Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

20 באוקטובר 2025

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' לחוב הבכיר והוצאתו מרשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל ביצועים תפעוליים איתנים וירידה במינוף

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אנשי קשר נוספים:

Elena Anankina, CFA, לונדון, 44-7785466317 elena.anankina@spglobal.com

Amit Sharma, לונדון, 7977690968 amit.sharma7@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 3
חוזקות עיקריות 4
סיכונים עיקריים 4
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 5
תחזית הדירוג 6
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 7
עדכון ביצועים 7
עתודות גז טבעי (100%) ברוטו 7
תרחיש הבסיס 8
הנחות עיקריות 8
יחסים עיקריים 8
התרחיש השלילי 8
הנחות עיקריות 8
יחסים עיקריים 8

נזילות 9
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)..... 9
קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר) 10
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה 10
צדדים לעסקה בשלב ההפעלה..... 11
ניתוח שיקום חוב..... 11
שיקולים עיקריים 11
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי..... 11
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 12
מאמרים נוספים 12
רשימת דירוגים 13

תמצית פעולת הדירוג

- לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "הפרויקט") ממשיך להציג ביצועים תפעוליים איתנים. הפירעון המלא של איגרות חוב בסך 600 מיליון דולר בשנת 2025 (ללא צורך במחזור חוב) הפחית משמעותית את החוב ואת סיכון שירות החוב של הפרויקט.
- לוויתן הודיע על הרחבה מהותית של הסכם היצוא שלו עם מצרים (עד 11.9-12.9 מיליארד מטר מעוקב [BCM] בשנה), דבר המשקף הזדמנויות יצוא מתרחבות למרות הסכסוך הגיאופוליטי המתמשך באזור. אף שקיימת אי ודאות לגבי ההוצאות ההוניות והמימון הנוספים הנדרשים להרחבה זו, כמו גם לגבי חלקן של המכירות למצרים בתמהיל ההכנסות של הפרויקט, אנו מעריכים כי תזרים המזומנים החזק של הפרויקט מספק כרית פיננסית איתנה.
- לפיכך, ב-20 באוקטובר 2025 אשררנו את דירוג החוב הבכיר שהנפיק לוויתן בונד בע"מ, 'ilA+', ואת דירוג שיקום החוב שלו, '1', והוצאנו את הדירוג מרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות.
- התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שלוויתן יציג ביצועים תפעוליים יציבים ויציבות ביצוא הגז למצרים ולירדן למרות הסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים האזוריים. אנו מניחים כי ההוצאות ההוניות הנוספות הנדרשות עבור עבודות ההרחבה לא יעלו על 2.4 מיליארד דולר (לכל השותפות במאגר) וימומנו מתזרימי המזומנים הפנויים לשירות החוב (CFADS) של הפרויקט ומנטילה מתונה של חוב, שהיא כבר חלק מתרחיש הבסיס שלנו. אנו צופים גם שתלותו של שירות החוב של הפרויקט ביצוא למצרים לא תגדל.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

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 איגרות החוב שמועד פירעונן חל ב-2023 וב-2025, יתרת הקרן של איגרות החוב של לוויתן בונד עומדת על 1.15 מיליארד דולר. מאגר לוויתן הוא מאגר גז טבעי הנמצא מול חופי ישראל. הוא התגלה ב-2010 והוא מאגר הגז גדול ביותר בישראל. מאגר לוויתן 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 13,116.6 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-28.9 מיליון חביות של קונדנסט נכון ל-31 בדצמבר 2024, (לפי הסטנדרטים של Petroleum Resources Management System - PRMS) ויכולת הפקה שנתית של 12 מיליארד מטר מעוקב (BCM) שתגדל ל-14 BCM לאחר השלמת קו האיסוף השלישי.

זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן ניתנו לחברת האם של לוויתן בונד, ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת (45.34%), לשברון מדיטרניאן בע"מ (39.66%) ולרציו אנרגיות בע"מ (15.00%) בחזקת הפקה עד פברואר 2044 עם אופציה להארכה של עד 20 שנה אם תימשך ההפקה 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, הפועלת על פי התנאים שהוגדרו בחזקה ובJOA-.

למאגר לוויתן יש הסכמי GSPA 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. בנוסף, במרץ 2024 החל לוויתן למכור קונדנסט לבית זיקוק אשדוד בע"מ, ובכך ייצר תזרים הכנסה נוסף מהשוק הישראלי.

