Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

20 באוגוסט 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג שלילית

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.....4
תיאור החברה.....4
תרחיש הבסיס.....4
נזילות.....4
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי.....5
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות.....5
התאמות לדירוג.....5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....5
רשימת דירוגים.....6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג שלילית

תמצית פעולת הדירוג

- הכנסות ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות") היו דומות במחצית הראשונה של 2024 לאלה שנרשמו בתקופה המקבילה אשתקד, לאחר שעלייה קלה בכמות הגז הנמכר קיזזה ירידה קלה במחיר הממוצע.
- אנו מעריכים כי כמות הגז הנמכר תגדל בשנים 2024-2025 ל-10-11 BCM מכ-9.12 BCM ב-2023, מה שיוביל לעלייה חדה בהכנסות. אנו סבורים שתמהיל ההכנסות במחצית השנייה של 2024 יישאר דומה לתמהיל ההכנסות במחצית הראשונה של השנה, בין היתר לאור הקיבולת הנוכחית של מערכת ההולכה.
- אנו סבורים שבעקבות החלטת משרד האנרגיה מאוגוסט 2023 להתיר גידול בייצוא השנתי, קיימת סבירות גבוהה שהשותפים במאגר תמר יחליטו על שדרוג מערכת ההולכה, ועל כן הבאנו בחשבון השקעות אלה בתרחיש הבסיס שלנו.
- ב-20 באוגוסט 2024 אשררנו את הדירוג 'ilAA' לישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת, ואת הדירוג 'ilAA' לסדרות האג"ח של השותפות.
- התחזית השלילית משקפת את הסיכון להשבתה נוספת של הפקת הגז ממאגר תמר עקב המלחמה המתמשכת בין ישראל לחמאס והסיכון להתפשטות המלחמה לזירות נוספות. השבתה כזו תשפיע מיידית על ההכנסות ותזרימי המזומנים של השותפות, כפי שקרה בהשבתה הקודמת באוקטובר 2023. השבתת ההפקה עשויה להיות אמצעי זהירות של המדינה כפי שארע באוקטובר או תוצאה של נזק למתקן ההפקה במקרה של התקפה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הכנסות השותפות בניכוי תמלוגים במחצית הראשונה של 2024 היו דומות להכנסותיה בתקופה המקבילה אשתקד, היות שעלייה קלה בכמות הגז הנמכר קיזזה ירידה קלה במחיר הממוצע. נציין כי ברבעון השני של 2024 חלה השבתה מתוכננת של ההפקה למשך כ-12 יום לצורך עבודות תחזוקה. כמות הגז שיוצאה ממאגר תמר במחצית הראשונה של 2024 גדלה בכ-6.4% בהשוואה למחצית הראשונה של 2023 ועמדה על 1.65 BCM, כ-34% מסך הגז שהופק, בעוד שהכמות שנמכרה לשוק המקומי ירדה בכ-2.4% ל-3.25 BCM.

אנו צופים שהיקף הגז הנמכר ממאגר תמר יגדל בהדרגה ויעמוד על 10-11 BCM ב-2024-2025, ושהכנסות השותפות בניכוי תמלוגים יצמחו ב-2024 בכ-7% לאחר ירידה של כ-8% ב-2023 בעיקר בעקבות השבתה של המאגר. ב-2025 אנו צופים עלייה נוספת של כ-17% בהכנסות השותפות בעקבות גידול בהפקה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שב-2024-2025 לא יחול שינוי מהותי בשיעור הגז המיוצא, לאור מגבלת ההפקה

הנוכחית והמגבלה הפיזית על רשת ההולכה עד להשלמת ההשקעות הנדרשות בצינור ההולכה השלישי ובתשתית ההולכה. נציין כי על אף שמחירי היצוא גבוהים משמעותית ממחירי הגז הנמכר בארץ, התנודתיות בכמויות הנמכרות ובמחירים גבוהה יותר.

