Maalot
S&P Global Ratings

לוויתן בונד בע"מ

22 באוקטובר 2026

עדכון דירוג

שינוי תחזית הדירוג ליציבה; אשרור דירוג 'ilA+'

אנליסט אשראי ראשי:

Amit Sharma, לונדן, 44-7977690968 amit.sharma7@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

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

ולריה קוזנצובה, לונדן, 44-2071760864 valeriia.kuznetsova@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....3
חוזקות עיקריות.....4
סיכונים עיקריים.....4
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....4
תחזית הדירוג.....7
התרחיש השלילי.....7
התרחיש החיובי.....8
תרחיש הבסיס.....8
הנחות עיקריות.....8
יחסים עיקריים.....9
נזילות.....8
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר).....9
קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר).....9
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה.....9
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
רשימת דירוגים 12

תמצית פעולת הדירוג.

- אנו מעריכים כי לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "הפרויקט") צברה מרווחים פיננסים משמעותיים ונזילות, למרות אי הוודאות הגיאופוליטית המתמשכת באזור הקשורה לסכסוך בין ארה"ב לאיראן.
- ביצועים אלו נתמכים ברקורד תפעולי יציב, עלייה משמעותית ברזרבות מוכחות (1P), והמשך פירעון החוב המובטח המדורג בשנים האחרונות. אנו רואים פוטנציאל לשיפור הדירוג אם הפרויקט יחליט לפרוע את אגרות החוב בסך 600 מיליון דולר (סדרה C) במלואן במחצית הראשונה של 2027.
- אנו משנים את תחזית הדירוג של אגרות החוב הבכירות המובטחות שהונפקו על ידי לוויתן ל-'יציבה' מ-'שלילית' ומאשררים את דירוג החוב 'ilA+'. דירוג שיקום החוב (recovery) נותר ללא שינוי ברמה '1', המשקף את ציפייתנו לשיקום חוב של 95% במקרה של חדלות פירעון.
- התחזית היציבה מצביעה על כך שלמרות המשך אי הוודאות הגיאופוליטית והסיכונים הביטחוניים באזור, וכן עלייה בהוצאות ההוניות (Capex) הנדרשות למימון ההתרחבות המתוכננת, אנו מצפים שהפרויקט יישאר רווחי ועמיד תפעולית, עם יחס כיסוי שירות החוב (DSCR) מינימלי מעל 3x.

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 איגרות החוב ב-2023 וב-2025, יתרת הקרן של איגרות החוב של לוויתן בונד עומדת על 1.15 מיליארד דולר, הכוללת 600 מיליון דולר לפירעון ביוני 2027 ו-550 מיליון דולר לפירעון ביוני 2030.

מאגר לוויתן הוא מאגר גז טבעי הנמצא מול חופי ישראל. הוא התגלה ב-2010 והוא מאגר הגז גדול ביותר בישראל. מאגר לוויתן נמצא כ-130 ק"מ מערבית לחיפה, עם פלטפורמת הפקה הממוקמת 10 ק"מ מערבית לחוף דור. לוויתן נכנס לשלב ההפעלה המסחרית בדצמבר 2019, וכיום הוא מספק גז לישראל, למצרים ולירדן.

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 שותפות מוגבלת (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 (joint operating agreement - JOA) 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 מכירת קניית גז ארוכי טווח (GSPAs) 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, עם עליה בקצב ההפקה ובעתודות המוכחות (1P) לאחר השלמת הצינור השלישי, כך שיספיקו לכיסוי מלוא קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנים.
- 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 3.25x, ונזילות מספקת כדי לעמוד בתשלומי שירות החוב הקרובים (600 מיליון דולר ביוני 2027, ו550 מיליון דולר ביוני 2030), גם בהתחשב בהוצאות ההוניות הנוספות הכרוכות בהרחבה, ואפילו במקרה של שיבוש זמני בהפקה.

