Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

15 במרץ 2023

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לאחר עדכון המתודולוגיה לדירוג פרויקטים, התחזית יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אנשי קשר נוספים:

Pablo Lutereau, מדריד, 34-914233204 pablo.lutereau@spglobal.com

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

gonzalo.cantabrana@spglobal.com

אוהד מובשוביץ, רמת גן, 972-3-7539725 ohad.movshovitz@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 5
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
עדכון ביצועים 6
תרחיש הבסיס 7
הנחות עיקריות 7
יחסים עיקריים 7
התרחיש השלילי 7

הנחות עיקריות 7
יחסים עיקריים 8
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)..... 8
קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר) 8
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה 8
צדדים לעסקה בשלב ההפעלה..... 9
צדדים מבניים לעסקה..... 10
צדדים פיננסיים לעסקה 10
נזילות 10
ניתוח שיקום חוב..... 10
שיקולים עיקריים 10
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+' לאחר עדכון המתודולוגיה לדירוג פרויקטים, התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- ב-14 בדצמבר 2022 פרסמה S&P Global Ratings מתודולוגיה מעודכנת לדירוג עסקאות מימון פרויקטים (ראו "מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים" ו"גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים").
- השלמנו את בחינת דירוגי איגרות החוב של לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "החברה") לפי הקריטריונים החדשים.
- למתודולוגיה המעודכנת אין השפעה על הערכת הפרופיל העסקי או הפיננסי של הפרויקט.
- לפיכך, ב-15 במרץ 2023 אשררנו את הדירוג 'ilA+' לחוב הבכיר המובטח שהנפיקה החברה ואת דירוג שיקום החוב שלו, '1'.
- התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שהפרויקט יפרע או ימחזר בהצלחה את סדרת אג"ח א' בהיקף של 500 מיליון דולר עד ל-30 ביוני 2023. ציפייה זו נתמכת בהשקפתנו לגבי יכולתו של הפרויקט לייצר מזומנים, לגבי יצוא הגז שלו למצרים ולירדן ולגבי ביצועיו התפעוליים האיתנים.

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 11,933.2 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-26.3 מיליון חביות של קונדנסנט נכון ל-30 בספטמבר 2022, 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 ("שברון", 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. מפעילת המאגר היא שברון, הפועלת על פי התנאים שהוגדרו בחזקה וב-JOA.

למאגר לוויתן יש הסכמי GSPA ארוכי טווח במסגרת חוזי יצוא המכסים כ-70%-80% מהפקת הגז בתרחיש 2P (רזרבות מוכחות ומסתברות), בעוד שהיתרה נמכרת ליצרני אנרגיה בישראל. מח"מ החוזים 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 תפעיל את הנכס. מאז 2013 מפעילה שברון מדיטרניאן 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 בחוזי 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, עבור 60% הנותרים אנו מניחים שהגז נמכר 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 פגיעה 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

המתודולוגיה המעודכנת שלנו למימון פרויקטים אינה משפיעה על הערכתנו לאיכות האשראי של לוויתן. ב-14 בדצמבר 2022 פרסמה S&P Global Ratings מתודולוגיה מעודכנת לדירוג עסקאות מימון פרויקטים (ראו "מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים" ו"גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים"). למתודולוגיה המעודכנת אין השפעה על הערכת הפרופיל העסקי או הפיננסי של הפרויקט.

ללוויתן מכירות גז יציבות וביצועים תפעוליים איתנים בשנת 2022. לפי הדו"ח האחרון של NSAI מינואר 2023, הפרויקט מכר כ-11.4 BCM של גז טבעי במהלך 2022, לעומת הצפי שלנו ל-8.84 BCM (עתודות 1P). מחיר הגז הממוצע המדווח נותר גבוה גם במהלך 2022: ברבעון הראשון – 5.67 דולר למיליון יחידות תרמיות בריטיות (MMBTU), ברבעון השני – 6.50 דולר ל-MMBTU וברבעון השלישי – 6.56 דולר ל-MMBTU. על פי הדוח של NSAI, ייצור תזרים המזומנים בשנת 2023 צפוי להיות כ-570 מיליון דולר על סמך עתודות 1P ו-635 מיליון דולר על סמך עתודות 2P.

נזילות הפרויקט תומכת ביכולתו לפרוע את אג"ח סדרה א' בהיקף של 500 מיליון דולר שמועד פירעונן ב-30 ביוני 2023. ללוויתן 100 מיליון דולר בקרן תשלומי החוב ו-150 מיליון דולר בקרן הרזרבה הנוסף . לזכות לווייתן עמדו גם מזומנים בהיקף של כ-14 מיליון דולר בחשבונות התפעוליים שלו נכון ל-31 בינואר 2023. ייצור המזומנים הצפוי של הפרויקט בשנת 2023, יחד עם רמות הנזילות הקיימות שלו, תומכים בהשקפתנו כי לוויתן יוכל לפרוע את תשלום הבולט הקרוב גם ללא מחזור חוב. עם זאת, טרם שינינו את הנחותינו לגבי מחזור החוב, משום שהחברה עדיין יכולה להחליט למחזר את החוב העומד לפירעון. אנו מכירים בכך שניו-מד רכשה אג"ח של לוויתן בהיקף של כ-100מיליון דולר שמועד פירעונן ביוני 2023, אך איננו מביאים זאת בחשבון בדירוג ההנפקה שלנו מכיוון שסכום החוב הכולל של לוויתן לא השתנה.

