

לוויתן בונד בע"מ

15 באוקטובר 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'A+' לחוב הבכיר המובטח, התחזית נותרה שלילית

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אשת קשר נוספת:

Elena Anankina, לונדון, elena.anankina@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	התרחיש השלילי
7	התרחיש החיובי
7	עדכון ביצועים
7	עתודות גז טבעי (100%) ברוטו
7	תרחיש הבסיס
7	הנחות עיקריות
8	יחסים עיקריים
8	התרחיש השלילי
8	הנחות עיקריות
8	יחסים עיקריים
8	נזילות
9	פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

לויתן בונד בע"מ

- 9..... קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)
- 9..... פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה
- 10..... צדדים לעסקה בשלב ההפעלה
- 10..... צדדים מבניים לעסקה
- 10..... צדדים פיננסיים לעסקה
- 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
- 11..... רשימת דירוגים

תמצית פעולת הדירוג

- לאור התגברות הלחימה בצפון בין ישראל לחיזבאללה, הפלישה הקרקעית של ישראל לדרום לבנון ומטח הטילים ששיגרה איראן לישראל בתחילת אוקטובר 2024, אנו סבורים שהסיכונים הביטחוניים הגבוהים שבפניהם עומדת לוויתן בונד בע"מ ("לוויתן" או "הפרויקט") התגברו עוד יותר.
- אף שבתרחיש הבסיס שלנו עדיין איננו מניחים הסלמה רחבה יותר של העימות שתערב שחקנים אזוריים אחרים, אנו סבורים שהמצב הנוכחי מגדיל את הסבירות להתדרדרות ביחסי ישראל עם המדינות השכנות, מה שעשוי להשפיע על היקף היצוא של הפרויקט.
- למרות זאת, ולמרות המשך המלחמה בין ישראל והחמאס והעימות בין ישראל וחיזבאללה, הפרויקט ממשיך בפעילות מלאה ללא הפרעות מהותיות לייצור תזרים המזומנים ממכירות מקומיות ומיצוא, בעיקר למצרים (B-/Positive/B) ולירדן (BB-/Stable/B).
- אנו מאשררים את הדירוג '+iilA' לאגרות החוב הבכירות המובטחות של לוויתן, ואת דירוג שיקום החוב '1' המשקף שיעור שיקום חוב צפוי של 95% במקרה של כשל פירעון.
- התחזית השלילית משקפת את האפשרות שנוריד את הדירוג במהלך 12 החודשים הקרובים אם יגברו הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים של הפרויקט וישליכו על היקף הייצוא, המכירות המקומיות, יציבות התפעולית או שלמות נכסיו. תרחיש כזה ייתכן, למשל, אם יגברו עוד יותר הסיכונים של מתקפות טילים מצד חיזבאללה, שלוחי איראן אחרים באזור או איראן עצמה, ויגדילו את הסבירות לפגיעה בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות של ישראל, לרבות לוויתן.

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 סדרת אג"ח א' ב-2023, יתרת החוב הבכיר בפרויקט עומדת על 1.75 מיליארד דולר. מאגר לוויתן הוא מאגר גז טבעי הנמצא מול חופי ישראל. הוא התגלה ב-2010 והוא מאגר הגז גדול ביותר בישראל. לוויתן הוא מאגר גז ימי הנמצא כ-120 ק"מ מערבית לחיפה, עם פלטפורמת ייצור הממוקמת 10 ק"מ מערבית לחוף דור. לוויתן נכנס לשלב ההפעלה המסחרית בדצמבר 2019, וכיום הוא מספק גז לישראל, למצרים ולירדן. לפי דוח העתודות של יועצי אנרגיה עצמאיים מחברת (NSAI) Netherland, Sewell & Associates Inc., למאגר עתודות מוכחות (1P) של 13,472.1 מיליארד רגל מעוקב (BCF) של גז טבעי ו-29.6 מיליון חביות של קונדנסט נכון ל-31 בדצמבר 2023 (לפי הסטנדרטים של (Petroleum Resources Management System - PRMS), ויכולת הפקה שנתית של 12 מיליארד מטר מעוקב (BCM).

