Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

18 במרץ 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לחוב הבכיר המובטח, התחזית שלילית

אנליסטית אשראי ראשית:

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

נשות קשר נוספות:

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

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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים 3
חוזקות 4
סיכונים 4
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 4
תחזית הדירוג 6
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
עדכון ביצועים 6
עתודות גז טבעי (100%) ברוטו 7
תרחיש הבסיס 7
הנחות עיקריות 7
יחסים עיקריים 7
התרחיש השלילי 8
הנחות עיקריות 8
יחסים עיקריים 8

נזילות 8
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)..... 8
קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר) 9
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה 9
צדדים לעסקה בשלב ההפעלה..... 10
צדדים מבניים לעסקה 10
צדדים פיננסיים לעסקה 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 11

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לחוב הבכיר המובטח, התחזית שלילית

תמצית פעולת הדירוג

- למרות המלחמה בין ישראל לחמאס, לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן בונד" או "הפרויקט") ממשיך בפעילות מלאה ומייצר תזרימי מזומנים יציבים ממכירות מקומיות ומיצוא, בעיקר למצרים ולירדן.
- אנו סבורים שעדיין תיתכן התרחבות של העימות לאזור נרחב יותר, אך זה אינו חלק מתרחיש הבסיס שלנו. הסיכון להתרחבות העימות עלול לאיים על יציבות ההכנסות של הפרויקט, על סדירות פעילותו ואפילו על שלמות הנכסים.
- אף שפירעון איגרות החוב ב-2023 תומך ביחסים הפיננסיים ובנזילות של לוויתן, איכות האשראי של הלקוחות העיקריים עדיין מגבילה את דירוג הפרויקט, שכן יכולתו של לוויתן למכור לשווקים אחרים מוגבלת מאד.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות של לוויתן בונד בע"מ, ואת דירוג שיקום החוב, '1'.
- התחזית השלילית ממשיכה לשקף את האפשרות שנוריד את הדירוג במהלך 12 החודשים הקרובים אם יגברו הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ויפגעו במכירות הפרויקט בארץ ובחו"ל, ביציבות התפעולית או בשלמות הנכסים.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

לוויתן בונד הנפיק איגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של 2.25 מיליארד דולר למימון מחדש של חלקו 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. מאגר לוויתן הוא מאגר הגז הטבעי הגדול ביותר בישראל, שהתגלה ב-2010. הוא נמצא 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. לפי דוח העתודות של יועצי אנרגיה עצמאיים מחברת Netherland, Sewell & Associates Inc. (NSAI), למאגר עתודות מוכחות (1P) של 13,813.0 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-30.4 מיליון חביות של קונדנסנט נכון ל-31 בדצמבר 2022, ויכולת הפקה שנתית של 12 מיליארד מטר מעוקב (BCM).

זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן ניתנו לחברת האם של לוויתן בונד, ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת ("ניו-מד", 45.34%), לשברון מדיטרניאן בע"מ (39.66%) ולרציו אנרגיות בע"מ (15.00%) בחזקת הפקה עד פברואר 2044, עם אופציה להארכה 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 מדיטרניאן בע"מ, הפועלת על פי התנאים שהוגדרו בחזקה ובJOA-.

למאגר לוויתן יש הסכמי מכירה ורכישת גז (GSPA – gas sale purchase agreement) ארוכי טווח במסגרת חוזי יצוא המכסים כ-70%-80% מהפקת הגז בתרחיש 2P (רזרבות מוכחות וצפויות), והיתרה נמכרת ליצרני אנרגיה בישראל. מח"מ החוזים הוא 12 שנה. כמו כן, במרץ 2024 החל הפרויקט למכור קונדנסט לפז בית זיקוק אשדוד בע"מ, מה שיוצר זרם הכנסה נוסף מהשוק הישראלי.

