Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

17 באוגוסט 2025

עדכון דירוג

עדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בעקבות פעילות רציפה של מאגר תמר; אשרור דירוג 'ilAA'

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

סיון מסילתי 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....2
תחזית הדירוג.....3
התרחיש השלילי.....3
התרחיש החיובי.....3
תיאור השותפות.....4
תרחיש הבסיס.....4
נזילות.....4
ניתוח התניות.....5
התאמות לדירוג.....5
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי.....5
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות.....5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....5
רשימת דירוגים.....6

תמצית פעולת הדירוג

- הכנסות ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות") בניכוי תמלוגים צמחו בכ-12.5% ב-2024, בעיקר בשל פעילות רציפה של ההפקה לאחר השבתה של כחודש באוקטובר 2023 עם פרוץ המלחמה. בנוסף חלה עלייה במחיר המכירה הממוצע בעקבות עלייה בהיקף הגז המיוצא למצרים, הנמכר במחירים גבוהים יותר.
- אנו צופים כי ב-2025 היקף ההפקה ממאגר תמר יעמוד על כ-10.0 BCM, בדומה ל-2024, וכי המחיר הממוצע יהיה נמוך יותר. כתוצאה מכך אנו צופים קיטון בהכנסות וב-FFO (funds from operations). ב-2026 אנו צופים צמיחה חדה בהכנסות, לאחר השלמת השלב הראשון של פרויקט הרחבת יכולת ההפקה.
- בהתאם לכך, ב-17 באוגוסט 2025 אשררנו את דירוג המנפיק ואיגרות החוב של ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת, 'ilAA', ועדכנו את תחזית הדירוג ליציבה.
- 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 FFO לחוב של לפחות 45% ויחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים חופשי לחוב הגבוה מ-25% כהולמים את הדירוג, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

שינוי תחזית הדירוג של ישראמקו ליציבה נובעת מהערכתנו שעל אף הסיכונים הביטחוניים המתמשכים כתוצאה מהמלחמה, קטנה הסבירות להשבתה נוספת של הפקת הגז ממאגר תמר. הערכתנו זו מבוססת על העובדה שהפקת הגז נמשכה כסדרה גם במהלך המלחמה בין ישראל לאיראן והעובדה שההפקה נמשכת בעקביות כבר כמעט שנתיים.

הכנסות השותפות בניכוי תמלוגים צמחו בכ-12.5% ב-2024, בעיקר כתוצאה מפעילות רציפה של ההפקה לאחר השבתה של כחודש באוקטובר 2023 עם פרוץ המלחמה. בנוסף חלה עלייה במחיר המכירה הממוצע בעקבות עלייה בהיקף הגז המיוצא למצרים, הנמכר במחירים גבוהים יותר. הכנסות השותפות ברבעון הראשון של 2025 קטנו מעט בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, הן בעקבות ירידה מתונה בכמות הגז שנמכרה והן בעקבות ירידה במחיר המכירה הממוצע שהושפע מירידת מחיר הנפט. נציין כי היקף יצוא הגז ממאגר תמר ממשיך לעמוד על כ-38% מסך ההפקה. בהסתכלות קדימה, אנו מעריכים כי עודף היצע מתמשך והתמתנות בביקוש הגלובלי צפויים להמשיך להפעיל לחץ כלפי מטה על מחירי הנפט, מה שעשוי למתן את הצמיחה בהכנסות שהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו ל-2026.

בעקבות הירידה במחיר הממוצע אנו צופים קיטון בהכנסות ב-2025. ב-2026, לעומת זאת, אנו צופים צמיחה חדה של 20%-25% בהכנסות כתוצאה מהגידול המתוכנן בכושר ההפקה. בתרחיש הבסיס שלנו ל-2025 אנו

מניחים ששיעור הגז המיוצא יישאר דומה בשל מגבלות רגולטוריות ובשל צוואר בקבוק ברשת ההולכה, הצפוי להימשך עד להשלמת שדרוגי התשתית המתוכננים ובפרט הקמת צינור הולכה שלישי. בעוד שמחירי היצוא גבוהים ממחיר הגז הנמכר בשוק המקומי, הם גם תנודתיים יותר, וכמוהם גם הכמויות הנמכרות.