סיכונים עיקריים

- סיכונים ביטחוניים גבוהים הנובעים מחוסר היציבות הגיאופוליטית באזור. למרות הפסקת האש האחרונה עם לבנון והירידה בעצימות העימות עם איראן, אנו עדיין רואים את המצב כתנודתי. כפרויקט אנרגיה אסטרטגי בעל נכס יחיד, לוויתן עשוי להיות חשוף יותר לסיכונים ביטחוניים בהשוואה לתאגיד ישראלי ממוצע.
- החשיפה למצרים (B/Stable/B) ולירדן (Stable/B/-BB) 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-60%-65% מהגז למצרים וכ-20%-25% לירדן, כולל הרחבה פוטנציאלית של היצוא למצרים אחרי 2030.
- 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

התחזית היציבה שלנו נובעת מהמרווחים הפיננסים המשמעותיים במדדים של לוויתן, המבטיחים נזילות מספקת לפירעון תשלום הבולט הצפוי ב-2027 וצפויות לסייע בהתמודדות עם שיבושים זמניים בהפקה במקרה הצורך. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, יחס כיסוי שירות החוב (DSCR) המינימלי השתפר משמעותית ל-3.25x לעומת2.46 x בסקירה הקודמת. שיפור זה נובע בעיקר מעלייה של 22% ברזרבות1 P ל-438

מיליארד מטר מעוקב (cubic meters, "cm") לעומת 360 מיליארד cm קודם לכן, בהתאם לדוח האחרון של Netherland, Sewell & Associates (31 בדצמבר 2025). להבנתנו, עלייה זו נובעת מהזמינות של נתונים מדויקים יותר על הרזרבות עם התבגרות בסיס הנכסים והמשך ההפקה. כמו כן, העלייה משקפת את הכללת הגז הנוסף שצפוי להיות מופק מהמאגר החל מ-2029, אשר הפך לחלק מחישובי P1 לאחר קבלת החלטת ההשקעה הסופית (FID) לגבי תוכנית ההרחבה של שלב B1.

בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, אשר מניח השבתה של הפעילות למשך חודש (כפי שאירע בשנים האחרונות, כאשר בשל חששות ביטחוניים ספציפיים הממשלה דרשה הפסקה מוחלטת של כלל ההפקה במאגר למשך מספר שבועות), לפרויקט יהיו עדיין מקורות נזילות מספקים -- כולל קרנות רזרבה ותזרים מזומנים זמין לשירות החוב (2026-2027) -- המאפשרים פירעון מלא של תשלום הקרן הגדול הצפוי (600 מיליון דולר), יחד עם שני תשלומי ריבית חצי-שנתיים בסך כולל של כ-76 מיליון דולר.

בנוסף לנזילות הקיימת של לוויתן, הבעלים של 100% מלוויתן, NewMed Energy LP, הבטיח מסגרות אשראי ומימון זמינים בסכומים בסך של כ-550 מיליון דולר, נכון לדוחות הכספיים של ה-30 ליוני 2026, ממוסדות פיננסיים ישראליים. בנוסף, בספטמבר 2026 גייסה ניו-מד אג"ח לא מובטח בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בהיקף של כ- 1.75 מיליארד ₪ (כ-566 מיליון דולר). להבנתנו, מקורות נזילים אלו זמינים לצרכים תפעוליים שוטפים, כולל אפשרות להשתמש בהם לפירעון אג"ח לוויתן. למרות שאנו לא משקפים זאת ישירות בדירוג, אנו מכירים בכך שזה עשוי לספק גמישות נוספת בתרחיש קיצון. להבנתנו, במקרה הצורך קיימת לפרויקט גמישות מספקת לדחיית תחזוקה והוצאות Capex שאינן מהותיות.

העדכון שלנו לתחזית יציבה נובע מהיסטוריית תפעול איתנה של לוויתן, ללא השפעה מהותית על נכסיה ותזרימי המזומנים שלה בשנים האחרונות. לוויתן חידשה בהצלחה את ההפקה לאחר השבתה של 33 ימים במחצית הראשונה של 2026, ללא השפעה ניכרת על פעילותה. הפרויקט הצליח לשקם במהירות את המכירות לאחר סיום ההשבתה.

