

Research Update:

# Leviathan Bond Ltd.'s Senior Secured Notes Affirmed at 'BB-' and 'ilA+'; Outlook Stable

July 25, 2022

## Rating Action Overview

- The operations underlying Leviathan Bond Ltd. (Leviathan or the project) continue to post solid performance, with remaining proven gas reserves (1P) up 8.7% at Dec. 31, 2021, versus the previous year.
- Despite market and operational improvements, our rating on Leviathan's debt remains limited by our view on the revenue counterparties, with exports to Egypt and Jordan remaining the major risk for the project.
- We affirmed our 'BB-' rating on Leviathan's senior secured notes, with the recovery rating unchanged at '1', indicating our expectations of 90% recovery in the event of a default.
- The stable outlook reflects our expectations for gas exports to Egypt and Jordan, solid operational performance, credit metrics comfortably above 1.50x, and that the gas sale and purchase agreement (GSPA) offtakers will maintain their creditworthiness.

## Project Description And Key Credit Factors

Discovered in 2010, the Leviathan field is an offshore gas field located in the eastern Mediterranean and the largest natural gas reserve in Israel. Situated offshore, approximately 120 kilometers (km) west of Haifa at a water depth of 1.7 km, it currently supplies gas to Israel, Egypt, and Jordan. According to a reserve report prepared by independent engineering consultant, Netherland, Sewell, & Associates Inc. (NSAI), the field had 1P reserves totaling 12,259.8 billion cubic feet (BCF) of gas and 27.0 million barrels (MMbbl) of condensate oil at Dec. 31, 2021, and an annual capacity of 12 billion cubic meters (BCM).

Rights to explore and produce petroleum and gas in the Leviathan field were granted proportionately to NewMed (formerly Delek Drilling; 45.34%), Chevron Mediterranean Ltd. (formerly Noble Energy Mediterranean; 39.66%), and Ratio Energies (formerly Ratio Oil Exploration; 15.00%) under a production lease until February 2044, which may be extended by up to an additional 20 years if the partners continue to produce from the field. The operations and associated infrastructure are defined under a joint operating agreement (JOA) among the three parties in their respective proportions of the Leviathan lease. The field is operated by Chevron

### PRIMARY CREDIT ANALYST

**Gonzalo Cantabrana Fernandez**

Madrid  
+ 34 91 389 6955  
gonzalo.cantabrana  
@spglobal.com

### SECONDARY CONTACTS

**Valeriia Kuznetsova**

London  
+44 2071760864  
valeriia.kuznetsova  
@spglobal.com

**Ohad Movshovitz**

RAMAT-GAN  
ohad.movshovitz  
@spglobal.com

**Livia Vilela**

Madrid  
+ 34 91 423 3181  
livia.vilela  
@spglobal.com

**Pablo F Lutereau**

Madrid  
+ 34 (914) 233204  
pablo.lutereau  
@spglobal.com

Mediterranean Ltd. under the terms defined in the Leviathan lease and JOA.

Given these unique characteristics, we rate the project based on our Principles Of Credit Ratings. In particular, we have assessed the cash flow coverage according to NewMed's 45.34% working interest and the JOA. The latter defines that operating committee proposals need to reach at least 60% approval by the vote of two nonaffiliate partners. Although there's no majority control by any party, we view the risk of NewMed having a noncontrolling stake as mitigated by this voting procedure, because decisions can't be made without its vote. As such, the notes will be repaid via pro-rata revenue streams from the sale of gas and condensate produced at the field. We also acknowledge the risk of having NewMed as part of the project under the sponsor loan. However, we don't limit the rating on the notes to the credit quality of NewMed since we see cross-default mitigation in the project's structure and the risk of default under the JOA as remote at this stage.

The Leviathan field has long-term GSPAs under export contracts that account for about 70%-80% of gas production capacity under the 2p scenario (proved and probable reserves), while the remainder is supplied to energy producers in Israel. The contracts have a weighted-average length of 12 years.

## **Strengths**

- The Leviathan field has minimal resource risk, with 1P reserves sufficient to cover production capacity for over 30 years, according to information provided under a reserve report prepared by NSAI.
- An experienced and global player is operating the asset. Chevron Mediterranean has operated a similar project in the adjacent field (Tamar) successfully since 2013, which we view as credit positive. This underlines our view of stable production and low operating costs (below 10% of revenue).

## **Risks**

- The rating is capped by our view on the creditworthiness of the rated GSPA offtakers.
- Despite a high contracted revenue base, we expect the project will remain exposed to market risk, which introduces some cash flow volatility. About 85% of gas sales benefit from long-term GSPAs with minimum take-or-pay volumes at a fixed price, floor price, and escalating price depending on Brent or the domestic electricity production tariff (contingent on the type of agreement). Nevertheless, because we assess the credit quality of only 40% of the contracted capacity, for the remaining 60% we assume that gas is sold in the merchant market throughout the project's life, making expected cash flows available for debt service more volatile throughout the debt's term.
- The bullet nature of the notes exposes the project to refinancing risk at every maturity, partially mitigated by the cash reserving provisions. To ensure that sufficient funds are available, 12 months ahead of each amortization free cash flow from the revenue account is allocated to a principal reserve fund to a maximum \$150 million. In our view, the long life of 1P reserves provides a sufficient tail for refinancing of the notes. As such, the exposure to refinancing risk in June 2023 (\$500 million), June 2025 (\$600 million), June 2027 (\$600 million), and 2030 (\$550 million) doesn't constrain the rating on the notes.
- Leviathan can issue additional debt subject to several conditions, which include maintaining net present value at a 10% forward discount (NPV10) to net debt above 1.5x.

- A default by NewMed under the JOA might cause an interruption of cash flows to the project, if not rectified. We assess this risk as remote because our analysis of the base- and downside-case scenarios considers that NewMed has already performed all required payments in respect of the project's current stage of development and does not have any material outstanding liabilities.