חוזקות עיקריות

- סיכון משאבים מינימלי, ועתודות מוכחות (1P) 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) וברווחיות איתנה.
- ביצועים תפעוליים איתנים עד כה שהגדילו את ייצור תזרים המזומנים של הפרויקט ואפשרו לו לפרוע את איגרות החוב בסך 500 מיליון דולר שמועד פירעונן חל ביוני 2023 ואת איגרות החוב בסך 600 מיליון דולר שמועד פירעונן חל ביוני 2025 ללא צורך במחזור חוב.
- יחסים פיננסיים איתנים, כולל יחס כיסוי שירות חוב (DSCR) מינימלי של 2.46x, ונזילות מספקת כדי לעמוד בתשלומי שירות החוב הקרובים, גם בהתחשב בהוצאות ההוניות הנוספות הכרוכות בהרחבה ואפילו במקרה של שיבוש זמני בהפקה.

סיכונים עיקריים

- סיכונים ביטחוניים גבוהים עקב המצב הגיאופוליטי הלא יציב באזור, למרות הפסקת האש בעזה המהווה גורם חיובי. כפרויקט אנרגיה אסטרטגי עם נכס יחיד, לוויתן עלול להיות חשוף יותר לסיכונים ביטחוניים בהשוואה לחברה ישראלית ממוצעת.
- החשיפה למצרים (B/Stable) ולירדן (BB-/Stable) כלקוחות מרכזיים מהווה את המגבלה העיקרית על לוויתן, כי אם לא תחול עלייה מהותית בביקוש המקומי לגז, גמישותו של הפרויקט מוגבלת, ואין לו תשתית למכור לשווקים אחרים. אנו מניחים שבמהלך חיי הפרויקט הוא ימכור בממוצע כ-45%-50% מהגז למצרים ו-30%-35% לירדן, לא כולל הרחבה פוטנציאלית של היצוא למצרים.
- קיימת אי ודאות לגבי ההרחבה שהוכרזה לאחרונה, כולל סכום ההוצאות ההוניות ולוח הזמנים שלה, דרישות המימון וחלקו של היצוא למצרים בתמהיל המכירות בטווח הארוך.

- 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.
- מבנה העסקה של לוויתן מאפשר לה להנפיק חוב נוסף בכפוף למספר תנאים, הכוללים שמירה על יחס גבוה מ-1.5x בין הערך הנוכחי הנקי בשיעור היוון של 10% לחוב נטו.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אשרור הדירוג והוצאתו מרשימת מעקב משקפים את היסטוריית הביצועים האיתנים של הפרויקט, ללא השפעה מהותית על הנכסים ועל תזרימי המזומנים מאז פרוץ המלחמה עם חמאס. ביוני 2025 הכנסנו את דירוגי החוב לרשימת מעקב בשל התגברות הסיכונים הביטחוניים וההשבתה הזמנית של ההפקה בלוויתן בהתאם להנחיות הממשלה. אולם ההפקה חודשה לאחר 11 יום ללא כל השפעה מהותית על הפעילות, והפרויקט פרע במלואן את חלויות הבולט שלו בסך 600 מיליון דולר. להבנתנו, מתחילת העימות לא היו הפסקות או עיכובים בתשלומים מיצוא או מלקוחות מקומיים. אנו ממשיכים לסבור שלפרויקט יש נזילות מספקת כדי לכסות את ההוצאות התפעוליות ושירות החוב, גם במהלך שיבושים קצרי-טווח. לפרויקט אין חלויות חוב צפויות ב-12 החודשים הקרובים, ויש לו יתרות נזילות הולמות לכיסוי תשלומי הריבית. להבנתנו, לפרויקט יש גמישות מספקת כדי לדחות עבודות תחזוקה והוצאות הוניות לא מהותיות במידת הצורך. השבתות קצרות-טווח כתוצאה מסיכונים ביטחוניים ייחשבו כאירוע כוח עליון במסגרת הסכמי אספקת ורכישת הגז, דבר המפחית את הסיכון לקנסות אפשריים מצד הלקוחות. בשלב זה איננו מניחים השבתות ממושכות של הפרויקט או פגיעה ישירה בנכסיו בשום תרחיש, ואם יהיו כאלה נשקול לשנות את הדירוג. אנו ממשיכים לעקוב אחר הסיכון לפגיעה בנכסי הפרויקט או לכל מגבלה אחרת על פעילותו, כמו גם להשלכות אפשריות על היצוא ועל המכירות המקומיות. במקרה של הסלמה נוספת באזור, נתמקד בבחינת השלמות הפיזית של הנכסים, המשכיות הפעילות, יציבות הפרויקט ותזמון ההכנסות.