להבנתנו, התשלומים מלקוחות הייצוא והלקוחות המקומיים לא הופסקו או התעכבו מאז תחילת הסכסוך, וכך היה גם מאז 2023, כאשר הסיכונים הגיאופוליטיים הסלימו לראשונה. השעיות קצרות טווח בשל סיכונים ביטחוניים צפויות להיחשב כאירועי כוח עליון במסגרת הסכמי מכירת הגז (GSPA), ובכך להפחית את הסיכון לקנסות מצד הלקוחות. בנוסף, לוויתן נהנית מכיסוי ביטוחי בגין נזק ישיר לנכסים ונזק עקיף (אובדן הכנסה או מניעת רווחים) כתוצאה ממלחמה או טרור בהיקף בהתאם למסמכי האג"ח. כיסוי זה הוא מעבר לפיצוי הניתן לפי חוק מס רכוש וקרן פיצויים בגין אובדן פיזי בשל מלחמה וטרור, בהתאם לערך השוק.

בטווח הבינוני, אנו סבורים כי המצב הביטחוני נותר תנודתי, והפסקת האש עם לבנון בצפון (מאפריל 2026) והסטת המוקד בעימות עם איראן אינן מפחיתות את הסיכונים הביטחוניים לרמות שלפני מרץ 2026 או לפני

2023. עם זאת, תרחיש הבסיס שלנו אינו מביא בחשבון השבתות ממושכות בלוויתן או פגיעה ישירה בנכסיה, שאנו מגדירים כסיכוני אירוע.

בהיעדר הסלמה משמעותית בסיכוני הביטחון, פירעון מלא של אג"ח בסך 600 מיליון דולר בשנת 2027 עשוי ליצור לחץ חיובי על דירוג החוב של הפרויקט. פירעון מלא של קרן האג"ח בשנה הבאה יביא לשיפור משמעותי במדדי הדירוג של הפרויקט בתרחישים שלנו. עם זאת, נמשיך לעקוב אחר מבנה ההון של הפרויקט, לאור צרכי ה-Capex המהותיים שעליו לממן לפחות עד שנת 2030.

לפי שטר הנאמנות הנוכחי של האג"ח, לפרויקט קיימת גמישות לגיוס חוב נוסף (בכפוף לעמידה בתנאים נוספים) עד לסכום מצטבר של 2.5 מיליארד דולר, כאשר החוב הנוכחי עומד על 1.15 מיליארד דולר (550 מיליון דולר מיוני 2027 ואילך, אם הפרויקט יחליט על פירעון קרן מלא). בשלב זה, איננו מניחים כי הפרויקט יגייס חוב נוסף מעבר לסכום הממוחזר בתרחישים שלנו.

בתרחיש הבסיס, אנו מניחים מיחזור מלא של אג"ח ב-2027 וב-2030, כאשר החוב הממוחזר ייפרע באופן מדורג עד דצמבר 2044 -- חמש שנים לפני תום חיי הנכס המשוער ב-2049.

ללא חוב נוסף בטווח הארוך, אנו צופים כי כושר שירות החוב של הפרויקט יישאר ללא שינוי, למרות תרומת הכנסות גבוהה יותר ממצרים לאחר 2030. החברה קיבלה את החלטת ההשקעה הסופית (FID) להרחבת שלב1 B בתחילת 2026, עם תקציב השקעות מאושר של כ-2.36 מיליארד דולר (לכל השותפים) במהלך 2026-2030. החלטה זו תאפשר לפרויקט להגדיל את סך הנפח המסופק למצרים ב-11.9-12.9 מיליארדcm לשנה, בכפוף לעמידה בתנאים מסוימים. לאור הצורך הגבוה של מצרים בגז מקומי וייצוא גז טבעי נוזלי, אנו סבורים כי יצוא לוויתן למדינה יימשך חרף הסכסוך המתמשך.

להבנתנו כיום, העבודות להרחבה לא ישפיעו באופן מהותי על פעילות הפלטפורמה הקיימת, וכל השקעה נוספת תשמש בעיקר לקידוח שלושה בארות נוספים, תשתיות תת-ימיות ושינויים קטנים בפלטפורמה, כאשר המכירות במסגרת שלב B1 צפויות להתחיל ב-2029. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, אנו מניחים כי השקעות ההון בשלב 1B לא יחרגו מ-2.4 מיליארד דולר (לכל השותפים, כולל התקציב המאושר), וצפויות בשלב זה להיות ממומנות במלואן מהכנסות הפרויקט.