## **Rating Action Rationale**

**Our rating on Leviathan's debt remains limited by our view on the revenue counterparties.** We have factored the stronger prospects of gas sales by revising up our long-term gas assumption to \$4.4 per metric million British thermal units (MMBTU) under our base case, compared with our assumption last year of \$3.5/MMBTU. In addition, the financial projections are reinforced by December 2021 1P reserves 8.7% higher than in December 2020. This has led us to revise up our adjusted preliminary operations phase stand-alone credit profile (SACP) to 'bb' from 'bb-'. However, our rating on Leviathan's debt remains constrained at 'BB-' due to our view of the GSPA offtakers' creditworthiness.

**We view the exposure to Egypt and Jordan as the key risk for Leviathan.** We view these markets as key for Leviathan's economic feasibility because we believe the project cannot switch its gas supply to other countries. Israel became a gas exporter when Leviathan started operating and, absent a material increase in local demand, which would take years, could not absorb the gas that Leviathan currently sells to Egypt and Jordan. Israel does not have liquefaction plants to export gas directly and the current pipeline networks only connect Israel with Egypt and Jordan. We currently expect Leviathan to sell about 45% of its gas in Egypt (B/Stable/B), 30%-35% in Jordan (B+/Stable/B) and the remaining 20%-25% in Israel (AA-/Stable/A-1+).

**The global surge in gas prices will likely have less of an effect on traded East Mediterranean gas.** Gas prices will likely remain persistently higher for longer as the Russia-Ukraine conflict and sanctions continue. Amid current high prices, new investments in gas projects are being considered in several geographies, including the EU. On June 6, 2022, the EU included gas on the list of environmentally sustainable economic activities under the European Commission's Taxonomy Delegated Act, reinforcing the role of gas within the energy transition. That said, Israel's gas infrastructure is only connected to Jordan and Egypt, with capacity to export to third parties limited by the usage of Egypt's Idku and Damietta liquefaction plants. Therefore, these constraints, existing contracts, and Israel's role as a gas exporter, will likely mean traded East Mediterranean gas prices are less affected by the global surge.

**The recently signed memorandum of understanding (MOU) between Israel, the EU, and Egypt may support the Israeli gas market.** The agreement may allow Israel to sell part of its gas surplus to the EU through Egypt. Therefore, we see the possibility that the current macro and geopolitical situation may reinforce Leviathan's position and capacity to consolidate higher prices than we currently expect. That said, these plans would increase Leviathan's Egypt exposure, which already accounts for 45% of expected revenue under our base case.

**Leviathan will need to refinance a bullet maturity of \$500 million prior to June 30, 2023.** From July 2022 until June 2023, free cash flow from the revenue account will be allocated to a principal reserve fund that accumulates up to \$150 million to support refinancing needs, in addition to the \$100 million already in the debt payment fund.

## **Outlook**

The current rating is constrained by our view on the creditworthiness of the rated GSPA offtakers. The stable outlook reflects our assessment that Leviathan's operations are unlikely to encounter substantial setbacks, and that the project has contracted a reasonable proportion of its production capacity with floor prices. Given the bullet nature of the notes, we expect the project to generate debt service coverage ratios (DSCRs) above 1.4x going forward--our current forecast minimum DSCR is 1.73x. The stable outlook reflects our expectation of stable gas exports to Jordan and Egypt.

## **Downside scenario**

We could lower the rating under the following scenarios:

- If the creditworthiness of the rated GSPA offtakers weakens.
- Should gas exports to Egypt and Jordan be unstable or at risk of disruption.
- If operations encounter production issues, resulting in lower uptime and higher operating costs and reducing the minimum DSCR below 1.4x. In addition, we could revise down our gas price assumptions if conditions in the oil and gas industry deteriorate, complicating the project's ability to sell its production capacity at favorable prices and leading to lower cash flows and higher refinancing risk.
- Should the field partners engage in aggressive expansion commitments, which could reduce net cash flows for notes repayment and result in extraordinary obligations for NewMed to pay its participating interest in related joint account expenses.

## **Upside scenario**

We view an upgrade as unlikely, since it would require the creditworthiness of the counterparties that currently cap the rating to improve. We could revise up our SACP assessment if the project sells its remaining capacity to counterparties of stronger creditworthiness, reducing its market risk exposure and enhancing the blended-average credit quality of its revenue streams, which could reduce risks and maintain the minimum DSCR toward 1.70x.

## **Performance Update**

Leviathan continues to post solid performance. It delivered its first gas to the Israeli domestic market in December 2019 and has exported to Egypt and Jordan since it started operating. Since then, operations have been stable and in line with expectations. From May 2020, average monthly uptime has been comfortably above 99%.

Table 1

**Total Natural Gas Reserves (100%) In The Petroleum Asset (Gross)**

Scenario	Type	As of Dec. 31, 2019	As of Dec. 31, 2020	As of Dec. 31, 2021
<b>1P</b>				
	Natural gas BCF	11,577.3	11,269.6	12,259.8
	Condensate MMbbl	20.8	24.8	27.0
<b>Total 2P</b>				
	Natural gas BCF	13,486.2	13,087.6	13,395.9
	Condensate MMbbl	24.2	28.8	29.5

1P--Proved reserves. 2P--Proved and probable reserves. BCF--Billion cubic feet. MMbbl--million barrels.

**Base Case**

**Assumptions**

- Leviathan uncontracted gas price: \$5.00/MMBTU in 2022 and \$4.4/MMBTU from 2023.
- Leviathan contracted gas price: Prices under GSPAs with rated third parties modeled as per the terms of the GSPAs.
- Operations and maintenance (O&M) costs: In line with the operator's historical performance, adjusted to U.S. inflation, including variable costs of \$0.5 per million cubic feet and operating expenditure of about \$80 million per year for 100% of the field.
- Capital expenditure (capex): Budgeted remaining capex of about \$375 million in 2022 and \$100 million in 2023 to finalize the completion and connection of the field's new well. No expansion capex going forward.
- Assumed cost of refinancing debt: Each bullet series at a 200-basis-point (bps) higher spread, with an amortizing loan until Dec. 31, 2044.

**Key metrics**

- A minimum DSCR of 1.73x in 2023 and an average DSCR until the final maturity of the refinancing period of 1.75x.

**Downside Case**

**Assumptions**

- Annual production: -10% compared to the base case.
- Gas price: -10% compared to the base case.
- O&M Costs: +10% higher variable and fixed operating costs, including stress over insurance

compared to the base case.