איכות האשראי של לוויתן מתבססת על יצוא הגז למצרים ולירדן. בניגוד למתחרתו הישירה, אנרג'יאן ישראל פיננס בע"מ (ilA/Stable), אנו סבורים ששווקים אלה חשובים ביותר לכדאיותו הכלכלית של לוויתן, שכן להבנתנו, הפרויקט 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 שלו במצרים (B/Stable/B), 30%-35% בירדן (B+/Stable/B) ואת ה-20%-25% הנותרים בישראל (AA-/Stable/A-1+).

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו שהפרויקט יפרע או ימחזר בהצלחה את סדרת אג"ח א' בהיקף של 500 מיליון דולר עד ל-30 ביוני 2023. הערכה זו נתמכת בהשקפתנו לגבי יכולתו של הפרויקט לייצר מזומנים, לגבי יצוא הגז היציב שלו למצרים ולירדן ולגבי ביצועיו התפעוליים האיתנים. היות שאיגרות החוב נפרעות

בתשלומים חד-פעמיים, אנו צופים שיחסי הכיסוי לשירות החוב (DSCR) של הפרויקט יעלו על 1.4x בהמשך – כיום אנו חוזים DSCR מינימלי של 1.70x. התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו ליציבות ביצוא הגז לירדן ולמצרים.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג במקרים הבאים:

- אם תחול היחלשות בהערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.
- במקרה של חוסר יציבות או סיכון לשיבושים ביצוא הגז למצרים או לירדן.
- אם הפרויקט ייתקל 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 התדרדרות בתנאי השוק לנפט וגז והפרויקט יתקשה למכור את קיבולת ההפקה שלו במחירים סבירים, מה שיקטין את תזרימי המזומנים ויגדיל את סיכון מחזור החוב.
- אם השותפות במאגר ייקחו על עצמן התחייבויות אגרסיביות להרחבת המאגר, 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 פרופיל האשראי העצמאי של הפרויקט אם הוא 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 ולהעלות את ה-DSCR המינימלי לכ-2.0x.

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 על 99%.

עתודות גז טבעי (100%) ברוטו

תרחיש	סוג	31 בדצמבר 2019	31 בדצמבר 2020	31 בדצמבר 2021	30 בספטמבר 2022
1P (עתודות מוכחות)	גז טבעי (BCF)	11,577.3	11,269.6	12,259.8	11,933.2
	קונדנסט (MMBBl)	20.8	24.8	27.0	26.3
2P (עתודות מוכחות וצפויות)	גז טבעי (BCF)	13,486.2	13,087.6	13,395.9	13,079.3
	קונדנסט (MMBBl)	24.2	28.8	29.5	28.8

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחירי גז מחוץ לחוזים: 4.0 דולר ל-MMBTU ב-2023 ואילך.
- מחיר גז מחוץ לחוזים: מחירים תחת חוזי GSPA עם צדדים שלישיים מדורגים - על פי תנאי החוזים.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים ההיסטוריים של המפעילה, מותאמים לאינפלציה בארה"ב, כולל עלות משתנה של $0.5 ל-MCF והוצאות תפעוליות בהיקף של כ-80 מיליון דולר לשנה (עבור המאגר כולו).
- הוצאות הוניות (capex): יתרת הוצאות הוניות מתוקצבות של כ-100 מיליון דולר ב-2023 לצורך סיום הרחבת המאגר.
- סכום מימון מחדש: אנו מניחים מחזור של כ-85% מהסכומים העומדים לפירעון.
- 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 1.70x ב-2023 ו-DSCR חציוני של 1.73x עד תום תקופת החוב הממוחזר.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- תפוקה שנתית: נמוכה ב-10% ביחס לתרחיש הבסיס.
- מחיר הגז: נמוך ב-10% ביחס לתרחיש הבסיס.
- עלויות הפעלה ותחזוקה: עלויות הפעלה משתנות וקבועות גבוהות ב-10% ביחס לתרחיש הבסיס, כולל לחץ ביטוחי.
- זמינות המאגר: נמוכה ב-5% ביחס לתרחיש הבסיס.

- הוצאות הוניות: גבוהות ב-20% ביחס לתרחיש הבסיס.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מרווח הגדול ב-400 נקודות בסיס לכל סדרת אג"ח.

