Maalot
S&P Global Ratings

ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת

14 בספטמבר, 2021

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilAA' ושינוי תחזית הדירוג לשלילית בשל היחלשות אפשרית ביחסים הפיננסיים

אנליסט אשראי ראשי:

אלעד יורמן, 972-3-7539724 elad.urman@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....2
תחזית הדירוג....3
התרחיש החיובי....3
תיאור החברה....3
תרחיש הבסיס....3
הנחות עיקריות....3
יחסים עיקריים....4
נזילות....4
שיקולי סביבה, חברה ומשטר תאגידי....4
התאמות לדירוג....4
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות....5
רשימת דירוגים....6

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilAA' ושינוי תחזית הדירוג לשלילית בשל היחלשות אפשרית ביחסים הפיננסיים

תמצית פעולת הדירוג

- מאגר הגז תמר ניצב בפני תחרות גוברת עם כניסת מאגר הגז לוויתן לפעילות בתחילת שנת 2020. אולם דחיית מועד ההפעלה המסחרית של מאגר כריש למחצית השניה של 2022 תתרום לשימור מיצובה העסקי של ישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ("ישראמקו" או "השותפות") בטווח הקצר ומדגישה את האמינות התפעולית הגבוהה של מאגר תמר.
- חלוקות הרווחים המשמעותיות שבוצעו ב-2020 וציפייתנו לשינוי שיטת המיסוי של השותפות מחלישים את היחסים הפיננסיים של השותפות ב-2021-2022, אולם אלה צפויים להתחזק משמעותית ב-2023. זאת נוסף על ההשפעה הגוברת של תשלומי היטל ששינסקי.
- ב-14 בספטמבר, 2021, אשררנו את הדירוג 'ilAA' של ישראמקו ושינינו את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי היחסים הפיננסיים של ישראמקו עשויים להיחלש לאור האמור לעיל כאשר התחזקות צפויה רק ב-2023.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

התגברות התחרות בעקבות התחלת פעילותם של מאגרים מתחרים משפיעה על ההיצע והמחירים ותהפוך את השנתיים הקרובות למאתגרות יותר לשותפות. מאגר לוויתן החל לפעול בתחילת 2020 וסיפק כ-45% מסך צריכת הגז הטבעי (כולל יצוא) לשנה זו. בחציון הראשון של 2021 סיפק מאגר לוויתן כ-62% מסך צריכת הגז טבעי (כולל יצוא) בעוד מאגר תמר סיפק כ-38%. עם זאת, באותה תקופה מאגר תמר ומאגר לוויתן סיפקו למשק המקומי בהתאמה כ- 53% ו-47% מכמות הגז טבעי. דחיית מועד ההפעלה של מאגר כריש למחצית השנייה של 2022 תורמת ליציבות התזרימית של השותפות ומחזקת את האמינות התפעולית של מאגר תמר. כל שותפי מאגר תמר, למעט דלק קידוחים, חתמו על מזכר כוונות עם חברת החשמל לישראל בע"מ (חח"י, ilAA+/Stable/ilA-1+) אשר מחד גיסא יגרום להפחתת מחיר הגז של חח"י ומאידך גיסא יאריך את תקופת ההסכם של מאגר תמר איתה בשנתיים וחצי נוספות. בנוסף התחייבה חח"י לרכוש כמות מינימלית נוספת של כ-16 מיליארד מטרים מעוקבים (BCM).

היחסים הפיננסיים של ישראמקו צפויים להיחלש ב-2021-2022 ולשוב ולהשתפר ב-2023. באוגוסט 2021 אושרה בוועדת הכספים טיוטת תקנות מס הכנסה לפיה, בין היתר, החל משנת המס 2022 תמוסה השותפות כחברה. אנו מעריכים כי תקנה זו תאושר סופית עד לסוף שנת 2021, ובהתאם, צפויה השותפות

לרשום הוצאות מיסים נדחים בהיקף של כ-200 מיליון דולר אשר יובילו לקיטון ביתרת הרווח. קיטון זה צפוי להקשות על השותפות לחלק רווחים לבעלי יחידות ההשתתפות בשנתיים הקרובות. מנגד,שינוי שיטת המיסוי צפוי לפתור את סוגיית תשלומי האיזון שבוצעו בסוף כל שנה. כמו כן, רישום הוצאות מיסים שוטפים החל מ-2022 צפוי להשפיע לרעה על יחס ה-FFO (funds from operations) לחוב המתואם של השותפות. תחילת תשלומי היטל ששינסקי וכן חלוקות רווחים משמעותיות ששולמו לבעלי יחידות ההשתתפות ב-2020, הקטינו את כרית המזומנים של השותפות.