- Availability of the field: -5% compared to the base case.
- Capex: +20% compared to the base case.
- Assumed cost of refinancing debt: Each bullet series at a 400-bps higher spread.

## **Key metrics**

- We assess the project's resilience in a stress case as positive to the transaction because Leviathan Bond would be able to survive downside stress without depleting its liquidity and despite posting DSCRs below 1x.

## **Environmental, Social, And Governance**

We deemed environmental as the main ESG risk for the project. We consider that the project may be exposed to demand variation, which could be affected by both economic conditions and changing tastes for fossil fuels. That said, toward 2030 Leviathan will support decarbonization in its destination markets of Israel, Egypt, and Jordan by replacing coal energy production. Given the project's material deepwater exposure, it faces higher environmental risks than onshore producers due to its susceptibility to interruption and damage from rising sea levels and flooding. Additionally, and despite the positive track record of Leviathan, social factors are moderately negative--offshore operations are more subject to fatal accidents although remote from population centers.

## **Rating Score Snapshot**

### **Operations phase SACP (Senior Debt)**

- Operations phase business assessment (OPBA): '8' (on a scale of '1' [lowest risk] to '12' [highest risk])
- Preliminary SACP: 'bb+'
- Downside impact on preliminary SACP: 'bbb' (+1 notch)
- Debt structure: -1 notch
- Liquidity: Neutral
- Comparative analysis assessment: -1 notch
- Adjusted preliminary operations phase SACP: 'bb'
- Operations counterparty ratings adjustment: Capped at 'bb-'
- Operations phase SACP: 'bb-'

### **Modifiers (Senior Debt)**

- Parent linkage: De-linked

## Research Update: Leviathan Bond Ltd.'s Senior Secured Notes Affirmed at 'BB-' and 'iIA+'; Outlook Stable

- Structural protection: Neutral
- Senior debt issue rating: 'BB-'

### Operations phase SACP

Our operations phase SACP reflects our view of the operating risk typical of a gas exploration field, which we view as relatively moderate ('4' on a scale of '1' lowest risk to '10' highest risk). We incorporate our view of the project's exposure to market risk and the GSPA offtakers' credit quality as a key factor for the preliminary debt rating.

We assess the operations phase SACP as 'bb-' based on:

- The project's OPBA of '8'.
- Minimal exposure to resource risk, since 1P reserve amounts are sufficient to cover more than 40 years of production.
- Market risk exposure, with potential cash flow volatility of 15%-30%. Even though the project has 90% of production contracted under long-term GSPAs with minimum take-or-pay and at a fixed price, underpinning relatively stable and predictable cash flows, we only assume contracted capacity for 40% because we cannot determine the credit quality of the cash flows from 60% of these contracts.
- We factor into our downside-case scenario the project's ability to mitigate negative effects on cash flows that could stem from operating risks, such as lower production and higher operating and maintenance expenses, among other costs. Cash flows could also fall due to external events such as Brent reference prices, inflation rates, and insurance costs, especially considering the project's single-asset nature.
- Downside resilience is supported by the cash-funded \$100 million debt payment fund, at the same time that it is exposed to refinancing risk on each of the bullet maturity dates. Although there is a principal reserve to accumulate funds to repay each maturity, it only starts to receive cash flows from operations 12 months in advance of each maturity and is limited to a ceiling of \$150 million.
- As a result, the operations phase SACP is driven by a minimum DSCR of 1.73x.

### Operations counterparties

- We view the offtakers of the GSPAs as material counterparties. As such, we limit the project's operations phase SACP at 'bb-', which is the blended average credit quality of the rated offtakers considered in our base case.
- Our counterparty analysis of Nepco mirrors the ratings on its parent, Jordan (B+/Stable/B), because it provides a timely guarantee for the due payment of Nepco's obligations under the GSPA. We also included some of the Israeli offtakers, among others Paz Ashdod Refinery Ltd. (iIA+/Watch Neg/--).
- We view Chevron Mediterranean (a wholly owned subsidiary of Chevron Corp.) as an irreplaceable O&M counterparty. Despite the existence of other operators that could perform the same services, we view the unique characteristics of the lease agreement and JOA as tied to the obligations devoted to Chevron Mediterranean as the operator under these contracts. In addition, absent an O&M reserve account, we don't view there to be financial flexibility for replacement.
- The account bank is the Tel Aviv branch of HSBC Bank PLC. The documented replacement language is not consistent with our financial counterparty criteria. However, our 'A+' rating on

the counterparty, assessed in line with our criteria applicable to bank branches, doesn't currently pose a constraint to the rating on the notes.

#### Liquidity

- We assess the project's liquidity as neutral given a cash-funded \$100 million debt repayment fund. Even though this is not a standard debt service reserve account, the resources are sufficient to cover more than one semi-annual interest payment for the notes series.
- Additionally, the issuer accumulates cash one year ahead of any scheduled principal repayment, under a principal reserve fund, which it will use along with the debt payment fund and cash flows to repay the bullet notes as they become due. The principal reserve fund is limited to \$150 million.
- The project is not subject to financial covenants, which could cause an event of default or an acceleration of note repayments. The transaction structure has a forward-looking distribution lock-up test, based on a 1.5x NPV10 to net debt test (remaining net present value discounted at 10%, according to the reserve consultant report, however based on lower Brent prices). We typically expect lock-up mechanisms within the next 12 months of operations to allow for seasonality and volatile cash flows and to effectively preserve additional cash to meet project liquidity needs, but we view the lock-up mechanism as neutral.

## Recovery Analysis

### Key analytical assumptions

- S&P Global Ratings believes that lenders would achieve the greatest recovery amounts through reorganization of the project, rather than liquidation, given consistent demand for gas in the region.
- The '1' (90%) recovery rating indicates that we expect full recovery in this default scenario.
- We value the asset using the net present value of future cash flows of the field's expected remaining life through 2044, when the lease agreement ends.

