה. אנו סבורים שאם יוחלט על השקעות אלו, הן יבוצעו על חשבון רוב חלוקות הרווחים שהנחנו בתרחיש הבסיס.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהשותפות תשמור על מיצובה העסקי והפיננסי ב-12-24 החודשים הבאים, בהתבסס על תנאי השוק הנוכחיים והביקוש לגז טבעי. אנו רואים יחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים פנוי לחוב הגבוה מ-15% ויחס FFO לחוב בר קיימא של לפחות 45% כהולמים את הדירוג הנוכחי, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

התרחיש השלילי

ננקוט פעולת דירוג שלילית אם השותפות תחרוג מהיחסים המצוינים לעיל כתוצאה מירידה בביקוש, במחירים או גידול בעלויות. השקעות או חלוקות רווחים אגרסיביות עלולות להפעיל לחץ שלילי על הדירוג. שחיקה בפרופיל הנזילות של השותפות עשוי אף הוא להוביל להורדת דירוג.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית אינה צפויה ב-12-24 החודשים הקרובים. נשקול העלאת דירוג אם יחול שיפור משמעותי בפרופיל העסקי של השותפות כתוצאה מהרחבת תיק הנכסים שלה, לדוגמה, אם השותפות תפעל לפיתוח חזקת שמשון. עם זאת, כל פעולת דירוג חיובית כתוצאה ממצב זה תתרחש רק בעוד מספר שנים ותדרוש מהשותפות לשמר את רמות המינוף שלה.

תיאור החברה

ישראמקו נוסדה ב-1989 ועוסקת בחיפוש, פיתוח והפקת נפט וגז בישראל. לשותפות החזקה של 28.75% במאגר תמר, שדה ימי של גז טבעי המספק כיום חלק ניכר מצריכת הגז בישראל. החזקתה במאגר תמר היא כיום הנכס המניב היחיד שלה. בנוסף מחזיקה השותפות 28.75% מהזכויות במאגר דלית ו-52.77% מהזכויות בחזקת שמשון. שדות אלו אינם מפותחים. ב-2021 הפיק מאגר תמר כ-8.66 BCM של גז טבעי והניב לשותפות הכנסות בניכוי תמלוגים בסך של כ-318 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- היקף מכירה שנתי של 9-10 BCM במאגר תמר בשנים 2022-2024.
- עלייה מתונה במחיר הגז הטבעי בשנתיים הקרובות.
- FFO של 170-180 מיליון דולר וירידה בהיקף החוב המתואם לכ-360 מיליון דולר.
- השקעות של כ-23 מיליון דולר ב-2022 ושל כ-44 מיליון דולר ב-2023. סכום זה אינו כולל השקעה אפשרית בהרחבת פרויקט תמר בסכומים משמעותיים בשנים הקרובות.
- חלוקת רווחים משמעותית אינה צפויה לפני שנת 2023, וגם אז רק אם השותפות לא תבצע השקעות משמעותיות בשנים הקרובות.

יחסי המינוף והכיסוי חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים פנוי לחוב של כ-22% בשנים 2022-2024.
- יחס FFO לחוב של 45%-50% בשנים 2022-2023 ו-50%-55% בשנת 2024.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של השותפות היא "הולמת". בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו לטווח הקרוב איננו מניחים פרויקטים נוספים מלבד מאגר תמר.

אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של השותפות לשימושים שלה יעלה בשנה הקרובה על 1.2x. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ב-30 ביוני 2022, יחד עם הצפי שלנו לתזרים מזומנים, להשקעות, לפירעונות החוב ולתשלומים אחרים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2022:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-80 מיליון דולר.
- FFO תזרימי בסך של כ-173 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של השותפות לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב בסך של כ-104 מיליון דולר.
- השקעות בסך של כ-34 מיליון דולר.
- תשלומים אחרים לרבות תשלומי איזון בגין שנים 2013-2016 בסך של כ-34 מיליון דולר.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי: E-4, S-2, G-2

גורמי סביבה מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של ישראמקו. בהתחשב בהשפעות של דלקי פחמן על הכלכלה והכוונות להפחתת השימוש בהם, אנו סבורים שלענף הנפט והגז השפעה סביבתית

אינהרנטית. ישראמקו עשויה להיות נתונה לסיכון של החמרת הדרישות הרגולטוריות לפיתוח מאגרים עתידיים, לצד ירידה בביקוש לדלקים נוזליים לאורך זמן.

לגורמי חברה וממשל תאגידי אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של ישראמקו.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

בשל יחסי המינוף הנמוכים, איננו מבצעים התאמה לדירוג ההנפקה בגין סיכוני נחיתות. אי לכך, אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח לדירוג המנפיק, 'ilAA'.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- 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

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA\Stable	23/04/2017	14/09/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב,ג	ilAA	12/10/2020	14/09/2021
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilAA	23/04/2017	14/09/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 25, 2022	ilAA\Stable		
ספטמבר 14, 2021	ilAA\Negative		
אפריל 23, 2017	ilAA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:55 25/08/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:55 25/08/2022		
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.