הפירעון המלא של איגרות חוב בסך 600 מיליון דולר ב-2025 מחזק משמעותית את היחסים הפיננסיים של הפרויקט ואת המרווח הפיננסי שלו, למרות המצב הביטחוני התנודתי המתמשך באזור. לאחר פירעון איגרות החוב שמועד פירעונן חל ב-2023 וב-2025, החוב של הפרויקט פחת משמעותית - יתרת הקרן של איגרות החוב עומדת על 1.15 מיליארד דולר (כ-51% מהחוב המקורי). הדבר שיפר באופן מהותי את היחסים הפיננסיים של הפרויקט, והביא ל-DSCR מינימלי של 2.46x בהשוואה ל- 2.18x בתרחיש הבסיס הקודם שלנו. מאחר שתשלום הקרן הבא (תשלום בולט של 600 מיליון דולר) צפוי ביוני 2027, אנו סבורים שהפרויקט נמצא במצב שבו יוכל לעמוד בקלות בתשלומי הריבית החצי-שנתיים הקרובים (כ-38 מיליון דולר) בהתחשב בגודל תזרים המזומנים הצפוי הזמין לשירות חוב (כ-120-160 מיליון דולר בתרחיש הבסיס שלנו).

הרחבת הסכם הייצוא למצרים ב-130 BCM (כלומר, השלב השני של הרחבת הסכם היצוא או שלב 1B של הפרויקט) מראה שהמלחמה לא פגעה באינטרס החזק של הלקוחות לרכוש גז מישראל, אך מובילה לאי-

ודאות לגבי היקף ההוצאות ההוניות הנוספות, עיתוין ומימונן, ומגדילה את החשיפה של הפרויקט למצרים.
ב-7 באוגוסט 2025, חתמה לוויתן על תיקון להסכם הייצוא שלה עם מצרים, הכולל אופציה להגדלת הנפח הכולל ב-130 BCM או בכ-11.9-12.9 BCM בשנה, בכפוף לתנאים מסוימים. בהתחשב במצב הגיאופוליטי ההפכפך המתמשך באזור, אנו סבורים שנכונותה של מצרים לחתום על התיקון היא סימן חיובי של התחייבותה המתמשכת לרכוש גז בישראל, הנתמכת בשיקולים כלכליים איתנים. בהתחשב בצורכי הגז המקומיים הגבוהים של מצרים וביצוא הגז הטבעי הנוזלי, אנו סבורים כי היצוא של לוויתן למדינה יימשך למרות הסכסוך המתמשך. בה בעת, היות שהרחבה כזו עשויה להכפיל את התפוקה השנתית של הפרויקט, יידרשו השקעות משמעותיות שעשויות להפחית משמעותית את תזרימי המזומנים הזמינים לפירעונות החוב הקרובים ב-2027 וב-2030.
בשלב זה היקף ועיתוי ההוצאות ההוניות הנוספות אינם ודאיים, ועדיין לא ברור אם הפרויקט יידרש להנפיק חוב נוסף מעבר לתרחיש הבסיס שלנו או להנפיק הון ,על מנת לממן את העבודות. איננו צופים כי ההוצאות ההוניות הנוספות הנדרשות עבור עבודות ההרחבה יעלו על 2.4 מיליארד דולר (לכל השותפות במאגר)ואנו מניחים כי הן ימומנו מה-CFADS ומנטילה מתונה של חוב, שהיא כבר חלק מתרחיש הבסיס שלנו. להבנתנו, פעילות הפלטפורמה הקיימת לא תושפע משמעותית מעבודות ההרחבה, הוצאות הוניות נוספות יהיו קשורות בעיקר לקידוח בארות נוספות, עבודות תת-ימיות ועבודות לא משמעותיות על הפלטפורמה, והמכירות במסגרת שלב 1B יתחילו בסביבות 2029. אולם להבנתנו, החלטת השקעה סופית (FID) לגבי הרחבה זו, כולל פרטי ההוצאות ההוניות והמימון, צפויה במחצית השנייה של 2025. על מנת לשקף את האי-ודאות הזאת, יישמנו התאמה הוליסטית שלילית (-1 רמת דירוג) ל-SACP של שלב ההפעלה. ההתאמה ההוליסטית השלילית משקפת גם את האי ודאות לגבי עלייה אפשרית בתלות של שירות החוב ביצוא למצרים, שעשויה להשפיע על הערכתנו לגבי חשיפת הפרויקט לדירוג של מצרים ולגבי סיכוני ההעברה וההמרה.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שלוויתן יציג ביצועים תפעוליים יציבים ויציבות ביצוא הגז למצרים ולירדן למרות הסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים האזוריים. אנו מניחים כי ההוצאות ההוניות הנוספות הנדרשות עבור עבודות ההרחבה לא יעלו על 2.4 מיליארד דולר (לכל השותפות במאגר) וימומנו מה-CFADS של הפרויקט ומנטילה מתונה של חוב, שהיא כבר חלק מתרחיש הבסיס שלנו. אנו צופים גם שתלותו של שירות החוב של הפרויקט ביצוא למצרים לא תגדל.