### Simulated default assumptions

- Simulated default year: 2023
- We simulate a \$100 million revenue reduction coupled with \$50 million of unexpected cash outflows due to capex.
- In our hypothetical default scenario, we contemplate deterioration of the oil and gas industry in 2023, when the project is expected to refinance the first series of notes. The inability to place new notes would be the trigger point for a potential financial default.
- In our recovery forecast, we assume there would remain a viable business model driver due to continued demand for gas in the region and the strength of the company's historical operations, supporting its ability to protect the existing GSPAs.
- We discount cash flow over the remaining life of the charter at a 10% rate--and deduct 5% of administrative expenses to arrive at the net value.



## Research Update: Leviathan Bond Ltd.'s Senior Secured Notes Affirmed at 'BB-' and 'ilA+'; Outlook Stable

- We add six months of prepetition interest to the estimated debt at the time of default.

### Simplified waterfall

- Debt outstanding at hypothetical default (including prepetition interest): \$1.8 billion
- Estimated net value of the project: \$1.9 billion
- Recovery expectations: Rounded to 90% (recovery rating of '1').

### Related Criteria

- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings, Oct. 10, 2021
- Criteria | Structured Finance | General: Counterparty Risk Framework: Methodology And Assumptions, March 8, 2019
- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings, June 25, 2018
- General Criteria: Guarantee Criteria, Oct. 21, 2016
- Criteria | Corporates | Recovery: Methodology: Jurisdiction Ranking Assessments, Jan. 20, 2016
- Criteria | Corporates | Project Finance: Project Finance Framework Methodology, Sept. 16, 2014
- Criteria | Corporates | Project Finance: Project Finance Transaction Structure Methodology, Sept. 16, 2014
- Criteria | Corporates | Project Finance: Project Finance Operations Methodology, Sept. 16, 2014
- Criteria | Corporates | Project Finance: Key Credit Factors For Oil And Gas Project Financings, Sept. 16, 2014
- General Criteria: Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Criteria | Financial Institutions | Banks: Assessing Bank Branch Creditworthiness, Oct. 14, 2013
- Criteria | Corporates | Project Finance: Project Finance Construction And Operations Counterparty Methodology, Dec. 20, 2011
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

### Related Research

- Leviathan Bond Ltd.'s Senior Secured Notes Affirmed At 'BB-'; Outlook Stable, July 29, 2021
- Transaction Update: Presale: Leviathan Bond Ltd., July 30, 2020

## Ratings List

### Ratings Affirmed

---

**Leviathan Bond Ltd.**

---

Senior Secured    BB-

---

Recovery Rating    1(90%)

---

Certain terms used in this report, particularly certain adjectives used to express our view on rating relevant factors, have specific meanings ascribed to them in our criteria, and should therefore be read in conjunction with such criteria. Please see Ratings Criteria at [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) for further information. A description of each of S&P Global Ratings' rating categories is contained in "S&P Global Ratings Definitions" at [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) Complete ratings information is available to subscribers of RatingsDirect at [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). All ratings affected by this rating action can be found on S&P Global Ratings' public website at [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Use the Ratings search box located in the left column. Alternatively, call one of the following S&P Global Ratings numbers: Client Support Europe (44) 20-7176-7176; London Press Office (44) 20-7176-3605; Paris (33) 1-4420-6708; Frankfurt (49) 69-33-999-225; or Stockholm (46) 8-440-5914

Copyright © 2022 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

# לוויתן בונד בע"מ

25 ביולי 2022

אשרור דירוג

## אשרור דירוג 'A+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות, התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

Gonzalo Cantabrana Fernandez, מדריד, 34-91-389-6955  
[gonzalo.cantabrana@spglobal.com](mailto:gonzalo.cantabrana@spglobal.com)

אנשי קשר נוספים:

אוהד מובשוביץ, רמת גן, 972-3-7539725 [ohad.movshovitz@spglobal.com](mailto:ohad.movshovitz@spglobal.com)  
ולריה קוזנצובה, לונדון, 44-20-71760864 [valeia.kuznetsova@spglobal.com](mailto:valeia.kuznetsova@spglobal.com)  
Livia Vilela, מדריד, 34-91-423-3318 [livia.vilela@spglobal.com](mailto:livia.vilela@spglobal.com)

### תוכן עניינים

3	תמצית פעולת הדירוג
3	תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים
4	חוזקות
4	סיכונים
5	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
6	תחזית הדירוג
6	התרשיש השלילי
7	התרשיש החיובי
7	עדכון ביצועים
7	תרשיש הבסיס
7	הנחות עיקריות
8	יחסים עיקריים
8	התרשיש השלילי
8	הנחות עיקריות

## לויתן בונד בע"מ

8.....	יחסים עיקריים
8.....	גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי
8.....	פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)
9.....	התאמות לדירוג (חוב בכיר)
9.....	פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה
10.....	צדדים לעסקה בשלב ההפעלה
10.....	נזילות
11.....	ניתוח שיקום חוב
11.....	שיקולים עיקריים
11.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
11.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
11.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
12.....	רשימת דירוגים

## אשרור דירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות, התחזית יציבה

### תמצית פעולת הדירוג

- מאגר לוויתן העומד בבסיס החוב של לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "הפרויקט") ממשיך להציג ביצועים איתנים, ויתרת עתודות הגז המוכחות שלו (1P) ב-31 בדצמבר 2021 הייתה גבוהה ב-8.7% לעומת שנה קודם לכן.
- למרות תנאי השוק המשופרים והשיפור בהפעלה, אנו מעריכים כי דירוג החוב של לוויתן נותר מוגבל על ידי רוכשי הגז, והיצוא למצרים וירדן עודנו הסיכון העיקרי לפרויקט.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות של לוויתן בונד בע"מ, ואת דירוג שיקום החוב '1' המשקף שיעור שיקום חוב צפוי של 90% במקרה של כשל פירעון.
- התחזית היציבה משקפת את הציפיות שלנו ליצוא גז למצרים וירדן, ביצועים תפעוליים איתנים, יחס כיסוי גבוה משמעותית מ-1.5x, ושמירה על איכות האשראי של הרוכשים שהתקשרו עם הפרויקט בהסכמי מכירה מסוג GSPA.

### תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

מאגר לוויתן הוא מאגר גז טבעי הנמצא מול חופי ישראל. הוא התגלה ב-2010 והוא מאגר הגז גדול ביותר בישראל. הוא נמצא כ-120 ק"מ ממערב לחיפה, 1.7 ק"מ מתחת לפני המים, ומספק גז טבעי לישראל, מצרים וירדן. לפי דוח העתודות של יועצי אנרגיה עצמאיים מחברת Netherland, Sewell & Associates Inc. (NSAI), למאגר עתודות מוכחות (1P) של 12,259.8 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-27.0 מיליון חביות של קונדנסט נכון ל-31 בדצמבר 2021, ויכולת הפקה שנתית של 12 מיליארד מטר מעוקב (BCM).

זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן מוחזקות על ידי ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת ("ניו-מד", לשעבר דלק קידוחים, 45.34%), שברון מדיטרניאן לימיטד (לשעבר נובל אנרג'י מדיטרניאן לימיטד, 39.66%) ורציו אנרגיות שותפות מוגבלת ("רציו", לשעבר רציו חיפושי נפט, 15.00%) (יחד, "השותפות"), לפי חזקה שניתנה עד פברואר 2044, שניתן להאריכה בעד עשרים שנים נוספות אם השותפות ימשיכו להפיק גז מהמאגר. ההפעלה והתשתית הקשורה אליה מוגדרות בהסכם הפעלה משותף (JOA - joint operating agreement) בין שלוש השותפות לפי שיעורי החזקה שלהן בהסכם החזקה של לוויתן. מפעילת המאגר היא שברון מדיטרניאן לימיטד ("המפעילה"), הפועלת על פי התנאים שהוגדרו בחזקה וב-JOA.

## לוויתן בונד בע"מ

בהינתן מאפיינים ייחודיים אלה, אנו מדרגים את הפרויקט על סמך המתודולוגיה שלנו "עקרונות הדירוג של S&P". בפרט, הערכנו את יחס הכיסוי על פי חלקה של ניו-מד, 45.34%, ועל פי ה-JOA, הקובע כי הצעות ועדת ההפעלה צריכות להתקבל ברוב של 60% על ידי לפחות שתי שותפות לא קשורות. אף שלאף אחת מהשותפות אין רוב המאפשר שליטה, אנו סבורים שנוהל הצבעה זה ממתן את הסיכון הנובע מכך שאין לניו-מד שליטה במאגר, משום שהחלטות אינן יכולות להתקבל בלי אישורה. איגרות החוב ייפרעו באמצעות החלק היחסי בתזרים ההכנסות ממכירת הגז והקונדנסט שיופקו מהמאגר. אנו מביאים בחשבון גם את הסיכון בכך שניו-מד היא חלק מהפרויקט תחת הסכם ההלוואה (sponsor loan), אבל איננו קושרים את דירוג איגרות החוב לאיכות האשראי של ניו-מד, משום שאנו סבורים שמבנה הפרויקט ממתן את הסיכון הנובע מחדלות פירעון צולבת (cross default), ושחדלות פירעון תחת ה-JOA מאוד לא סבירה בשלב זה.

לשדה לוויתן יש הסכמי GSPA ארוכי טווח במסגרת חוזי יצוא המהווים כ-70%-80% מיכולת הפקת הגז בתרחיש 2P (רזרבות מוכחות וצפויות), בעוד שהיתרה נמכרת ליצרני אנרגיה בישראל. מח"מ החוזים הממוצע הוא 12 שנה.

### חוזקות

- סיכון המשאבים של מאגר לוויתן הוא מינימלי, ועתודות ה-1P שלו מספיקות כדי לכסות את קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנה, לפי המידע בדוח העתודות של NSAI.
- חברה גלובלית ומנוסה מפעילה את הנכס. מאז 2013 מפעילה שברון מדיטרניאן לימיטד בהצלחה פרויקט דומה במאגר תמר הסמוך, דבר שלהערכתנו תומך בדירוג. עובדה זו תומכת בהערכתנו ליציבות בהפקה ולעלויות הפעלה נמוכות (פחות מ-10% מההכנסות).

### סיכונים

- הדירוג מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.
- אף שחלק ניכר מבסיס ההכנסות מעוגן באמצעות הסכמי רכש, אנו צופים שהפרויקט ימשיך להיות חשוף לסיכון שוק, שעשוי להוביל לתנודתיות מסוימת בתזרים המזומנים. כ-85% ממכירות הגז מעוגנות בהסכמי GSPA לטווח הארוך עם כמויות מינימום של 'קח או שלם' במחיר קבוע, מחיר רצפה ומנגנון העלאת מחירים התלוי במחיר הברנט או בתעריף ייצור החשמל המקומי (תלוי בסוג ההסכם). אולם היות שאנו מעריכים את איכות האשראי של רוכשי 40% בלבד מסך הקיבולת בהסכמים, אנו מניחים ש-60% הנותרים נמכרים בשוק לאורך חיי הפרויקט, מה שמגדיל את תנודתיותם של תזרימי המזומנים הצפויים הזמינים לשירות חוב לאורך חיי החוב.
- 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. על מנת להבטיח את זמינות הכספים

## לוויתן בונד בע"מ

לפירעון כל אחד מתשלומי הבולט, תזרימי מזומנים חופשיים מחשבון ההכנסות נשמרים, 12 חודשים לפני כל מועד פירעון, בקרן רזרבה בהיקף של עד 150 מיליון דולר. אנו סבורים שאורך החיים של עתודות המאגר (לפי הגדרות 1P) משאיר זנב מספק למימון מחדש של איגרות החוב. משום כך, החשיפה לסיכון מימון מחדש ביוני 2023 (500 מיליון דולר), ביוני 2025 (600 מיליון דולר), ביוני 2027 (600 מיליון דולר) וב-2030 (550 מיליון דולר) אינה מגבילה את דירוג איגרות החוב.

- הפרויקט יכול להנפיק חובות נוספים בכפוף למספר תנאים, הכוללים שמירה על יחס גבוה מ-1.5 בין הערך הנוכחי הנקי בשיעור הון של 10% (NPV10) לחוב נטו.
- כשל פירעון של ניו-מד תחת ה-JOA עשוי, אם לא יתוקן, לגרור הפסקה זמנית בתזרימי המזומנים של הפרויקט. אנו מעריכים כי סיכון זה קטן מכיוון שעל פי תרחיש הבסיס והתרחיש השלילי ניו-מד כבר ביצעה את כל התשלומים הנדרשים בגין שלב הפיתוח הנוכחי של הפרויקט, ולא נותרו לה התחייבויות מהותיות נוספות.

## שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

**דירוג החוב של לוויתן נותר מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של הרוכשים.**

הבאנו בחשבון את ירידת הסיכון במכירות העתידיות על ידי עדכון הנחת הגז ארוכת הטווח בתרחיש הבסיס שלנו ל-4.4 דולר למיליון יחידות תרמיות בריטיות (MMBTU), לעומת 3.5 דולר ל-MMBTU במועד המעקב הקודם. בנוסף, התחזיות הפיננסיות התחזקו בזכות עלייה של 8.7% בעתודות 1P ב-2021. מסיבה זו העלינו את פרופיל האשראי העצמאי (SACP) המקדמי המותאם שלנו לשלב ההפעלה מקבוצת 'ilA' לקבוצת 'ilAA'. אולם דירוג החוב נותר מוגבל בשל הערכתנו את איכות האשראי של רוכשי הגז הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA.

**אנו רואים ביצוא למצרים ולירדן את הסיכון העיקרי.**

אנו סבורים ששווקים אלה חשובים ביותר להישרדותו הכלכלית של לוויתן, שכן הפרויקט, לדעתנו, אינו יכול להעביר את אספקת הגז שלו למדינות אחרות. ישראל הפכה ליצואנית גז כאשר לוויתן התחיל לפעול, וללא עלייה מהותית בביקוש המקומי, שתיקה שנים, לא תצליח לספוג את הגז שהפרויקט מוכר כיום למצרים ולירדן. בישראל אין מפעלי הנחלה המאפשרים לייצא גז ישירות, ורשתות הצנרת הנוכחיות מחברות את ישראל רק עם מצרים וירדן. כרגע אנו מצפים שהפרויקט ימכור כ-45% מהגז במצרים (B/Stable/B), 30% בירדן (B+/Stable/B) ואת ה-25%-30% הנותרים בישראל (AA-/Stable/A-1+).

**העלייה במחירי הגז העולמיים אינה צפויה להשפיע משמעותית על הגז הנסחר במזרח הים התיכון.** מחירי הגז צפויים להישאר גבוהים למשך זמן רב יותר ככל שיימשכו הסכסוך בין רוסיה לאוקראינה והסנקציות על רוסיה. על רקע המחירים הגבוהים הנוכחיים, נשקלות השקעות חדשות בפרויקטי גז במספר אזורים, כולל



## לוויתן בונד בע"מ

באיחוד האירופי. ב-6 ביוני 2022 הוסיף האיחוד האירופי את הגז הטבעי לרשימת הפעילויות הכלכליות בנות הקיימא מבחינה סביבתית במסגרת הטקסונומיה של הנציבות האירופית, מה שמחזק את תפקיד הגז במעבר האנרגיה. עם זאת, תשתית הגז של ישראל מחוברת רק לירדן ולמצרים, ויכולתה לייצא לצדדים שלישיים מוגבלת על ידי השימוש במפעלי ההנזלה באדקו ובדמיאט שבמצרים. בשל אילוצים אלה, החוזים הקיימים ותפקידה של ישראל כיצואנית גז, סביר להניח שמחירי הגז הנסחר במזרח הים התיכון לא יושפעו משמעותית מהזינוק העולמי במחירים.

**מזכר ההבנות שנחתם לאחרונה בין ישראל, האיחוד האירופי ומצרים עשוי לתמוך בשוק הגז הישראלי.** ההסכם עשוי לאפשר לישראל למכור חלק מעודפי הגז שלה לאיחוד האירופי דרך מצרים. לפיכך, אנו רואים אפשרות שהמצב המאקרו והגיאופוליטי הנוכחי עשויים לחזק את מעמדו של פרויקט לוויתן ואת יכולתו להשיג מחירים גבוהים משאנו צופים כיום. עם זאת, תוכניות אלה יגדילו את החשיפה של לוויתן למצרים, שכבר מהווה 45% מההכנסות הצפויות בתרחיש הבסיס שלנו.

### **הפרויקט יצטרך למחזר תשלום קרן של 500 מיליון דולר לפני 30 ביוני 2023.**

מיולי 2022 ועד יוני 2023, תזרים מזומנים חופשי מחשבון ההכנסות יוקצה לקרן רזרבה שצוברת עד 150 מיליון דולר לתמיכה בצורכי מימון מחדש, בנוסף ל-100 מיליון דולר שכבר נמצאים בקרן תשלומי החוב.

## **תחזית הדירוג**

הדירוג מוגבל על ידי הערכתנו לאיכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהפעלת מאגר לוויתן אינה צפויה להיתקל במכשולים מהותיים, ושלפרויקט יש הסכמי רכש עם מחיר רצפה על חלק סביר מקיבולת ההפקה שלו. היות שאיגרות החוב נפרעות בתשלומים חד-פעמיים, אנו צופים שיחסי הכיסוי לשירות החוב (DSCR) של הפרויקט יעלו על 1.4x בשנים הקרובות - כיום אנו חוזים DSCR מינימלי של 1.73x. התחזית היציבה משקפת את צפייתנו ליציבות ביצוא גז לירדן ולמצרים.

## **התרחיש השלילי**

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם תיחלש איכות האשראי של רוכשי הגז המדורגים הקשורים עם הפרויקט בהסכמי GSPA, במקרה של חוסר יציבות או סיכון לשיבושים ביצוא הגז למצרים או לירדן, או אם הפעלת הפרויקט תיתקל בבעיות הפקה, שיובילו לירידה בזמינות ולעלייה בעלויות ההפעלה, ויורידו את יחס הכיסוי המינימלי מתחת ל-1.4x. בנוסף, אנו עשויים לשנות את הנחותינו לגבי מחירי הגז אם תחול ההתדרדרות בתנאי השוק לנפט וגז, והפרויקט יתקשה למכור את קיבולת ההפקה שלו במחירים סבירים, מה שיקטין את תזרימי המזומנים ויגדיל את סיכון המימון מחדש.

