Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

6 בנובמבר 2023

עדכון דירוג

שינוי תחזית הדירוג לשלילית על רקע עלייה בסיכונים הגיאופוליטיים

אנליסטית אשראי ראשית:

ולריה קוזנצובה, לונדון, +44-2071760864 valeriiia.kuznetsova@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

Gonzalo Cantabrana Fernandez, מדריד, 34-91-3896955

gonzalo.cantabrana@spglobal.com

Livia Vilela, מדריד, 34-91-4233181 livia.vilela@spglobal.com

Elena Anankina, לונדון, elena.anankina@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....3
תחזית הדירוג.....4
התרחיש השלילי.....4
התרחיש החיובי.....4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....4
רשימת דירוגים.....5

עדכון דירוג

שינוי תחזית הדירוג לשלילית על רקע עלייה בסיכונים הגיאופוליטיים

תמצית פעולת הדירוג

- בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהמלחמה בין ישראל לחמאס תישאר ממוקדת בעזה, ועד כה לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן בונד") לא הושפע ממנה ישירות, היות שהפרויקט ממוקם בצפון ישראל וממשיך בפעילות סדירה.
- עם זאת אנו סבורים שקיים סיכון שהסלמה נוספת של העימות תאיים על יציבות ההכנסות של הפרויקט, על סדירות פעילותו או על שלמות נכסיו.
- לפיכך עדכנו את תחזית הדירוג של איגרות החוב הבכירות המובטחות של לוויתן בונד לשלילית מיציבה ואשררנו את הדירוג שלהן, 'ilA+'.
- התחזית השלילית משקפת את העובדה שבמהלך 12 החודשים הקרובים אנו עשויים להוריד את הדירוג אם הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים של הפרויקט יתגברו וכתוצאה מכך היחסים הפיננסיים שלו יתדרדרו בחדות רבה יותר מכפי שאנו צופים כעת.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

לוויתן בונד הנפיקה איגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של 2.25 מיליארד דולר כדי לממן מחדש את חלקה בעלויות ההקמה והפיתוח של מאגר הגז לוויתן. לאחר פירעון סדרת אג"ח א' ב-2023, יתרת החוב הבכיר בפרויקט עומדת על 1.75 מיליארד דולר. זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן ניתנו לחברת האם של לוויתן בונד, ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (45.34%, לשעבר דלק קידוחים), לשברון מדיטרניאן בע"מ (39.66%) ולרציו אנרגיות בע"מ (15.00%) בחזקת הפקה עד פברואר 2044, עם אופציה להארכה. לוויתן הוא מאגר גז ימי הנמצא כ-120 ק"מ מערבית לחיפה, עם פלטפורמת ייצור הממוקמת 10 ק"מ מערבית לחוף דור. לוויתן נכנס לשלב ההפעלה המסחרית בדצמבר 2019, וכיום הוא מספק גז לישראל, למצרים ולירדן (ראו לוויתן בונד בע"מ - אשרור דירוג 'ilA+' לאחר עדכון המתודולוגיה לדירוג פרויקטים, התחזית יציבה, 15 במרץ 2023).

חוזקות

- סיכון משאבים מינימלי, ועתודות מוכחות המספיקות כדי לכסות את קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנה.
- חברת הפעלה מנוסה מאד, שברון מדיטרניאן, התומכת בהערכתנו ליציבות בהפקה ולעלויות הפעלה נמוכות (פחות מ-10% מההכנסות).

- מעמד שוק חזק וביצועים תפעוליים איתנים עד כה, שחיזקו את ייצור תזרים המזומנים של הפרויקט ואפשרו לו לפרוע איגרות חוב בסך 500 מיליון דולר ביוני 2023 ללא צורך במימון מחדש.
- נזילות מספקת לקיום הפעילות ועמידה בתשלומי שירות החוב הקרובים במקרה של הפרעה בייצור.

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.
- 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.
- לוויתן בונד יכולה להנפיק חוב נוסף בכפוף למספר תנאים, הכוללים שמירה על יחס גבוה מ-1.5x בין הערך הנוכחי הנקי בשיעור היוון של 10% (NPV10) לחוב נטו.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

התחזית השלילית משקפת את הסיכון להשפעה שלילית פוטנציאלית כתוצאה מהמלחמה בין ישראל לחמאס.