חוזקות

- סיכון משאבים מינימלי, ועתודות מוכחות (1P) המספיקות כדי לכסות את קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנה.
- חברת הפעלה מנוסה מאד, שברון מדיטרניאן, מה שתומך בהערכתנו ליציבות בהפקה ולעלויות הפעלה נמוכות (פחות מ-10% מההכנסות) וברווחיות איתנה.
- ביצועים תפעוליים איתנים עד כה שחיזקו את ייצור תזרים המזומנים של הפרויקט ואפשרו לו לפרוע את איגרות החוב בסך 500 מיליון דולר ביוני 2023 ללא צורך במימון מחדש.
- נזילות מספקת לקיום הפעילות ולעמידה 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.
- אנו סבורים שסיכונים פוטנציאליים ליצוא למצרים (B-/Stable/B) ולירדן (B+/Stable/B) מגבילים את דירוג לוויתן. הפרויקט מוכר כיום גז למצרים ולירדן (45% ו-30%-35% מסך מכירותיו, בהתאמה, בממוצע לאורך חיי הפרויקט, לפי הנחותינו), ואם לא תחול עלייה מהותית בביקוש המקומי של ישראל, יש לו גמישות מוגבלת ואין לו תשתית למכירה לשווקים אחרים.
- 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 חובות נוספים 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

הסיכון להתפשטות המלחמה בין ישראל לחמאס לאזור רחב יותר נותר מהותי, מה שעלול להשפיע על ביצועי הפרויקט, אך הוא אינו חלק מתרחיש הבסיס שלנו. מאז פרוץ המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023, לוויתן פועל באופן מלא ללא השפעה ישירה על נכסיו. הפרויקט ממשיך לייצא גז למצרים ולירדן, ולא היו הפסקות או עיכובים בתשלומים מיצוא או מלקוחות מקומיים. הקמת צינור ההולכה התת-ימי השלישי של לוויתן

(ראו פרטים להלן בסעיף עדכון ביצועים) מתבצעת כמתוכנן ללא עיכובים מהותיים. עם זאת, המלחמה בעזה עדיין נמשכת, וחילופי אש בין חיזבאללה לישראל מתנהלים בגבול לבנון, קרוב יותר לנכסיו של הפרויקט. בהתחשב בכך, אנו סבורים שקיים עדיין סיכון להסלמה נוספת של המצב הגיאופוליטי באזור, מה שעלול לאיים מהותית על זרם הייצוא של הפרויקט במקרה של התדרדרות ביחסי ישראל עם המדינות השכנות. היציבות התפעולית של הפרויקט או אפילו על שלמותם הפיזית של נכסיו עלולים להיות מושפעים במקרה של התעצמות הפעילות הצבאית בצפון.

אנו סבורים שלפרויקט יש נזילות מספקת כדי לקיים את הפעילות ולעמוד בתשלומי שירות החוב הקרובים במקרה של שיבושים בייצור. ללווייתן אין תשלומי קרן צפויים ב-12 החודשים הקרובים, ולפרויקט יש יתרות נזילות מספיקות לכיסוי תשלומי הריבית: קרן שירות חוב ממומנת במזומן בהיקף של 100 מיליון דולר ומזומנים נוספים בחשבונות התפעוליים. לפרויקט יש כיסוי ביטוחי לסיכוני פגיעה ישירה בנכסים ונזק עקיף (אובדן הכנסות או מניעת רווחים) כתוצאה מפעולות מלחמה או טרור. זאת בנוסף לפיצוי שניתן על פי חוק מס רכוש וקרן פיצויים בישראל, תשכ"א-1961, בגין אובדן פיזי לפי שווי שוק עקב מלחמה או טרור. כמו כן, לאחר פירעון מלא של סדרת אג"ח א' בהיקף של 500 מיליון דולר ביוני 2023 חל קיטון מהותי (יותר מ-20%) בשירות החוב הכולל של הפרויקט, שהגביר את גמישותו הפיננסית ואת חוסנם של המדדים הפיננסיים במקרה של שיבוש בשל איום בטחוני (DSCR מינימלי של 2.15x לפי תרחיש הבסיס שלנו, לעומת 1.70x קודם לכן). קיטון זה הוביל אותנו לשנות את פרופיל האשראי העצמאי הראשוני לשלב ההפעלה ל-'ilaa'.