## לוויתן בונד בע"מ

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם השותפות במאגר ייקחו על עצמן התחייבויות אגרסיביות להרחבתו, מה שעשוי להקטין את תזרימי המזומנים הזמינים לפירעון איגרות החוב, ולהוביל למחויבות יוצאת דופן של ניו-מד לשלם את חלקה היחסי בהוצאות חריגות.

### התרחיש החיובי

העלאת דירוג אינה סבירה כעת, משום שהיא תדרוש שיפור באיכות האשראי של הצדדים לעסקה המגבילים כיום את הדירוג. אנו עשויים להעלות את ה-SACP אם הפרויקט ימכור את יתרת הקיבולת שלו לצדדים שאיכות האשראי שלהם טובה יותר, מה שיצמצם את החשיפה לסיכון שוק וישפר את איכות האשראי הממוצעת המשולבת של זרם ההכנסות, ועשוי להפחית את הסיכונים ולהבטיח שמירה על DSCR המינימלי של כ-1.70x.

### עדכון ביצועים

מאגר לוויתן ממשיך להציג ביצועים איתנים. הפרויקט התחיל לספק גז לשוק המקומי הישראלי בדצמבר 2019, ומייצא גז למצרים וירדן מאז התחיל לפעול. מאז, הפעילות הייתה יציבה ותואמת את הציפיות. מאז מאי 2020, עלתה הזמינות מעל 99%.

### עתודות גז טבעי (100% ברוטו)

תרחיש	סוג	31 בדצמבר 2019	31 בדצמבר 2020	31 בדצמבר 2021
1P (עתודות מוכחות)	גז טבעי (BCF)	11,577.3	11,269.6	12,259.8
	קונדנסט (MMBBI)	20.8	24.8	27.0
2P (עתודות מוכחות וצפויות)	גז טבעי (BCF)	13,486.2	13,087.6	13,395.9
	קונדנסט (MMBBI)	24.2	28.8	29.5

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

### תרחיש הבסיס

#### הנחות עיקריות

- מחיר גז ללא חוזה: \$5.00 ל-MMBTU ב-2022 ו-\$4.4 ל-MMBTU החל מ-2023.
- מחיר גז עם חוזה: מחירים תחת הסכמי GSPA עם רוכשים מדורגים – על פי תנאי ההסכמים.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים ההיסטוריים של המפעילה, אחרי התאמה לאינפלציה בארה"ב, כולל עלות משתנה של 0.5 דולר למיליון רגל מעוקב והוצאות תפעוליות של כ-80 מיליון דולר לשנה עבור 100% מהמאגר.

## לוויתן בונד בע"מ

- הוצאות הוניות (capes): יתרת השקעות מתוקצבות של כ-375 מיליון דולר ב-2022 ו-100 מיליון דולר ב-2023 להשלמת הבאר החדשה וחיבורה למאגר. אין השקעות הרחבה בהמשך.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מימון מחדש של כל סדרת אג"ח במרווח הגדול ב-200 נקודות בסיס מהמרווח המקורי, באמצעות הלואה נפרעת לשיעורין עד 31 בדצמבר 2044.

### יחסים עיקריים

- DSCR מינימלי של 1.73x ב-2023 ו-DSCR ממוצע של 1.75x עד תום תקופת מימון מחדש.

## התרחיש השלילי

### הנחות עיקריות

- הפקה שנתית: נמוכה ב-10% 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 על עלויות הביטוח.
- זמינות המאגר: נמוכה ב-5% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- הוצאות הוניות: גבוהות ב-20% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלות משוערת של מחזור החוב: כל סדרת אג"ח במרווח גבוה ב-400 נקודות בסיס.

### יחסים עיקריים

- אנו מעריכים את עמידותו של הפרויקט בתרחיש קיצון כחיובית לעסקה, משום שהפרויקט יוכל לעמוד בתרחיש שלילי בלי שנזילותו תתדלדל לחלוטין ולמרות יחסי כיסוי שירות חוב נמוכים מ-1x.

## גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שהסיכון הסביבתי הוא סיכון ה-ESG העיקרי עבור הפרויקט. אנו סבורים שהפרויקט עשוי להיות חשוף לשינויים בביקוש שעשויים להיות מושפעים הן מהתנאים הכלכליים והן משינוי בהעדפות לדלקים מאובנים. עם זאת, לקראת 2030 הפרויקט יתמוך בהפחתת פחמן בשוקי היעד שלו, ישראל, מצרים וירדן, על ידי החלפת ייצור אנרגיה באמצעות פחם. בהתחשב בחשיפה המשמעותית של הפרויקט למים עמוקים, הוא עומד בפני סיכונים סביבתיים גבוהים יותר מפרויקטים ביבשה בשל רגישותו להפרעות ולנזקים מעליית פני הים והצפות. בנוסף, ולמרות ההיסטוריה החיובית של הפרויקט, הגורמים החברתיים הם שליליים באופן מתון – פעילות בים חשופה יותר לתאונות קטלניות אך מרוחקת ממרכזי אוכלוסייה.

## פרופיל אשראי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 8 (בסולם של '1' [הסיכון הנמוך ביותר] עד '12' [הסיכון הגבוה ביותר])
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני: קבוצת ilAA

- השפעת התרחיש השלילי על פרופיל האשראי העצמאי הראשוני: קבוצת ilAA
- מבנה החוב: קבוצת ilAA
- מזילות: ניטרלי
- השוואה לקבוצת ייחוס: קבוצת ilAA
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני מתואם לתקופת ההפעלה: קבוצת ilAA
- התאמה בגין צדדים תפעוליים לעסקה: מוגבל עד ilA+
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: קבוצת ilA

### התאמות לדירוג (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- הגנה מבנית: ניטרלי
- דירוג חוב בכיר: ilA+

### 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). הערכתנו את 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 כתואם את קבוצת 'ilA', על סמך הגורמים הבאים:

