Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

11 באוגוסט 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג יציבה

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.....4
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.....6
רשימת דירוגים.....6

תמצית פעולת הדירוג

- הכנסות ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות") בניכוי תמלוגים הצטמצמו בכ-4% בשנת 2025 לכ-413 מיליון דולר מכ-430 מיליון דולר בשנת 2024, בעיקר בשל ירידה במחיר הממוצע של הגז הטבעי כתוצאה מירידה במחיר הברנט אליו צמוד מחיר הגז לייצוא. למרות המלחמה עם איראן במרץ-אפריל 2026, ההפקה במאגר תמר נמשכה כסדרה.
- אנו צופים כי ב-2026 היקף ההפקה ממאגר תמר יגדל לכ-12.0 BCM מכ-10 BCM ב-2025, כתוצאה מכך אנו צופים צמיחה בהכנסות וב-FFO (funds from operation). ב-2027 אנו צופים המשך צמיחה כתוצאה מגידול בהיקפי ההפקה.
- בהתאם לכך, ב-11 באוגוסט 2026 אשררנו את דירוג המנפיק ואיגרות החוב של ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת, 'ilAA'.
- 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 סבורים שיחס ממוצע FFO לחוב של 45% לפחות ויחס מתואם ממוצע של תזרים מזומנים חופשי לחוב הגבוה מ-25% הולמים את הדירוג, לצד שמירה על נזילות הולמת ועל המעמד הדומיננטי בשוק המקומי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אנו צופים כי ישראמקו תמשיך לייצר תזרימי מזומנים העולים בקנה אחד עם הדירוג הנוכחי, למרות העלייה בסיכונים הגיאופוליטיים באזור. למרות המלחמה עם איראן במרץ-אפריל 2026, ההפקה ממאגר תמר נמשכה כסדרה, דבר שמשקף לדעתנו את החשיבות האסטרטגית של המאגר הן לשוק האנרגיה המקומי והן ללקוחות ייצוא אזוריים.

הכנסות השותפות בניכוי תמלוגים הצטמצמו בכ-4% בשנת 2025 לכ-413 מיליון דולר מכ-430 מיליון דולר בשנת 2024, בעיקר בשל ירידה במחיר הממוצע של הגז הטבעי כתוצאה מירידה במחיר הברנט אליו צמוד מחיר הגז לייצוא. מאגר תמר מכר ב-2025 כ-10 מיליארד מטר מעוקב (BCM) של גז טבעי, מתוכם נמכרו לשוק המקומי כ-6.75 BCM (כ-67%). בעוד שמחירי הייצוא גבוהים לרוב מהמחיר לשוק המקומי, הירידה במחירי הברנט במרבית הרבעון הראשון של 2026 הובילה להכנסות מעט נמוכות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, למרות תפוקה גבוהה יותר. אנו ממשיכים לראות בייצוא מנוע חשוב לרווחים העתידיים, והחל מרבעון שני ישנה צמיחה מחודשת בהכנסות ובתזרימי המזומנים של השותפות שלהערכתנו תימשך גם ב-2027. נציין כי אף שמחירי הייצוא לרוב גבוהים מהמחיר לשוק המקומי, הם גם תנודתיים יותר, וכמוהם גם הכמויות הנמכרות.

ביוני 2026 הושלם השלב הראשון של פרויקט ההרחבה הדו-שלבי שנועד לשימור, פיתוח והרחבת יכולת ההפקה של תמר ולשדרוג מערכות ההולכה לייצוא. פרויקט זה הגדיל את יכולת ההפקה לכ-1.6 מיליארד רגל

מעוקבת (BCF) ליום מכ-1.15 BCF ליום, ועלותו לכל שותפי הפרויקט הסתכמה בכ-640 מיליון דולר. עם זאת, היתרונות הצפויים לנבוע כתוצאה מההרחבה יתממשו בהדרגה בעיקר בשל צוואר בקבוק בתשתית ההולכה. המועד המוערך לסיום פרויקט שדרוג מערכת ההולכה מחוץ לישראל צפוי להסתיים עד סוף 2026, ואילו פרויקט ניצנה לשדרוג מערכת ההולכה בתוך ישראל צפוי להסתיים במחצית השנייה של 2028. אנו סבורים שהעלייה המתמדת בביקוש לגז טבעי, קיומם של מחירי מינימום בחוזים בשוק המקומי והערכות S&P Global למחירי הנפט צפויים להמשיך ולתמוך ביחסים התואמים את הדירוג.

בתרחיש הבסיס שלנו ל-2026 אנו צופים צמיחה חדה של 12%-13% בהכנסות בניכוי תמלוגים בעיקר כתוצאה מגידול בהפקה. 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 שהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו ל-2027.

למרות הצמיחה שאנו צופים בהיקפי הפעילות, איננו צופים שינוי מהותי בפרופיל העסקי של ישראמקו. השותפות תלויה בנכס מפיק בודד בישראל, ועל כן חשופה לסיכונים גיאופוליטיים ורגולטוריים ולסיכוני תשתית ספציפיים למדינה. בנוסף, היתרונות הנובעים מהגדלת הקיבולת תלויים בהשלמת פרויקטי תשתיות ההולכה ובהמשך הצמיחה בביקוש האזורי.

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

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית במזרח התיכון עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

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 במאגר תמר 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.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- הפקה שנתית של כ-12.0 BCM ב-2026 ו-13.5-14.0 BCM ב-2027.
- FFO של 185-195 מיליון דולר ב-2026 ו-200-210 מיליון דולר ב-2027.
- חוב מתואם של 415-425 מיליון דולר ב-2026-2027. נציין כי איננו מנכים מזומן מן החוב המתואם.
- השקעות מתואמות וחלוקות רווחים של 165-180 מיליון דולר ב-2026 ו-185-200 מיליון דולר ב-2027. ההשקעות ישמשו בין היתר להגדלת קיבולת ההפקה.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי המינוף והכיסוי בשנים 2026-2027 חזויים להיות כדלקמן:

- יחס FFO לחוב ממוצע של 45%-50%
- יחס מתואם ממוצע תזרים מזומנים חופשי לחוב של 30%-40%

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של השותפות היא "הולמת". בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו לטווח הקרוב איננו מניחים שיהיו לשותפות 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 2026. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ב-31 במרץ 2026, יחד עם הצפי שלנו לתזרים מזומנים, להשקעות, לפירעונות החוב ולתשלומים אחרים. נציין כי בעת חישוב הנזילות של השותפות לא החשבנו חלוקות רווחים שלא הכריזה עליהן.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים של כ-140 מיליון דולר. • FFO תזרימי בהיקף של 165-175 מיליון דולר.	• חלויות שוטפות של כ-42 מיליון דולר. • הוצאות הוניות (capex) של 45-50 מיליון דולר. • השקעות בתשתיות הולכה של כ-35 מיליון דולר • רווחים שחולקו ביוני בהיקף של 70 מיליון דולר.

ניתוח התניות

לשותפות מספר התניות פיננסיות כלפי מחזיקי 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: 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: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 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	17/08/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב'	ilAA	12/10/2020	17/08/2025
סדרה ג'	ilAA	12/10/2020	17/08/2025
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ד	ilAA	31/08/2025	31/08/2025
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	11/08/2026 10:27
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11/08/2026 10:27
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.