תחזית הדירוג

שינוי תחזית הדירוג מיציבה לשלילית נובע מהצפי שלנו להיחלשות היחסים הפיננסיים. לאור הציפיה כי תקנות המס יכנסו לתוקף בינואר 2022, אנו מעריכים כי לא יחולו חלוקות רווחים בשנתיים הקרובות. אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם השותפות לא תשמור על רמת נזילות הולמת או על יחס מתואם FFO לחוב הגבוה מ-45% בממוצע על פני מספר שנים, או אם תזרים המזומנים הפנוי לחלוקה יהיה שלילי. מצבים כאלה עשויים להתרחש אם תחול היחלשות נוספת בכמויות הגז הנמכרות מהמאגר או ירידה במחירי גז. גם עלויות לא צפויות עלולות לגרום לכך, וכן גם עלייה במינוף בשל הנפקות חוב חדשות או חלוקות רווחים לבעלי יחידות ההשתתפות, במיוחד בשנתיים הקרובות.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג לחיובית אם יחול שיפור ביחסים הפיננסיים של השותפות, כך שיחס ה-FFO לחוב מתואם יהיה לפחות 45% על פני זמן. פעולת דירוג חיובית תתאפשר גם אם ישראמקו תוכל להרחיב את תיק הנכסים מבלי לפגוע בפרופיל הסיכון הפיננסי שלה.

תיאור החברה

ישראמקו 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. מאגר תמר הפיק כ-8.25 BCM של גז טבעי בשנת 2020 והניב לשותפות בשנה זו הכנסות נטו בניכוי תמלוגים בסך של כ-343 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- היקף מכירה שנתי של עד כ-9.2 BCM במאגר תמר בשנים 2021-2023.
- ירידה במחירי הגז הטבעי בשנתיים הקרובות.
- השקעות של כ-19 מיליון דולר ב-2021 ושל כ-8.5 מיליון דולר בכל אחת מהשנים 2022-2023.

יחסים עיקריים

- יחס FFO לחוב מתואם של כ-35%-40% בשנים 2021-2022 ומעל 60% ב-2023.

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 בשנה הקרובה על 1.2x. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ב-30 ביוני, 2021, יחד עם הצפי שלנו לתזרים התפעולי, להשקעות, לפירעונות החוב, לתשלום תמלוגים במחלוקת ולתשלומי איזון.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של השותפות ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי, 2021:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-72 מיליון דולר.
- תזרים מזומנים תפעולי בסך כ-215 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של השותפות לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב בסך כ-104 מיליון דולר.
- השקעות בסך כ-16 מיליון דולר.
- תשלום תמלוגים במחלוקת ותשלומי איזון בסך כ-98 מיליון דולר.

שיקולי סביבה, חברה ומשטר תאגידי

אנו רואים את הסיכון הסביבתי כניטרלי לדירוג. השותפות כפופה, בין היתר, לרגולציה בנושא איכות הסביבה ולאמות מידה הנוגעות לגז הטבעי שהיא מפיקה. חוק הנפט ותנאי שטרי חזקות תמר קובעים, בין היתר, עקרונות סביבתיים על ביצוע קידוחים בים ורף מינימלי לניסיון של מפעיל שדה נפט או גז טבעי, כמו גם הוראות על איטום קידוחים שאינם פעילים בעת נטישתם. נכון להיום, השותפות מקיימת את הוראות חוק הנפט ותקנותיו.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית (+1 רמת דירוג)

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'.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P , 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים , 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

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	12/10/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ב'	ilAA	12/10/2020	12/10/2020
סדרה ג'	ilAA	12/10/2020	12/10/2020
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilAA	23/04/2017	12/10/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
ספטמבר 14, 2021	ilAA\Negative		
אפריל 23, 2017	ilAA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	16:23 14/09/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:23 14/09/2021		
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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.