התרחיש השלילי

לחץ כלפי מטה על הדירוג עשוי לנבוע מאחד או יותר מהתרחישים הבאים:

- אישור ההשקעה לעבודות ההרחבה של שלב 1B יגדיל משמעותית את ההוצאות ההוניות המחויבות, מה שעשוי לחשוף את הפרויקט לגידול בחוב מעבר לתרחיש הבסיס שלנו או לגידול בהון, ולירידה בתזרימי המזומנים נטו הזמינים לפירעון איגרות חוב בשנים 2027 ו-2030;

- נצפה כי שירות החוב לוויתן יהיה תלוי יותר ויותר ביצוא למצרים , מה שיחשוף את הפרויקט למגבלה של דירוגה של מצרים ולהערכת ההעברה וההמרה של המטבע הזר שלה;
- יכולתם של לקוחות הפרויקט לעמוד בהתחייבויות התשלום שלהם תתדרדר מהותית.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם האי ודאות הגיאופוליטית המתמשכת באזור תתעצם וכתוצאה מכך יושפע יצוא הגז למצרים או לירדן או שסיכונים ביטחוניים יאיימו על יציבותו התפעולית של הפרויקט או על שלמותם הפיזית של נכסיו. תרחיש כזה ייתכן, למשל, אם העימות יסלים לעימות אזורי רחב יותר, דבר שיגדיל את הסבירות לפגיעה בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות של ישראל, לרבות לוויתן. אולם אפשרויות אלה אינן חלק מתרחיש הבסיס שלנו.

התרחיש החיובי

איננו צופים העלאת דירוג בשלב זה, בהתחשב בהיקף עבודות ההרחבה ובאי ודאות לגבי ההוצאות ההוניות הנדרשות ולגבי תמהיל ההכנסות בטווח הארוך. אנו עשויים להעלות את הדירוג אם תפחת האי ודאות, ובפרט אם ההוצאות ההוניות הנוספות לא יעלו משמעותית על ציפיותינו ושתלותו של שירות החוב של הפרויקט ביצוא למצרים לא תגדל.

עדכון ביצועים

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 עמדה על כ-99%.

עתודות גז טבעי (100%) ברוטו

תרחיש	סוג	31 בדצמבר 2019	31 בדצמבר 2020	31 בדצמבר 2021	31 בדצמבר 2022	31 בדצמבר 2023	31 בדצמבר 2024
1P (עתודות מוכחות)	גז טבעי (BCF)	11,577.3	11,270	12,260	13,813	13,472	13,116.6
	קונדנסט (MMBBl)	20.8	24.8	27	30.4	29.6	28.9
2P (עתודות מוכחות וצפויות)	גז טבעי (BCF)	13,486.2	13,088	13,396	15,569	15,171	14,834
	קונדנסט (MMBBl)	24.2	28.8	29.5	34.3	33.4	32.6

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחירי גז מחוץ לחוזים: $4.4 למיליון יחידות תרמיות בריטיות (mmbtu) ב-2025 ואליך.
- מחיר גז בחוזים: מחירים תחת הסכמי GSPA עם רוכשים מדורגים - על פי תנאי ההסכמים.
- תמהיל הכנסות: 45%-50% מצרים, 30%-35% ירדן, 20%-25% ישראל.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים הקודמים של המפעילה, מותאמים לאינפלציה בארה"ב.
- הוצאות הוניות:כ-2.4 מיליארד דולר (לכל השותפות במאגר) בשנים 2025-2029 (כולל 505 מיליון דולר שכבר אושרו).
- סכום מחזור חוב: אנו מניחים מחזור של כ-85% מהסכומים העומדים לפירעון.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מחזור חוב 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 2.46x ב-2027 ו-DSCR חציוני של 2.46x עד תום חיי החוב הממוחזר.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- תפוקה שנתית: נמוכה ב-15% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- מחיר הגז: נמוך ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלויות הפעלה ותחזוקה: עלויות הפעלה משתנות וקבועות גבוהות ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס, כולל לחץ ביטוחי.
- זמינות המאגר: נמוכה ב-5% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- הוצאות הוניות: גבוהות ב-20% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מחזור חוב של כל סדרת אג"ח במרווח הגדול ב-200 נקודות בסיס בהשוואה לתרחיש הבסיס.