בהמשך להחלטות השותפים בתמר בדצמבר 2022 ובפברואר 2024 לבצע השקעות על מנת להגדיל את התפוקה היומית המרבית במאגר לכ-1.6 BCF, נאמדת העלות הכוללת של פרויקט ההרחבה ושדרוג המדחסים ב-673 מיליון דולר, מתוכם הושקעו כ-557 מיליון דולר (כ-160 מיליון דולר חלק השותפות) נכון ל-31 במרץ 2025. כמו כן, בעקבות החלטות משרד האנרגיה באוגוסט ובדצמבר 2023 להתיר לשותפים במאגר תמר להגדיל את היצוא ב-4 BCM לשנה, קיבלו השותפים החלטת השקעה סופית (FID) בפרויקט שדרוג מערכות ההולכה ליצוא הנדרש לצורך ייצוא כמויות גז נוספות. המועד המשוער להשלמת פרויקט שדרוג מערכת ההולכה מחוץ לישראל הוא המחצית השנייה של 2026 והעלות מוערכת היא כ-350 מיליון דולר (51 מיליון דולר חלק השותפות). אנו סבורים שהשותפות תשמור על איזון בין היקף ההשקעות לבין חלוקות הרווחים וכתוצאה מכך תציג יחסים ההולמים את הדירוג.

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 FFO לחוב של לפחות 45% ויחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים חופשי לחוב הגבוה מ-25% כהולמים את הדירוג, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם נעריך שישראמקו תחרוג מהיחסים המצוינים לעיל כתוצאה מירידה בביקוש או במחירים, מגידול בעלויות או משחיקה בפרופיל הנזילות. השקעות גבוהות ממומנות בחוב, חלוקות רווחים אגרסיביות או ירידה במעמד הדומיננטי של השותפות בשוק המקומי עשוית אף הן להפעיל לחץ שלילי על הדירוג. נשקול פעולת דירוג שלילית גם אם נעריך שחלה עלייה מחודשת בסיכונים הביטחוניים, שעשויים להביא להשבתה של ההפקה כאמצעי זהירות של המדינה.

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 בקידוח דקר. עם זאת, כל פעולת דירוג חיובית כתוצאה ממצב זה תתרחש רק בעוד מספר שנים ותדרוש מהשותפות לשמר את רמות המינוף שלה.

תיאור השותפות

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-2024 הסתכמה כמות הגז הטבעי שמכר מאגר תמר בכ-10.09 BCM, מתוכם כ-6.68 BCM לשוק הישראלי, והיא הניבה לשותפות הכנסות בניכוי תמלוגים בסך של כ-430 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- הפקה שנתית של כ-10.0 ב-2025 ו-12.0-12.5 BCM ב-2026.
- ירידה קלה במחיר הגז הטבעי ב-2025 ועלייה מתונה ב-2026.
- FFO של 185-195 מיליון דולר ב-2025 ו-195-205 מיליון דולר ב-2026.
- חוב מתואם של 430-450 מיליון דולר ב-2025-2026. נציין כי איננו מנכים מזומן מן החוב המתואם.
- השקעות וחלוקות רווחים של 220-230 מיליון דולר ב-2025 ו-190-200 מיליון דולר ב-2026. ההשקעות ישמשו בין היתר להגדלת קיבולת ההפקה, לרבות שדרוג מערכות ההולכה.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי המינוף והכיסוי חזויים להיות כדלקמן:

- יחס FFO לחוב ממוצע של כ-45% בשנים 2025-2027.
- יחס מתואם ממוצע תזרים מזומנים חופשי לחוב של 25%-27% בשנים 2025-2027.

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 באפריל 2025. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ב-31 במרץ 2025, יחד עם הצפי שלנו לתזרים מזומנים, להשקעות, לפירעונות החוב ולתשלומים אחרים. נציין כי בעת חישוב הנזילות של השותפות לא החשבנו חלוקות רווחים שלא הוכרזו על ידה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים של כ-105 מיליון דולר. • מסגרות אשראי פנויות חתומות לתקופה בהיקף של כ-100 מיליון דולר. • FFO תזרימי בהיקף של 185-195 מיליון דולר. • הלוואה בהיקף של 40 מיליון דולר שנלקחה ברבעון השני.	• חלויות שוטפות של כ-113 מיליון דולר. • הוצאות הוניות (capex) של 110-120 מיליון דולר. • רווחים שחולקו בהיקף של 70 מיליון דולר ביוני.

ניתוח התניות

לשותפות מספר התניות פיננסיות כלפי בעלי איגרות החוב, בנקים ומוסדות פיננסיים. להבנתנו, לשותפות מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות ואנו צופים כי היא תשמור על מרווח הולם בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

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

בהינתן הפרופיל הפיננסי של השותפות, אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא המובטח לדירוג המנפיק.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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, 7 ביולי, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

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	20/08/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב'	ilAA	12/10/2020	20/08/2024
סדרה ג'	ilAA	12/10/2020	20/08/2024
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilAA	23/04/2017	20/08/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 17, 2025	ilAA\Stable		
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	17/08/2025 13:06
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17/08/2025 13:06
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.