- ה-OPBA של הפרויקט הוא '8'.
- חשיפה מינימלית לסיכון משאבים, מכיוון שקיימות עתודות 1P מספיקות לכיסוי יותר מ-40 שנות הפקה.
- חשיפה לסיכון שוק, עם תנודתיות אפשרית של 15%-30% בתזרים המזומנים. אף ש-90% מתפוקת הפרויקט מכוסה על די חוזי GSPA ארוכי טווח עם סעיפי "קח או שלם" 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 ההשפעות השליליות של סיכונים תפעוליים כגון צמצום בתפוקה ועלייה בהוצאות ההפעלה והתחזוקה על תזרימי המזומנים. תזרימי המזומנים עשויים לקטון גם עקב אירועים חיצוניים כמו מחירי הברנט, אינפלציה ועלויות ביטוח, במיוחד בהתחשב בכך שהפרויקט מחזיק בנכס בודד.
- עמידות הפרויקט לתרחיש השלילי נתמכת בקרן תשלומי חוב של 100 מיליון דולר הנצברת במזומן, החשופה לסיכון מימון מחדש בכל אחד מתאריכי הפירעון של הסדרות. אף שקיימת קרן רחבה לצבירת

## לוויתן בונד בע"מ

כספים לפירעון כל חלות, היא מתחילה לצבור תזרימי מזומנים תפעוליים רק 12 חודשים לפני כל מועד פירעון ומוגבלת ל-150 מיליון דולר לכל היותר.

- כתוצאה מכך, פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה נשען על DSCR מינימלי של 1.73x.

## צדדים לעסקה בשלב ההפעלה

- אנו רואים את הרוכשים שחתמו על הסכמי GSPA כצדדים מהותיים לעסקה. משום כך, פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה מוגבל ל-'ilA+', איכות האשראי המשוקללת של הרוכשים המדורגים שנכללו בתרחיש הבסיס שלנו.
- ניתוח הצדדים לעסקה שביצענו על Nepco משקף את דירוגה של ירדן (B+/Stable/B), שהיא הבעלים של Nepco ומספקת ערבות לפירעון התחייבויותיה על פי הסכם ה-GSPA. כללנו גם כמה מהרוכשים הישראליים, ביניהם פז בית זיקוק אשדוד בע"מ (ilA+/WatchNeg).
- אנו רואים במפעילה, שברון מדיטרניאן לימיטד (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 לשברון מדיטרניאן לימיטד כמפעילה תחת חוזים אלה. בנוסף, היות שאין קרן הפעלה ותחזוקה, איננו סבורים כי קיימת גמישות פיננסית להחלפה.
- הבנק שבו מנוהל החשבון הוא הסניף של HSBC Bank PLC בתל אביב. תנאי ההחלפה המתועדים אינם תואמים את המתודולוגיה שלנו לצדדים פיננסיים לעסקה. מאידך, הדירוג הגלובלי 'A+' של צד זה לעסקה, בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית לסניפי בנקים, אינו מגביל כיום את דירוג איגרות החוב.

## 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 סדרות האג"ח.
- בנוסף, המנפיקה צוברת 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 במועד. קרן הרזרבה לתשלום הקרן מוגבלת לסכום של 150 מיליון דולר.
- לפרויקט אין התניות פיננסיות שיכולות 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). אף שלרוב אנו מצפים ממבחני חלוקה המבוססים על 12 החודשים הבאים של ההפעלה

## לוויתן בונד בע"מ

לאפשר תנודתיות ועונתיות של תזרימי המזומנים ולשמור אפקטיבית על מזומנים נוספים על מנת לעמוד בצורכי הנזילות של הפרויקט, אנו סבורים שמבחן החלוקה ניטרלי לדירוג.

## 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 המקדמי '1' משקף את הערכתנו לשיקום חוב של 90% 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 יפוג תוקפה של החזקה.

### הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- אנו מבצעים סימולציה של ירידה של 100 מיליון דולר בהכנסות יחד עם הוצאות הוניות תזרימיות בלתי צפויות של 50 מיליון דולר.
- התדרדרות בענף הנפט והגז בשנת 2023, אז יידרש מימון מחדש של סדרת האג"ח הראשונה. חוסר יכולת להנפיק איגרות חוב חדשות עשוי להוביל לכשל פירעון.
- בתחזית שיקום החוב שלנו אנו מניחים שיישאר עדיין מודל עסקי ישים בזכות הביקוש המתמשך לגז טבעי באזור והיציבות התפעולית של הפרויקט שתתמוך ביכולתו לשמור על הסכמי ה-GSPA הקיימים.
- אנו מהוונים את תזרימי המזומנים בשארית חיי החזקה בשיעור של 10%, ומפחיתים הוצאות אדמיניסטרטיביות בשיעור של 5%.

### מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- יתרת החוב בעת כשל הפירעון ההיפותטי (כולל ריבית צבורה חצי שנתית): 1.8 מיליארד דולר
- ערך נקי מוערך של הפרויקט: 1.9 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגלת ל-90% (דירוג שיקום חוב של '1').

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג פרויקטים - צדדים לעסקה](#), 20 בדצמבר, 2011
- [מתודולוגיה - כללי: תנאים המאפשרים דירוג תאגיד הגבוה מדירוג המדינה שבה הוא פועל](#), 19 בנובמבר, 2013

## לוויתן בונד בע"מ

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה למסגרת הכללית למימון פרויקטים](#), 16 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לשלב ההפעלה של פרויקט](#), 16 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה למבנה העסקאות למימון פרויקטים](#), 16 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג פרויקטים בתחומי הנפט והגז](#), 16 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון](#), 20 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לערבויות](#), 21 באוקטובר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה](#), 8 במרץ, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 10 בנובמבר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

## רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	לוויתן בונד בעמ
			<b>דירוג(י) הנפקה</b>
			<b>חוב בכיר מובטח</b>
29/07/2021	18/08/2020	ilA+\Stable	סדרה א'
29/07/2021	18/08/2020	ilA+\Stable	סדרה ב'
29/07/2021	18/08/2020	ilA+\Stable	סדרה ג'
29/07/2021	18/08/2020	ilA+\Stable	סדרה ד'
			<b>פרטים נוספים</b>
		15:20 21/07/2022	זמן בו התרחש האירוע
		15:20 21/07/2022	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
		החברה המדורגת	יוזם הדירוג

## לויתן בונד בע"מ

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](http://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 יישמש 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 אמנים 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 מהחמתים 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](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P בכתובת [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.