יחסים עיקריים

- DSCR מינימלי של 1.00x ב-2026 ו-DSCR חציוני של 1.47x.

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.

בנוסף, 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). אנו 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, ולכן 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: 10
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לשלב ההפעלה: -ilaa
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: +1 רמת דירוג (נוץ')
- השפעת DSCR חציוני: אין השפעה
- השפעת מבנה החוב: שלילית -2 רמות דירוג (נוצ'ים)
- השפעת הנזילות: אין השפעה
- השפעת מחזור החוב: מוגבל עד ilaa
- השפעת שינוי הערך העתידי: לא רלוונטי
- השפעת ניתוח הוליסטי: שלילית -1 רמת דירוג (נוץ')
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת הערכת צדדים לעסקה: מוגבל עד -ilaa
- 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). אנו סבורים כי 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 – 10.
- חשיפה מינימלית לסיכון משאבים, מכיוון שקיימות עתודות P1 מספיקות לכיסוי יותר מ-30 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 קבוע, 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.
- אנו מתחשבים במדדים הפיננסיים האיתנים של הפרויקט, שכן בזכות פירעון החוב האחרון יש לפרויקט מרווח פיננסי משמעותי.
- אנו מביאים בחשבון גם את מנגנוני ה-cash sweep המשפיעים על מבנה החוב והופכים אותו לממונף מאד ותלוי בתנאי מחזור החוב.
- אנו בוחנים את המיצוב ההוליסטי של הפרויקט ביחס לקבוצת ההשוואה, בהתחשב באי ודאות לגבי ההוצאות ההוניות העתידיות הכרוכות בהרחבה ולגבי מימונן.

צדדים לעסקה בשלב ההפעלה

אנו רואים את הלקוחות שחתמו על הסכמי GSPA כצדדים מהותיים לעסקה. איכות האשראי המשוקללת של הלקוחות המדורגים שנכללו בתרחיש הבסיס שלנו היא 'ilaa-', ואינה מגבילה בשלב זה את הדירוג.

ניתוח הצדדים לעסקה שביצענו על National Electric Power Company (NEPCO) משקף את דירוגה של ירדן (BB-/Stable/B), שהיא הבעלים של NEPCO ומספקת ערבות לפירעון התחייבויותיה על פי הסכם ה-GSPA.

אנו רואים במפעילה, שברון מדיטרניאן (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 של שברון מדיטרניאן כמפעילה תחת חוזים אלה. בנוסף, היות שאין קרן הפעלה ותחזוקה, איננו סבורים כי קיימת גמישות פיננסית להחלפה.

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.

ספק חשבון הבנק יהיה סניף תל אביב של HSBC Bank PLC, ואנו רואים בו צד פיננסי מהותי לעסקה אך ניתן להחלפה. הנהלת 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: 2027
- אנו מבצעים סימולציה של ירידה של כ-190 מיליון דולר בהכנסות.

- הרעה בענף הנפט והגז תפגע ביכולתו של הפרויקט לעמוד בתשלומי הריבית ובפירעון אג"ח סדרה ג' בשנת 2027, מה שיוביל לחדלות פירעון. עם זאת, אנו מניחים כי החוזים ארוכי הטווח של החברה יישארו בתוקף.
- אנו מהוונים את תזרימי המזומנים בשארית חיי הזיכיון בשיעור של 12%, ומפחיתים הוצאות אדמיניסטרטיביות בשיעור של 5%.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- יתרת החוב בעת כשל הפירעון ההיפותטי (כולל ריבית צבורה חצי שנתית): 1.21 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 1.19 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגל ל 95% (דירוג 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 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, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

מאמרים נוספים

- לוויתן בונד בע"מ – הכנסת דירוגי החוב הבכיר לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל התגברות הסיכונים הביטחוניים, 24 ביוני, 2025
- ההסלמה בין ישראל לאיראן מדגישה את תרחישי הסיכונים הגיאופוליטיים עבור מדינות ובנקים באזור, 16 ביוני, 2025
- אשרור דירוג מדינת ישראל, 'A/A-1'; התחזית נותרה שלילית, 9 במאי, 2025

רשימת דירוגים

לוויתן בונד בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ג'	ilA+\Stable	18/08/2020	24/06/2025
סדרה ד'	ilA+\Stable	18/08/2020	24/06/2025

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	20/10/2025 16:03
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	20/10/2025 16:03
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.