יצוא הגז למצרים ולירדן עדיין מגביל משמעותית את איכות האשראי של לוויתן. אנו סבורים ששווקים אלה חשובים ביותר לכדאיותו הכלכלית של לוויתן, שכן להבנתנו, הפרויקט אינו יכול להעביר מיידית את כל תפוקת הגז שלו למדינות אחרות. השוק המקומי של ישראל אינו מספיק כיום לקלוט במלואן את כמויות הגז שמייצר הפרויקט, ולישראל אין מפעלי הנזלה או צינורות לייצוא גז ישירות לשוק האירופי הגדול. לפיכך, שוקי היצוא הטבעי של לוויתן הם מצרים וירדן, המחוברות לישראל באמצעות צינורות גז קיימים. אנו צופים שלאורך חיי הפרויקט ימכור לוויתן בממוצע כ-45% מהגז שלו למצרים, 30%-35% לירדן ואת ה-20%-25% הנותרים בישראל (AA-/Negative/A-1+). גם ירדן וגם מצרים מציגות ביקוש איתן לגז ישראלי לכיסוי צורכיהן המקומיים, ובמקרה של מצרים גם כדי לייצר רווחים איתנים מהנזלת הגז ומכירתו לאירופה. אף שבשלב זה לא ראינו בעיות כלשהן בתשלומים עבור הגז של לוויתן, ולמרות שמחיר המכירה של הגז בדרך כלל נמוך בהרבה ממחירי הבנצ'מארק הבינלאומיים, גם ירדן וגם מצרים מתמודדות עם בעיות מקרו-כלכליות שבתרחיש השלילי עשויות להגביל את היכולת או הנכונות של הלקוחות לשלם עבור הגז המיובא באופן מלא ובזמן. שינוי מהותי בתמהיל המכירות (כגון גידול מהותי במכירות במצרים וירידה במכירות בישראל) או הרעה מהותית ביכולת הלקוחות לעמוד בהתחייבויות התשלום עשויים להשפיע משמעותית על דירוג הפרויקט.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את הסיכון שהמלחמה בין ישראל לחמאס תתרחב ותשפיע על ביצועי הפרויקט. כרגע אנחנו מניחים שהעימות יישאר מרוכז בעזה. 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

אנו עשויים להוריד את הדירוג ב-12 החודשים הקרובים במקרים הבאים:

- אם תחול התדרדרות ביחסי ישראל עם המדינות השכנות שעלול לאיים מהותית על זרם הייצוא של לוויתן, ו/או
- אם תתעצם הפעילות הצבאית בצפון באופן שיאיים על היציבות התפעולית של הפרויקט או אפילו על שלמותם הפיזית של נכסיו.

נשקול הורדת דירוג גם אם תחול היחלשות בהערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.

התרחיש החיובי

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

העלאת דירוג אינה צפויה כרגע, משום שהיא תדרוש שיפור באיכות האשראי של הצדדים לעסקה המגבילים כיום את הדירוג.

עדכון ביצועים

ביצועים תפעוליים יציבים. הפרויקט התחיל לספק גז לשוק המקומי הישראלי בדצמבר 2019 ומייצא גז למצרים וירדן מאז תחילת הפעלתו. מאז, הפעילות הייתה יציבה ותואמת את הציפיות. מאז מאי 2020, הזמינות עומדת על כ-99%.

לפי דוח של NSAI, נכון ל-31 בדצמבר 2022 יתרות הגז הטבעי הנותרות גדלו בכ-13% בתרחיש 1P ובכ-16% בתרחיש 2P בהשוואה לדוח של NSAI לשנת 2021. אחד הגורמים העיקריים לגידול מהותי שכזה היה האצת הקמת צינור ההולכה התת-ימי השלישי והוספת הקידוח הפעיל החמישי, לוויתן-8 (הקידוח הסתיים ב-2022 וההפקה החלה ביוני 2023).