לוויתן בונד בע"מ

זכויות החיפוש וההפקה של נפט וגז במאגר לוויתן ניתנו לחברת האם של לוויתן בונד, ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת ("ניו-מד", 45.34%), לשברון מדיטרניאן בע"מ (39.66%) ולרציו אנרגיות בע"מ (15.00%) בחזקת הפקה עד פברואר 2044, עם אופציה להארכה בעד עשרים שנים נוספות אם השותפות ימשיכו להפיק גז 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 וב-JOA.

למאגר לוויתן יש הסכמי GSPA ארוכי טווח במסגרת חוזי יצוא המכסים כ-70%-80% מהפקת הגז בתרחיש 2P (רזרבות מוכחות וצפויות), והיתרה נמכרת ליצרני אנרגיה בישראל. מח"מ החוזים הוא 12 שנה. בנוסף, במרץ 2024 החל לוויתן למכור קונדנסט לבית זיקוק אשדוד בע"מ, ובכך ייצר תזרים הכנסה נוסף מהשוק הישראלי.

חוזקות

- סיכון משאבים מינימלי, ועתודות מוכחות (1P) המספיקות כדי לכסות את קיבולת הייצור במשך יותר מ-30 שנה.
- חברת הפעלה מנוסה מאד, שברון מדיטרניאן, התומכת בהערכתנו ליציבות בהפקה ולעלויות הפעלה נמוכות (פחות מ-10% מההכנסות) וברווחיות איתנה.
- ביצועים תפעוליים איתנים עד כה שהגדילו את ייצור תזרים המזומנים של הפרויקט ואפשרו לו לפרוע את איגרות החוב בסך 500 מיליון דולר שמועד פירעונן חל ביוני 2023 ללא צורך במחזור חוב.
- מזילות מספקת כדי לקיים את הפעילות ולעמוד בתשלומי שירות החוב הקרובים במקרה של שיבושים בייצור.

סיכונים

- התגברות הסיכונים הביטחוניים עקב ההסלמה בצפון ובשל עלייה בסבירות למתקפות טילים על תשתיות ישראליות מצד חיזבאללה, שלוחות איראניות אחרות או איראן עצמה.
- הסיכונים הפוטנציאליים ליצוא למצרים ולירדן כוללים את האילוצים המרכזיים על לוויתן (אנו מניחים שבמהלך חיי הפרויקט הוא ימכור בממוצע כ-45%-50% מהגז למצרים ו-30%-35% לירדן), בהיעדר עלייה מהותית בביקוש המקומי לגז גמישותו של הפרויקט מוגבלת, ואין לו תשתית למכור לשווקים אחרים.
- 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.
- הפרויקט יכול להנפיק חובות נוספים בכפוף למספר תנאים, הכוללים שמירה על יחס גבוה מ-1.5x בין הערך הנוכחי הנקי בשיעור היוון של 10% (NPV10) לחוב נטו.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

בהתחשב בהסלמה האחרונה בעימות בין ישראל לחיזבאללה ומתקפת הטילים של איראן, אנו רואים כעת סבירות גבוהה יותר למתקפות טילים נוספות נגד ישראל, מה שמגביר את הסבירות לפגיעה בתשתיות אסטרטגיות של ישראל, ולוויתן ביניהן.

מאז פרוץ המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023, לוויתן פועל באופן מלא ללא השפעה ישירה על נכסיו. עם זאת, המלחמה בין ישראל לחמאס עדיין נמשכת, ומאז אמצע ספטמבר 2024 חלה הסלמה משמעותית בעימות הצבאי בין חיזבאללה לישראל בלבנון ובחלק הצפוני של ישראל, קרוב יותר לנכסיו של הפרויקט. בשל כך, העבודות להקמת הצינור התת-ימי השלישי נדחו לאפריל 2025 לערך, עיכוב של לפחות שישה חודשים (לפי הודעה מ-6 באוקטובר 2024). אנו סבורים שלעיכוב זה לא אמורה להיות השפעה מהותית על היחסים הפיננסיים של לוויתן, כיוון שהקמת הצינור התת-ימי השלישי אינה הכרחית לפעילות השוטפת והיא מיועדת בעיקר להגדלת הקיבולת השנתית של הפרויקט. עם זאת, אנו רואים בכך סימן להתגברות מהותית בסיכונים הביטחוניים של הפרויקט.