בשלב זה אנו צופים כי הרחבה זו תוביל לעלייה בתלות בהכנסות ממצרים מכ-50%-55% כיום לכ-60%-65% לאחר 2030. מאחר שחלק מהגידול בנפח לוויתן ייספג על ידי השוק הישראלי הצומח (15%-20%), עם הצורך להחליף ייצור חשמל מפחם בגז. כמו כן, אנו מעריכים כי רמות הרכישה של ירדן יישארו יציבות, ויהוו בתחילה 35%-40% מהמכירות ובהמשך 20%-25% מהמכירות לאחר הרחבת שלב B1, בשל המשך הביקוש לגז והאי-ודאות לגבי פיתוח הפקה עצמאית בירדן.

בהינתן מבנה חוב כזה, אנו מעריכים כי הפרויקט לא יהיה תלוי יתר על המידה במכירות למצרים, שכן ההכנסות מישראל וירדן צפויות להספיק לשירות יתרת החוב של הפרויקט. לכן, בשלב זה איננו רואים את החשיפה למצרים כגורם מגביל לדירוג שלנו, וגם לא כפוטנציאל להעלאת דירוג.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שלוויתן תמשיך להפגין חוסן תפעולי ותמשיך לייצא גז למצרים ולירדן, עם השפעה מוגבלת כתוצאה מהסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים הנוכחיים באזור. עם זאת, אנו ממשיכים לעקוב אחר הסיכון לנזק פיזי כלשהו לנכסי הפרויקט או מגבלות אחרות על פעילותו, וכן אחר השלכות אפשריות על היצוא והמכירות המקומיות.

אנו גם מצפים כי ההוצאות ההוניות הנוספות הנדרשות עבור ההרחבה של לוויתן לא יעלו על 2.4 מיליארד דולר (לכל השותפים), וכי הן ימומנו מתזרים המזומנים של הפרויקט המיועד לשירות החוב ומנטילה מתונה של חוב, בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו. בנוסף, אנו צופים כי אף שהמכירות למצרים יגדלו בטווח הארוך, תזרים המזומנים מהמכירות לישראל ולירדן יישאר גבוה, כך ששירות החוב לא יתבסס יתר על המידה על מכירות למצרים.

בהתחשב בתנאי הבולט של האג"ח שנותר, אנו צופים שהפרויקט יציג יחס כיסוי שירות חוב (DSCR) של מעל 3x, מה שמייצר מרווח פיננסי נוסף להשקעות ההון הצפויות ולמידת אי-ודאות מסוימת הנובעת מהעימות המתמשך בין ארה"ב לאיראן, כל עוד לא מתרחש נזק משמעותי וישיר לנכסים.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם האי ודאות הגיאופוליטי המתמשכת באזור תתעצם וכתוצאה מכך יצוא הגז למצרים או ירדן ייפגע, או שסיכונים ביטחוניים יאיימו על שלמות הפיזית של נכסי הפרויקט. לדוגמה, אם המלחמה תסלים ותתרחב, וישראל תפתח חזיתות צבאיות נוספות, דבר זה עשוי להחליש את מערכות ההגנה שלה ולהגדיל את הסיכון לפגיעה פוטנציאלית בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות, לרבות לוויתן. אולם תרחיש זה אינו חלק מתרחיש הבסיס שלנו.