בהמשך להחלטות השותפים בתמר מדצמבר 2022 ופברואר 2024 לבצע השקעות על מנת להגדיל את התפוקה היומית המרבית במאגר לכ-1.6 BCF, השלמת השלב הראשון של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים במתקן הקבלה באשדוד צפויים להסתיים במחצית הראשונה של 2025. העלות הכוללת של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים נאמדת ב-630 מיליון דולר, מתוכם הושקעו כ-333 מיליון דולר עד ל-30 ביוני 2024. בנוסף, החלטת השקעה סופית (FID) לשדרוג מערכת ההולכה מחוץ לישראל על מנת לייצא את כמויות הגז הנוספות שיופקו צפויה להתקבל עד סוף הרבעון השלישי של 2024, בכפוף להגעה להסדרים מסחריים נדרשים בקשר עם יצוא הגז. כמו כן פועלים השותפים בתמר לקבלת החלטת השקעה סופית לשדרוג מערכת ההולכה הארצית. החלטה זו צפויה להתקבל ברבעון הראשון של 2025. העלות הכוללת של ההשקעות בשדרוג מערכות ההולכה עבור כלל השותפים בפרויקט תמר נאמדת ב-350 מיליון דולר. אנו מעריכים שבעקבות החלטות משרד האנרגיה מאוגוסט ודצמבר 2023 להתיר לשותפים במאגר תמר להגדיל את הייצוא ב-4 BCM נוספים לשנה, קיימת סבירות גבוהה שהחלטות אלה יתקבלו, 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.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו הורדת דירוג מדינת ישראל ל-'A+' מ-'AA-', התחזית שלילית, 18 באפריל 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את הסיכון להשבתה נוספת של הפקת הגז ממאגר תמר עקב המלחמה המתמשכת בין ישראל לחמאס והסיכון להתפשטות המלחמה לזירות נוספות. השבתה כזו תשפיע מיידית על ההכנסות ותזרימי המזומנים של השותפות, כפי שקרה בהשבתה הקודמת באוקטובר 2023. השבתת ההפקה עשויה להיות אמצעי זהירות של המדינה כפי שארע באוקטובר או תוצאה של נזק למתקן ההפקה במקרה של התקפה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם נעריך שהשותפות תחרוג לאורך זמן מהיחסים הפיננסיים שאנו סבורים שהולמים את הדירוג הנוכחי, קרי, יחס ממוצע FFO (funds from operations) לחוב של לפחות 45% ויחס ממוצע מתואם של תזרים מזומנים חופשי (תזרים מזומנים שוטף לאחר הוצאות הוניות) לחוב הגבוה מ-25%.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם נעריך שהתגבר הלחץ על פרופיל הנזילות של השותפות, למשל בעקבות השקעות משמעותיות הממומנות בחוב או חלוקת רווחים אגרסיבית. היחלשות הדומיננטיות של השותפות בשוק המקומי עשויה גם היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

נשנה את תחזית הדירוג חזרה ליציבה אם נעריך כי הסיכונים הביטחוניים פחתו משמעותית והשבתה נוספת אינה צפויה, היות שתמר הוא המקור היחיד לתזרימי מזומנים עבור ישראמקו.

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-2023 הסתכמה כמות הגז הטבעי שנמכרה (עבור כל השותפים בתמר) בכ-9.12 BCM, מתוכם כ-6.57 BCM לשוק הישראלי, והיא הניבה לשותפות הכנסות בניכוי תמלוגים בסך של כ-382 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- היקף מכירה שנתי של כ-9.7 BCM ב-2024 וכ-11.4 BCM ב-2025
- עלייה מתונה במחיר הגז הטבעי ב-2024 וירידה קלה ב-2025.
- FFO של כ-200 מיליון דולר ב-2024-2025, חוב מתואם של כ-400 מיליון דולר ב-2024 ו-370-380 מיליון דולר ב-2025. נציין כי איננו מנכים מזומן מן החוב המתואם.
- השקעות וחלוקות רווחים של 205-220 מיליון דולר ב-2024 ו-155-170 מיליון דולר ב-2025. ההשקעות ישמשו בין היתר להגדלת קיבולת ההפקה, לרבות שדרוג מערכות ההולכה.

יחסי המינוף והכיסוי חזויים להיות כדלקמן:

- יחס ממוצע FFO לחוב של כ-53% בשנים 2024-2026.
- יחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים חופשי לחוב של כ-28% בשנים 2024-2026.

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 על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2024. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ב-30 ביוני 2024, יחד עם הצפי שלנו לתזרים מזומנים, להשקעות, לפירעונות החוב ולתשלומים אחרים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2024:

- מזומן ושווה מזומן בהיקף של כ-54 מיליון דולר.
- מסגרות אשראי חתומות בהיקף של 100 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-110 מיליון דולר.
- הוצאות הוניות בסך של 100-110 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 (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלי (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011

- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- 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

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת	דירוג		תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק				
טווח ארוך		ilAA\Negative	23/04/2017	07/11/2023
דירוג(י) הנפקה				
חוב בכיר מובטח				
סדרה ב'		ilAA	12/10/2020	07/11/2023
סדרה ג'		ilAA	12/10/2020	07/11/2023
חוב בכיר בלתי מובטח				
סדרה א		ilAA	23/04/2017	07/11/2023
היסטוריית דירוג המנפיק				
טווח ארוך				
נובמבר 07, 2023		ilAA\Negative		
אוגוסט 25, 2022		ilAA\Stable		
ספטמבר 14, 2021		ilAA\Negative		
אפריל 23, 2017		ilAA\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	20/08/2024 16:09
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	20/08/2024 16:09
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.