אף שהסלמה נרחבת יותר של העימות שתכלול שחקנים אזוריים אחרים אינה חלק מתרחיש הבסיס שלנו, אנו סבורים שגובר הסיכון למתקפות טילים על ישראל מצד חיזבאללה, שלוחים איראניים אחרים באזור או איראן עצמה, מה שלדעתנו מגביר את הסיכון התפעולי של הפרויקט. בהתחשב בכך שללוויתן חשיבות אסטרטגית עבור משק האנרגיה של ישראל ושבסיס הנכסים שלו מרוכז מאוד, אנו רואים סיכון גובר לשיבושים פוטנציאליים בפעילותו ואף איומים על שלמות נכסיו הפיזיים במקרה של התעצמות הפעילות הצבאית בצפון או טיווח ישיר של תשתיות בישראל. משום כך שינינו את ההערכה העסקית לשלב ההפעלה על מנת לשקף את התגברות הסיכון (ראו להלן). עם זאת, נציין שללוויתן יש כיסוי ביטוחי לסיכונים פגיעה ישירה בנכסים ונזק עקיף (אובדן הכנסות או מניעת רווחים) כתוצאה מפעולות מלחמה או טרור. זאת בנוסף לפיצוי שניתן על פי חוק מס רכוש וקרן פיצויים בישראל בגין אובדן פיזי המשפיע על שווי השוק עקב מלחמה או טרור.

אם מערכת היחסים של ישראל עם המדינות השכנות תתדרדר עקב התעצמות נוספת של הפעולות הצבאיות הישראליות, הדבר עלול לאיים מהותית על היקף היצוא של הפרויקט, ומכאן על יציבות תזרים המזומנים. הפרויקט מייצא גז למצרים ולירדן, ולא היו הפסקות או עיכובים בתשלומים מיצוא או מלקוחות מקומיים מאז תחילת ההפעלה ב-2020, גם לא מאז פרוץ המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023. אנו סבורים שמצרים וירדן הן שווקים חשובים ביותר לכדאיות הכלכלית של לוויתן, שכן הפרויקט אינו יכול למכור את כל תפוקת הגז שלו למדינות אחרות בשל מגבלות תשתית פיזיות וביקוש מקומי מוגבל לגז בישראל. אנו צופים שלאורך חיי הפרויקט הוא ימכור בממוצע כ-45%-50% מהגז למצרים, 30%-35% לירדן ואת ה-20%-25% הנותרים בישראל (A/Negative/A-1+).

לוויתן בונד בע"מ

אף שגם לירדן וגם למצרים יש היסטוריה איתנה של ביקוש חזק לגז ישראלי ותמריצים כלכליים חזקים להמשיך ברכישת גז, אנו סבורים שהפעולות הצבאיות הנוכחיות של ישראל הן בעזה והן בלבנון מגבירות את הסיכון להתדרדרות אפשרית ביחסי ישראל עם המדינות השכנות, שעשויה לאיים על זרם הייצוא של הפרויקט. היות שהשוק המקומי של ישראל אינו מספיק כיום לקלוט במלואן את כמויות הגז שמייצר לווייתן, ושבישראל אין מפעלי הנזלה או צינורות לייצוא גז לשווקים נוספים מלבד מצרים וירדן, הסיכון של שיבוש מהותי ביצוא הגז של הפרויקט עשוי להשפיע משמעותית על דירוג החוב שלו. זאת, והתגברות הסיכונים הביטחוניים של הפרויקט, הובילו אותנו לשנות את הסיכון העסקי של הפרויקט לשלב ההפעלה ל-'10' מ-'8' ואת פרופיל האשראי העצמאי (SACP) הראשוני לשלב ההפעלה לפני הערכת התלות בצדדים לעסקה ל-'ila+' מ-'ilaa'. לא חל שינוי בפרופיל האשראי העצמאי של הפרויקט, 'ila+', ובדירוג החוב של הפרויקט, 'ilA+'.

