Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

31 באוגוסט 2023

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

Pierre Gautier, פריז, 33-14-4206711 pierre.gautier@spglobal.com

תוכן עניינים

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

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- במחצית הראשונה של 2023 חלה ירידה קלה בהכנסות ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות") כתוצאה מקיטון בכמות הגז שנמכרה, אך השפעה זו קוזזה ברובה על ידי עלייה במחיר הגז הממוצע.
- להערכתנו, היקף הגז הנמכר בשנים 2023-2024 יעמוד על כ-10 BCM, בדומה ל-2022, ולא יחול שינוי משמעותי בהיקף ההכנסות. אנו סבורים שתמהיל ההכנסות במחצית השנייה של 2023 יישאר דומה לתמהיל ההכנסות במחצית הראשונה של השנה, בין היתר, לאור הקיבולת הנוכחית של מערכת ההולכה.
- אנו סבורים שבעקבות החלטת משרד האנרגיה להתיר גידול בהיקף היצוא השנתי, עלתה הסבירות שהשותפים במאגר תמר יחליטו על הגדלה נוספת של יכולת ההפקה היומית ועל שדרוג מערכת ההולכה.
- ב-31 באוגוסט 2023 אשררנו את הדירוג 'ilAA' לישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת. 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, בהתבסס על תנאי השוק הנוכחיים והביקוש לגז טבעי. אנו רואים יחס מתואם ממוצע של FFO (funds from operations) ויחס מ-15% לחוב של לפחות 45% כהולמים את הדירוג הנוכחי, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

במחצית הראשונה של 2023 חלה ירידה קלה בהכנסות השותפות בניכוי תמלוגים בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. ירידה זו נבעה מקיטון של כ-6% בכמות הגז שנמכרה בעיקר כתוצאה מעבודות תחזוקה שבוצעו בחודש מרץ ועל רקע תחילת פעילותו של מאגר כריש, אך קוזזה ברובה על ידי עלייה של כ-7% במחיר הממוצע של הגז שנמכר. העלייה במחיר הגז נבעה בעיקר מגידול חד בייצוא – כ-30% מסך הגז שנמכר במחצית הראשונה של 2023 בהשוואה לכ-15% בשנת 2022 שמחירו גבוה משמעותית ביחס לגז הנמכר לשוק המקומי.

אנו צופים שהיקף הגז הנמכר ממאגר תמר ב-2023-2024 יהיה דומה בהיקפו ל-2022 ויעמוד על כ-10 BCM, ושהכנסות השותפות בניכוי תמלוגים יצמחו ב-0.5%-1.5% בהשוואה ל-2022. תחת תרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים שב-2023-2024 לא יחול שינוי מהותי ביחס בין היקף הגז שנמכר לשוק המקומי ולגז המיוצא בהשוואה למחצית הראשונה של 2023. זאת לאור מגבלת ההפקה הנוכחית והמגבלה הפיזית שקיימת על רשת ההולכה עד להשלמת ההשקעות הנדרשות בצינור ההולכה השלישי וכן בתשתית ההולכה. אנו מעריכים שרמת המחירים

בשוק המקומי תישמר גם לאחר הפעלתו של מאגר כריש. נציין כי על אף שמחירי היצוא גבוהים משמעותית, התנודתיות בכמויות הנמכרות ובמחירים גבוהה יותר.

בהמשך להחלטת ההשקעה של שותפי תמר מדצמבר 2022 להרחיב את יכולת ההפקה היומית המרבית לכ-1.2 BCF, השותפים בוחנים כעת תוכניות להשקעות נוספות אשר יגדילו את יכולת ההפקה היומית המרבית לכ-1.6 BCF וכן תוכניות לשדרוג מערכת ההולכה ליצוא הנדרש על מנת לייצא את כמויות הגז הנוספות שיופקו. להבנתנו, החלטת השקעה סופית (FID) צפויה להתקבל עד סוף 2023, בכפוף להשלמת תכנון הנדסי והגעה להסדרים מסחריים נדרשים בקשר עם יצוא הגז. סך העלויות (100% פרויקט תמר) להרחבת יכולת ההפקה היומית ל-1.6 BCF מוערכות בכ-35 מיליון דולר ועלות שדרוג מערכת ההולכה מוערכת ב-280-350 מיליון דולר. אנו מעריכים שבעקבות החלטת משרד האנרגיה ב-23 באוגוסט 2023 להתיר לשותפי מאגר תמר להגדיל את הייצוא ב-3.5 BCM לשנה, עלתה הסבירות שהשותפים במאגר תמר יחליטו על השקעות אלה, ועל כן כללנו בתרחיש הבסיס שלנו את חלקה של ישראמקו בהשקעות הנדרשות. אנו סבורים שהשותפות תשמור על איזון בין היקף ההשקעות לבין חלוקות הרווחים וכתוצאה מכך תעמוד ביחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי.

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 של לפחות 45% כהולמים את הדירוג הנוכחי, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

התרחיש השלילי

ננקוט פעולת דירוג שלילית אם ישראמקו תחרוג מהיחסים המצוינים לעיל כתוצאה מירידה בביקוש או במחירים, מגידול בעלויות או משחיקה בפרופיל הנזילות של השותפות. השקעות גבוהות ממומנות חוב, חלוקות רווחים אגרסיביות או ירידה במעמד הדומיננטי של השותפות בשוק המקומי עשוית אף הן להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

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, למשל אם תפעל לפיתוח חזקת שמשון בהמשך לתגלית אפשרית בפרוספקט דקר. עם זאת, כל פעולת דירוג חיובית כתוצאה ממצב זה תתרחש רק בעוד מספר שנים ותדרוש מהשותפות לשמר את רמות המינוף שלה.

תיאור החברה

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת 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-2022 הסתכמה כמות הגז הטבעי שנמכרה (עבור כל שותפי תמר) בכ-10.25 BCM והניבה לשותפות הכנסות בניכוי תמלוגים בסך של כ-414 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- היקף מכירה שנתי של כ-10 BCM במאגר תמר בשנים 2023 ו-2024.
- עלייה מתונה במחיר הגז הטבעי ב-2023 וירידה קלה ב-2024.
- FFO של כ-200 מיליון דולר ב-2023 וירידה בהיקף החוב המתואם לכ-330 מיליון דולר.
- השקעות וחלוקות רווחים של 160-180 מיליון דולר ב-2023 ושל 200-210 מיליון דולר ב-2024. ההשקעות ישמשו להגדלת יכולת ההפקה לרבות שדרוג מערכת ההולכה.

יחסי המינוף והכיסוי חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים פנוי לחוב של כ-22% בשנים 2022-2025.
- יחס FFO לחוב של כ-60% בשנים 2023-2024 ו-65%-70% בשנת 2025.

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 2023, יחד עם הצפי שלנו לתזרים מזומנים, להשקעות, לפירעונות החוב ולתשלומים אחרים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2023:

- מזומן ושווה מזומן בהיקף של כ-130 מיליון דולר.
- FFO תזרימי בסך של כ-200 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של השותפות לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב בסך של כ-109 מיליון דולר.
- הוצאות הוניות בסך של כ-123 מיליון דולר.

- תשלומים אחרים בהיקף של כ-13 מיליון דולר.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

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: 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

- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- 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	25/08/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב,ג	ilAA	12/10/2020	25/08/2022
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilAA	23/04/2017	25/08/2022
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	11:53 31/08/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11:53 31/08/2023		
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.