יחסים עיקריים

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

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 4
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 8
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לשלב ההפעלה: קבוצת ilAA
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: ניטרלית
- השפעת DSCR חציוני: ניטרלית
- השפעת מבנה החוב: שלילי (-2 נוצ'ים)
- השפעת הנזילות: ניטרלית
- השפעת מחזור החוב: ניטרלית
- השפעת שינוי הערך העתידי: ניטרלית
- השפעת ניתוח הוליסטי: ניטרלית
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת הערכת צדדים לעסקה: מוגבל עד +ilA
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: קבוצת ilA

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: קבוצת ilA
- מגבלת דירוג מדינה: אין השפעה
- ערבויות אשראי מלאות: אין
- דירוג חוב בכיר: ilA+/Stable

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:

- הערכה עסקית לשלב ההפעלה - '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-85% מתפוקת הפרויקט מכוסה על די חוזי GSPA ארוכי טווח עם סעיפי "קח ושלם" מינימליים במחיר קבוע, התומכים בתזרימי מזומנים יציבים וצפויים יחסית, אנו מניחים שרק 40% מהתקופה 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 השפעותיהם של סיכונים תפעוליים כגון צמצום בתפוקה ועלייה בהוצאות ההפעלה והתחזוקה על תזרימי המזומנים. תזרימי המזומנים עשויים לקטון גם עקב אירועים חיצוניים כמו מחירי הברנט, שיעורי 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 שישנה 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 מוגבל בשל DSCR מינימלי של 1.70x.

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.
- אנו רואים במפעילה, שברון מדיטרניאן (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 כמפעילה תחת חוזים אלה. בנוסף, היות שאין קרן הפעלה ותחזוקה, איננו סבורים כי קיימת גמישות פיננסית להחלפה.

צדדים מבניים לעסקה

- אנו מביאים בחשבון את הסיכון שניו-מד היא חלק מהפרויקט תחת הלוואת הבעלים. אנו מעריכים את ניו-מד כצד מבני לא מהותי לעסקה ואיננו מגבילים את דירוג האג"ח לפי איכות האשראי של ניו-מד. זאת משום שאנו סבורים שמבנה הפרויקט ממתן את הסיכון הנובע מחדלות פירעון צולבת (cross default), ושחדלות פירעון תחת ה-JOA אינה סבירה בשלב זה.

צדדים פיננסיים לעסקה

- הבנק שבו ינוהל החשבון הוא הסניף של HSBC Bank PLC (A+/Stable/A-1) בתל אביב. אנו סבורים שבנק זה הוא צד מהותי אך ניתן להחלפה. אנו סבורים שהנהלת הפרויקט מסוגלת להגיב במקרי קיצון, ואנו סבורים שקיימת לפרויקט נזילות המאפשרת את ההחלפה. לפיכך אנו סבורים שהערכת התלות בבנקים אינה מגבילה כעת את הדירוג.

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 כל 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 מקסימלי של 150 מיליון דולר.
- לפרויקט אין התניות פיננסיות, מה שעשוי 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 שאנו מצפים בדרך כלל למנגנון עצירת חלוקות המתבסס על 12 חודשי הפעלה קדימה שיביא בחשבון עונתיות ותנודתיות בתזרים המזומנים ויהיה יעיל בשמירת המזומנים על מנת לעמוד בצורכי הנזילות של הפרויקט, אנו רואים את המנגנון המוצע בפרויקט כניטרלי.

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 '1' (90%) משקף את הערכתנו לשיקום חוב מלא 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 200 מיליון דולר בהכנסות יחד עם הוצאות תזרימיות בלתי צפויות של 120 מיליון דולר עקב הוצאות הוניות.
- התדרדרות בענף הנפט והגז בשנת 2023, אז יידרש מימון מחדש של סדרת האג"ח החדשה הראשונה. חוסר יכולת להנפיק איגרות חוב חדשות עשוי להוביל לכשל פירעון פוטנציאלי.
- בתחזית שיקום החוב שלנו אנו מניחים שייתכן 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 הזיכיון בשיעור של 10%, ומפחיתים הוצאות אדמיניסטרטיביות בשיעור של 5%.
- אנו מוסיפים ריבית צבורה חצי שנתית לחוב המוערך בעת כשל הפירעון ההיפותטי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- יתרת החוב בעת כשל הפירעון ההיפותטי (כולל ריבית צבורה חצי שנתית): 2.2 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 2.1 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגל ל 90% (שיעור שיקום חוב של '1').

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להשקעות זמניות בחשבונות של עסקאות מדורגות, 31 במאי, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לעסקאות הנתמכות על ידי סניפי בנקים, 14 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- 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
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה: גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- 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	25/07/2022
סדרה א'	ilA+\Stable	29/07/2021	25/07/2022
סדרה ב'	ilA+\Stable	18/08/2020	25/07/2022
סדרה ב'	ilA+\Stable	29/07/2021	25/07/2022
סדרה ג'	ilA+\Stable	18/08/2020	25/07/2022
סדרה ג'	ilA+\Stable	29/07/2021	25/07/2022
סדרה ד'	ilA+\Stable	18/08/2020	25/07/2022
סדרה ד '	ilA+\Stable	29/07/2021	25/07/2022
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	15:40 15/03/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:40 15/03/2023		
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.