אנו סבורים שאם לא יחולו שיבושים משמעותיים בפעילות לווייתן, נזילות הפרויקט תתמוך ביכולתו לפרוע את איגרות החוב בהיקף של 600 מיליון דולר שמועד פירעונן ב-30 ביוני 2025.

ללווייתן קרן שירות חוב בהיקף של 100 מיליון דולר במזומן וקרן העתודה העיקרית בהיקף של 150 מיליון דולר. ייצור המזומנים הצפוי של הפרויקט ברבעון הרביעי של 2024 ובמחצית הראשונה של 2025, יחד עם רמות הנזילות הקיימות שלו, תומכים בהערכתנו כי אם לא יחולו שיבושים משמעותיים בפעילות הפרויקט, הוא יוכל לפרוע את תשלום הבולט הקרוב. עם זאת, בתרחיש הבסיס שלנו אנו ממשיכים להניח כי לווייתן ימחזר את החוב העומד לפירעון או חלקו, משום שהפרויקט עדיין עשוי להחליט לעשות זאת. במקרה שלוויתן יחליט לפרוע במלואו את החוב העומד לפירעון בקרוב, כפי שעשה ב-2023, תיתכן ירידה מהותית במינוף הפרויקט ושיפור משמעותי ביחסים הפיננסיים. אנו מכירים בכך שלניו-מד יש שתי מסגרות אשראי חתומות בהיקף של 200 מיליון דולר כל אחת בבנקים ישראליים המשמשים אותה לצרכים תפעוליים שוטפים לרבות האפשרות לשימוש בהן לצרכי לווייתן, אך איננו מביאים זאת בחשבון בניתוח דירוג האשראי מכיוון שסכום החוב הכולל של לווייתן לא השתנה.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את האפשרות שנוריד את הדירוג במהלך 12 החודשים הקרובים אם הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים של הפרויקט יתגברו עוד יותר וישליכו על היקף הייצוא, המכירות המקומיות, יציבות התפעולית או שלמות נכסיו.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג ב-12 החודשים הקרובים במקרים הבאים:

- חוסר יציבות או סיכון לשיבושים ביצוא הגז למצרים או לירדן.
- היציבות התפעולית של הפרויקט או אפילו שלמות נכסיו תושפע מהתגברות נוספת של מתקפות טילים מצד חיזבאללה, שלוחי איראן אחרים או איראן עצמה, ויגדילו את הסבירות לפגיעה בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות של ישראל, לרבות לווייתן.

לוויתן בונד בע"מ

- שינוי מהותי בתמהיל המכירות (כגון גידול מהותי במכירות במצרים וירידה במכירות בישראל) או הרעה מהותית ביכולת הלקוחות לעמוד בהתחייבויות התשלום.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את התחזית ליציבה אם המלחמה תסתיים או אם הסיכונים הנובעים ממנה יפחתו משמעותית, וכתוצאה מכך יפחתו הסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים המקומיים והאזוריים ללא השלכות על היחסים הפיננסיים של הפרויקט.

עדכון ביצועים

ביצועים תפעוליים יציבים. הפרויקט התחיל לספק גז לשוק המקומי הישראלי בדצמבר 2019 ומייצא גז למצרים וירדן מאז תחילת הפעלתו. מאז, הפעילות הייתה יציבה ותואמת את הציפיות. מאז מאי 2020, הזמינות עומדת על כ-99%.

עתודות גז טבעי (100%) ברוטו

תרחיש	סוג	31 בדצמבר 2019	31 בדצמבר 2020	31 בדצמבר 2021	30 בספטמבר 2022	31 בדצמבר 2023
1P (עתודות מוכחות)	גז טבעי (BCF) קונדנסט (MMBBI)	11,577.3	11,269.6	12,259.8	13,813.0	13,472.1
2P (עתודות מוכחות וצפיות)	גז טבעי (BCF) קונדנסט (MMBBI)	13,486.2	13,087.6	13,395.9	15,569.2	15,171.4

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- מחירי גז מחוץ לחוזים: 4.4 דולר ל-MMBTU ב-2024 ואילך.
- מחיר גז בחוזים: מחירים תחת הסכמי GSPA עם רוכשים מדורגים – על פי תנאי ההסכמים.
- עלויות הפעלה ותחזוקה (O&M): בהתאם לביצועים ההיסטוריים של המפעילה, מותאמים לאינפלציה בארה"ב.
- הוצאות הוניות (מבוסס על תזרים המזומנים המהוון של הפרויקט ל-2023): חלקה של ניומד ב-2024: כ-260 מיליון דולר; 2025: כ-130 מיליון דולר; 2026: כ-30 מיליון דולר.
- סכום מימון מחדש: אנו מניחים מחזור של כ-85% מהסכומים העומדים לפירעון.