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	13,813.0
	קונדנסט (MMBBl)	20.8	24.8	27.0	30.4
2P (עתודות מוכחות וצפויות)	גז טבעי (BCF)	13,486.2	13,087.6	13,395.9	15,569.2
	קונדנסט (MMBBl)	24.2	28.8	29.5	34.3

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

לוויתן ממשיך לחפש חלופות שונות לפיתוח הפרויקט, ועדכן בהתאם את תוכנית ההשקעות שלו לשנים 2023-2025. חלקה של ניו-מד בהשקעות של לוויתן בשנים 2023-2025 גדל ל-400 מיליון דולר (לפי נתוני היוון תזרים מזומנים של הפרויקט לשנת 2022). גידול זה נובע בעיקר מהכוונה לשחרר את צוואר הבקבוק במערכת הייצור הקיימת, באמצעות הקמת צינור הולכה תת-ימי שלישי מבארות ההפקה לפלטפורמה, מה שיאפשר להגדיל את הקיבולת השנתית של הפרויקט עד ל-14 BCM. העבודות צפויות להסתיים ברבעון השני של 2025, וחלקה של ניו-מד הוא כ-258 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחירי גז מחוץ לחוזים: 4.4 דולר ל-MMBTU ב-2024 ואילך.
- מחיר גז בחוזים: 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.
- הוצאות הוניות (capex, לפי נתוני היוון תזרים מזומנים של הפרויקט לשנת 2022): חלקה של ניו-מד: 150-170 מיליון דולר ב-2024, 20-30 מיליון דולר ב-2025.
- 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 2.15x ב-2025 ו-DSCR חציוני של 2.15x עד תום חיי החוב הממוחזר.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- תפוקה שנתית: נמוכה ב-15% 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

- DSCR מינימלי של 1.14x ב-2044 ו-DSCR חציוני של 1.29x.

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.

כמו כן, הפרויקט צובר 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 שעשויות 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.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- דירוג חוב בכיר: ilA+
- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 4
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 8
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לשלב ההפעלה: ilaa

- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: ניטרלית
- השפעת DSCR חציוני: אין השפעה
- השפעת מבנה החוב: שלילית (-2 נוצ'ים)
- השפעת הנזילות: אין השפעה
- השפעת מחזור החוב: ניטרלית
- השפעת שינוי הערך העתידי: לא רלוונטי
- השפעת ניתוח הוליסטי: אין השפעה
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת הערכת צדדים לעסקה: מוגבל עד +ilA
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: +ila

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- פרופיל אשראי עצמאי של הפרויקט: +ila
- תמיכה ממשלתית יוצאת דופן: לא רלוונטי
- מגבלת דירוג מדינה: ניטרלית
- ערבויות אשראי מלאות: לא רלוונטי

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 כ-'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 רצפה, 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 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.

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 הרוכשים המדורגים שנכללו בתרחיש הבסיס שלנו.
- ניתוח הצדדים לעסקה שביצענו על National Electric Power Company (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 בע"מ (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 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.

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' (95%) 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 יגיע מועד הפירעון של החוב הממוחזר לפי ציפיותינו.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- אנו מבצעים סימולציה של ירידה של 300 מיליון דולר בהכנסות יחד עם הוצאות תזרימיות בלתי צפויות של 3.5 מיליארד דולר עקב הוצאות הוניות.
- תרחיש כשל הפירעון ההיפותטי כולל התדרדרות בענף הנפט והגז בשנת 2024, שתפגע ביכולתו של לוויתן לפרוע את תשלומי הריבית ב-2024.
- 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): 1.8 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 1.76 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגל ל 95% (שיעור שיקום חוב - '1').

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

- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

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	06/11/2023
סדרה ג'	ilA+\Negative	18/08/2020	06/11/2023
סדרה ד'	ilA+\Negative	18/08/2020	06/11/2023

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	18/03/2024 13:34
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	18/03/2024 13:34
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.