לחץ שלילי על הדירוג עשוי לנבוע מאחד או יותר מהתרחישים הבאים:

- עבודות ההרחבה של שלב 1B ידרשו השקעות הוניות גבוהה בהרבה מהמתוכנן, מה שעלול לחשוף את הפרויקט לחוב מהותי נוסף שיפגע במדדי תרחיש הבסיס שלנו או בהון העצמי, ויקטין את תזרים המזומנים נטו הזמין לפירעון איגרות החוב של 2027 ו-2030.
- הרעה משמעותית ביכולתם או בנכונותם של הלקוחות לעמוד בהתחייבויות התשלום שלהם.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט בפעולה דירוג חיובית במהלך 12-6 החודשים הקרובים אם תהיה סבירות גבוהה שהפרויקט

יפרע במלואו או ימחזר רק באופן שולי את תשלום הבולט הצפוי ביוני 2027, מה שיביא להמשך הפחתת המינוף במבנה ההון ולעליה ביחס כיסוי שירות החוב המינימלי (DSCR) בתרחיש הבסיס שלנו.
פעולת דירוג חיובית בטווח הקצר נותרה כפופה להיעדר הסלמה מהותית בסיכונים הנובעים מהעימות המתמשך בין ארה"ב לאיראן באזור. הסלמה כזו עלולה לאיים על שלמות הנכסים הפיזיים של הפרויקט או לשבש באופן מהותי את הפעילות עקב השבתות ממושכות.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחירי גז מחוץ לחוזים: $4.4 למיליון יחידות תרמיות בריטיות (mmbtu) ב2026 ואילך.
- מחיר גז בחוזים: מחירים תחת הסכמי GSPA עם רוכשים מדורגים- על פי תנאי ההסכמים.
- תמהיל הכנסות :2026-2029 : 50%-55% מצרים, 30%-35% ירדן, ו15%-20% ישראל, 2030 והלאה: 60%-65% מצרים, 20%-25% ירדן, ו15%-20% ישראל.
- ייצור: הפחתה של 10% על רזרבות 1P כדי לקחת בחשבון השבתות חירום פוטנציאליות.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים הקודמים של המפעילה, מותאמים לאינפלציה בארה"ב.
- הוצאות הוניות: כ-2.4 מיליארד דולר (פרו-ראטה לפי חלקה של ניומד אנרג'י בזכויות לשנים 2026-2030).
- 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 של3.25 x ב2027 וDSCR חציוני של 3.25x עד תום חיי החוב הממוחזר.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- תפוקה שנתית: ירידה של 25% מרזרבות 1P, עם לחץ נוסף של 10% לשנת 2027 בלבד, כדי להביא בחשבון הסלמה משמעותית בסיכונים הביטחונים.
- מחיר הגז: ירידה של 10% בהשוואה לתרחיש הבסיס שלנו.
- עלויות תפעול ותחזוקה (O&M): עלייה של 10% בעלויות התפעול המשתנות והקבועות, כולל לחץ נוסף על עלויות הביטוח, בהשוואה לתרחיש הבסיס.

- השקעות הון (Capex): עלייה של 20% בהשוואה לתרחיש הבסיס שלנו.
- עלות מיחזור החוב: כל סדרת אג"ח בתוספת מרווח של 300 נקודות בסיס (bps) מעבר לתרחיש הבסיס.

יחסים עיקריים

- DSCR מינימלי של 1.05x ב-2027 ו-DSCR חציוני של 1.92x.

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 strip). 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
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: בינוני (ללא השפעה)
- השפעת DSCR חציוני: אין השפעה
- השפעת מבנה החוב: שלילית -2 רמות דירוג (נוצ'ים)
- השפעת הנזילות: אין השפעה
- השפעת מחזור החוב: אין השפעה
- 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

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- 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 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 כמויות מינימליות ("קח ושלם") ומחירי 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.
- 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 לתרחיש כשל פירעון היפותטי הכולל הפסד הכנסות לאורך כ-15-18 חודשים וחוסר יכולת לממן מחדש את החוב הקיים בשנת 2027. אנו מעריכים כי שווים של חוזי ה-GSPA יישאר בעינו.

- 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): 1.14 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 1.13 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

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+	18/08/2020	31/03/2026
סדרה ג'	ilA+	29/07/2021	31/03/2026
סדרה ד'	ilA+	18/08/2020	31/03/2026
סדרה ד '	ilA+	29/07/2021	31/03/2026
היסטוריית דירוג המנפיק			

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	22/10/2026 13:11
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	22/10/2026 13:11
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.