לוויתן בונד בע"מ

- 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 2.18x ב-2025 ו-DSCR חציוני של 2.18x עד תום חיי החוב הממוחזר.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- תפוקה שנתית: נמוכה ב-15% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- מחיר הגז: נמוך ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלויות הפעלה ותחזוקה: עלויות הפעלה משתנות וקבועות גבוהות ב-10% בהשוואה לתרחיש הבסיס, כולל לחץ ביטוחי.
- זמינות המאגר: נמוכה ב-5% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- הוצאות הוניות: גבוהות ב-20% בהשוואה לתרחיש הבסיס.
- עלות משוערת של מחזור החוב: מרווח הגדול ב-400 נקודות בסיס לכל סדרת אג"ח.

יחסים עיקריים

- DSCR מינימלי של 1.40x ב-2044 ו-DSCR חציוני של 1.40x.

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 במועד. קרן הרזרבה לתשלום הקרן מוגבלת לסכום מקסימלי של 150 מיליון דולר.

לפרויקט אין התניות פיננסיות שעשויות להוביל לאירוע כשל פירעון או לדרישה לפירעון מידי של איגרות החוב. על פי מבנה העסקה, חלוקות מוגבלות בעמידה עתידית ביחס NPV10 לחוב נטו של 1.5x (כשהערך הנוכחי הנותר מבוסס על היוון בשיעור של 10%, על פי דוח יועץ העתודות, אולם על בסיס מחירי נפט נמוכים יותר). אף שאנו 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, אנו רואים את המנגנון המוצע בפרויקט כניטרלי.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- דירוג חוב בכיר: ilA+
- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 4
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 10
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לשלב ההפעלה: ilaa-
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: +1 רמת דירוג (נוץ')
- השפעת DSCR חציוני: אין השפעה
- השפעת מבנה החוב: שלילית -2 רמות דירוג (נוצ'ים)
- השפעת הנזילות: אין השפעה
- השפעת מחזור החוב: מוגבל עד ilaa
- השפעת שינוי הערך העתידי: לא רלוונטי
- השפעת ניתוח הוליסטי: אין השפעה
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת הערכת צדדים לעסקה: מוגבל עד ilaa-
- פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה: ila+

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

- קשר לחברת האם: אין קשר
- פרופיל אשראי עצמאי של הפרויקט: ila+
- תמיכה ממשלתית יוצאת דופן: לא רלוונטי
- מגבלת דירוג מדינה: ניטרלית
- ערביות אשראי מלאות: לא רלוונטי

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה

פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה משקף את הערכתנו לגבי סיכון ההפעלה האופייני למאגרי גז, שלדעתנו מתון יחסית ('4' בסולם 'שבו' 1' הוא הנמוך ביותר ו-10 הוא הגבוה ביותר). אנו סבורים כי חשיפת הפרויקט לסיכון שוק ולאיכות האשראי של לקוחותיו הקשורים עמו בהסכמי GSPA מהווה גורם מכריע בדירוג הראשוני של החוב.

אנו מעריכים את פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה כ-'ila+', על סמך הגורמים הבאים:

- הערכה עסקית לשלב ההפעלה - 10.
- חשיפה מינימלית לסיכון משאבים, מכיוון שקיימות עתודות 1P מספיקות לכיסוי יותר מ-40 שנות הפקה.