שינוי התחזית משקף בעיקר את ההסלמה המהותית בסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים שעומדים בפני ישראל בשל המלחמה המתמשכת עם חמאס ברצועת עזה. ב-24 באוקטובר 2023 שינתה S&P Global Ratings את תחזית הדירוג של מדינת ישראל לשלילית (ראו שינוי תחזית הדירוג של מדינת ישראל לשלילית). נכסיה של לוויתן בונד לא הושפעו ישירות בשלב זה מהמלחמה בין ישראל לחמאס, מכיוון שהם ממוקמים בצפון הארץ, הרחק מאזורי הלחימה. עם זאת, בימים האחרונים התרחשו גם חילופי אש בצפון, שעלולים להסלים לאירוע שיחשוף את הפרויקט לסיכונים ביטחוניים מוגברים. אנו ממשיכים לעקוב אחר הסיכון של פגיעה אפשרית בנכסי הפרויקט או של כל מגבלה אחרת על פעילותו ועל עבודות ההרחבה שלו, ושל השלכות אפשריות על היצוא (לוויתן מייצאת את רוב התפוקה למצרים ולירדן) ועל המכירות המקומיות. במקרה של הסלמה נוספת במצב הגיאופוליטי באזור, נתמקד בבחינת השלמות הפיזית של הנכסים, המשכיות הפעילות ויציבות ותזמון ההכנסות.

אשררנו את הדירוג מכיוון שהפרויקט ממשיך בפעילות סדירה, ותזרימי המזומנים שלו לא הושפעו בשלב זה.

על רקע המצב הביטחוני בדרום, משרד האנרגיה והתשתיות הפסיק זמנית את פעילות מאגר הגז תמר בשל קרבתו לרצועת עזה. להבנתנו, לשני מאגרי הגז הנותרים – לוויתן וכריש – יש לעת עתה תפוקה מספקת לצורכי האנרגיה המקומיים, יחד עם דלקים חלופיים אחרים הזמינים בישראל, והביקוש המקומי לחשמל בסתיו נמוך עונתית. הגז המיוצא למצרים עובר כעת דרך צינור פאג'ר, שעוקף את רוב האזורים בדרום המושפעים

מהמלחמה. להבנתנו, לא היו הפסקות או עיכובים בתשלומים מיצוא או מלקוחות מקומיים. ללוויתן אין חלויות חוב צפויות ב-12 החודשים הקרובים, ולפרויקט יש עתודות נזילות הולמות לכיסוי תשלומי הריבית. בנוסף לפיצוי שניתן על ידי ממשלת ישראל לפי חוק מס רכוש וקרן פיצויים, תשכ"א-1961, בגין הפסד פיזי לפי שווי שוק עקב מלחמה או טרור, יש לפרויקט כיסוי ביטוחי לסיכוני פגיעה ישירה בנכסים ונזק עקיף (אובדן הכנסות או מניעת רווחים) כתוצאה מפעולות מלחמה או טרור.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את הסיכון שהמלחמה בין ישראל לחמאס תתרחב ותשפיע על ביצועי הפרויקט. כרגע אנחנו מניחים שהעימות יישאר מרוכז בעזה ולא יימשך יותר משלושה עד שישה חודשים. אנו ממשיכים לעקוב אחר הסיכון של פגיעה אפשרית בנכסי הפרויקט או של כל מגבלה אחרת על פעילותו ועל עבודות ההרחבה שלו, ושל השלכות אפשריות על היצוא והמכירות המקומיות.

התרחיש השלילי

נשקול להוריד את דירוג החוב אם העימות יתרחב מהותית ויגביר את הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים העומדים בפני הפרויקט. נשקול הורדת דירוג ב-12 החודשים הקרובים גם אם השפעת הסכסוך על היחסים הפיננסיים של הפרויקט תתברר כמשמעותית יותר משאנו צופים כיום.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את התחזית ליציבה אם הסיכונים הנובעים מהעימות יפחתו משמעותית או שהעימות ישכך, וכתוצאה מכך יפחתו הסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים המקומיים והאזוריים ללא השלכות על היחסים הפיננסיים של הפרויקט.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: 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: 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023

רשימת דירוגים

לוויתן בונד בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב'	ilA+\Negative	18/08/2020	15/03/2023
סדרה ב'	ilA+\Negative	29/07/2021	15/03/2023
סדרה ג'	ilA+\Negative	18/08/2020	15/03/2023
סדרה ג'	ilA+\Negative	29/07/2021	15/03/2023
סדרה ד'	ilA+\Negative	18/08/2020	15/03/2023
סדרה ד '	ilA+\Negative	29/07/2021	15/03/2023

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/11/2023 06:45
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/11/2023 06:45
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

לוויתן בונד בע"מ

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.