לויתן בונד בע"מ

- חשיפה לסיכון שוק, עם תנודתיות אפשרית של 15%-30% בתזרים המזומנים. אף ש-85% מתפוקת הפרויקט מכוסה על די חוזי GSPA ארוכי טווח עם סעיפי "קח ושלם" מינימליים במחיר קבוע, התומכים בתזרימי מזומנים יציבים וצפויים יחסית, אנו מניחים שרק 40% מהתפוקה מעוגנת בחוזים משום שאיננו יכולים לקבוע את איכות האשראי של תזרימי המזומנים מ-60% מהחוזים הללו.
- בתרחיש השלילי שלנו אנו מביאים בחשבון את יכולתו של הפרויקט לצמצם את השפעותיהם של סיכונים תפעוליים כגון צמצום בתפוקה ועלייה בהוצאות ההפעלה והתחזוקה על תזרימי המזומנים. תזרימי המזומנים עשויים לקטון גם עקב אירועים חיצוניים כמו מחירי הברנט, שיעורי אינפלציה ועלויות ביטוח, במיוחד בהתחשב בכך שהפרויקט מחזיק בנכס בודד.

צדדים לעסקה בשלב ההפעלה

אנו רואים את הרוכשים שחתמו על הסכמי GSPA כצדדים מהותיים לעסקה. איכות האשראי המשוקללת של הרוכשים המדורגים שנכללו בתרחיש הבסיס שלנו היא 'ilaa', ואינה מגבילה בשלב זה את הדירוג. ניתוח הצדדים לעסקה שביצענו על NEPCO 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 לשברון מדיטרניאן כמפעילה תחת חוזים אלה. בנוסף, היות שאין קרן הפעלה ותחזוקה, איננו סבורים כי קיימת גמישות פיננסית להחלפה.

צדדים מבניים לעסקה

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 (cross default), ושחדלות פירעון תחת ה-JOA אינה סבירה בשלב זה.

צדדים פיננסיים לעסקה

הבנק שבו ינוהל החשבון הוא הסניף של HSBC Bank PLC בתל אביב. אנו סבורים שבנק זה הוא צד מהותי אך ניתן להחלפה. אנו סבורים שהנהלת הפרויקט מסוגלת להגיב במקרי קיצון, ואנו סבורים שקיימת לפרויקט מזילות המאפשרת את ההחלפה. לפיכך אנו סבורים שהערכת התלות בבנק 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: 2025
- אנו מבצעים סימולציה של ירידה של כ-180 מיליון דולר בהכנסות יחד עם הוצאות תזרימיות בלתי צפויות של 190 מיליון דולר עקב הוצאות הוניות.
- תרחיש כשל הפירעון ההיפותטי כולל התדרדרות במצב הביטחוני באזור בשנת 2025, שתפגע ביכולתו של לוויתן לפרוע את תשלומי החוב ב-2025 ותוביל לכשל פירעון פוטנציאלי.
- בתחזית שיקום החוב שלנו אנו מניחים שייתכן עדיין מודל עסקי ישים בזכות הביקוש לגז טבעי באזור והיציבות התפעולית של הפרויקט, שיתמוך ביכולתו לשמור על הסכמי ה-GSPA הקיימים.
- אנו מהווים את תזרימי המזומנים בשארית חיי הזיכיון בשיעור של 10%, ומפחיתים הוצאות אדמיניסטרטיביות בשיעור של 5%.
- אנו מוסיפים ריבית צבורה חצי שנתית לחוב המוערך בעת כשל הפירעון ההיפותטי.

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: 1.89 מיליארד דולר
- הערכת שיקום החוב: מעוגל ל 95% (שיעור 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 לערבוביות](#), 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

לוויתן בונד בע"מ

- 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, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	לוויתן בונד בעמ
			דירוג(י) הנפקה חוב בכיר מובטח
18/03/2024	18/08/2020	ilA+\Negative	סדרה ב'
18/03/2024	29/07/2021	ilA+\Negative	סדרה ב'
18/03/2024	18/08/2020	ilA+\Negative	סדרה ג'
18/03/2024	29/07/2021	ilA+\Negative	סדרה ג'
18/03/2024	18/08/2020	ilA+\Negative	סדרה ד'
18/03/2024	29/07/2021	ilA+\Negative	סדרה ד'

פרטים נוספים

15/10/2024 13:14	זמן בו התרחש האירוע
15/10/2024 13:14	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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 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 או באתר S&P בכתובת www.spqglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.