

ניו-מד אנרג'י ש.מ.

דירוג ראשוני | יוני 2025

אנשי קשר:

שרון שלוח

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

sharon.c@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראשת תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

ניו-מד אנרג'י ש.מ.

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A1.il לשותפות ניו-מד אנרג'י ש.מ. (להלן: "ניו-מד" ו/או: "השותפות"). אופק הדירוג יציב.

אודות השותפות

ניו-מד אנרג'י הינה שותפות מוגבלת העוסקת בחיפוש, פיתוח, הפקה ושיווק של גז טבעי קונדנסט ונפט בישראל, בקפריסין, במרוקו ובבולגריה וכן בוחנת ומקדמת אפשרויות לביצוע השקעות בפרויקטים בתחום האנרגיות המתחדשות ולייצר מימן מגז טבעי. השותפות הוקמה בשנת 1993 תחת השם "דלק קידוחים", כחלק מקבוצת דלק, אשר בעל השליטה בה הינו יצחק תשובה. ביום 17 במאי 2017, התמזגה אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת עם ולתוך השותפות ובשנת 2022 שינתה השותפות את שמה ל-"ניו מד אנרג'י". השותפות מחזיקה בשיעור של 45.34% ממאגר לווייתן (להלן: "הפרויקט" ו/או "המאגר"), המאגר הפעיל הגדול ביותר בישראל, ב-30% ממאגר אפרודיטה וברישיונות חיפוש נוספים. פעילותה מתמקדת בהפקה ומכירה של גז טבעי וקונדנסט (Condensate) ממאגר לווייתן. בנוסף, עוסקת השותפות בפעילויות קידום ותכנון הרחבת מאגר לווייתן, תכנון ופיתוח מאגר אפרודיטה, וכן בפעילויות חיפוש נפט וגז באזורים נוספים בנוסף לפעילות כמפורט לעיל. יחידות ההשתתפות של השותפות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א.

מאגר לווייתן התגלה בדצמבר 2010, במרחק של כ-130 ק"מ מערבית לחופי חיפה. פרויקט לווייתן כולל תשתית להפקת גז טבעי, טיפול בגז, הולכתו ומכירתו ללקוחות שונים, כמו גם מכירת קונדנסט מהמאגר. הזרמת גז טבעי (First Gas) ממאגר לווייתן החלה ביום 31 בדצמבר 2019. המאגר הינו מיזם משותף, בבעלות השותפים: ניו-מד (45.34%), שברון (39.66%), המשמשת, בין היתר, כמפעילת הפרויקט ורציו אנרגיות שותפות מוגבלת (15%). בהתאם להערכת NSAI¹ לתום שנת 2024, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ- BCM 420.1 לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- BCM 371.4 לפי קטגוריה 1P.

שיקולים עיקריים לדירוג

- השותפות עוסקת בתחום חיפוש והפקת נפט וגז טבעי ופועלת בעיקר במזרח הים התיכון ומחזיקה בשיעור של כ-45.34% ממאגר לווייתן, המאגר הפעיל הגדול ביותר בישראל, בנוסף לפעילויות האחרות המפורטות לעיל. בענף הגז הטבעי בישראל שלושה מאגרים מפיקים הכוללים את מאגר תמר לווייתן וכריש, כאשר בחודש פברואר 2024, החלה הפקת גז ראשון ממאגר כריש צפון. כתוצאה מפוטנציאל ההפקה הגבוה של שלושת המאגרים יחד, מיקוד המכירות הגיאוגרפי שונה מעט בין המאגרים. בפרט, מאגר לווייתן מוטא ייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשיעור נמוך יחסית לשוק המקומי, בעוד שמאגר תמר מוכר כיום את מרבית מהכמויות המופקות לשוק המקומי, לצד היקפי ייצוא שעתידיים לגדול בשנים הבאות. לעומתם, מאגר כריש מוכר, נכון למועד הדוח, ללקוחות מקומיים בלבד.
- להערכת מידרוג, פרופיל הסיכון הענפי בה פועלת השותפות הינו בינוני. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי היא פעילות מורכבת ודינאמית, הכרוכה בעלויות משמעותיות ובחוסר ודאות משמעותי ביותר לגבי עלויות, לוחות זמנים, הימצאות גז טבעי והיכולת להפיקם תוך שמירה על כדאיות כלכלית. עם זאת, הענף הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהצורך בקבלת רישיונות והיתרים לחיפוש והפקה של נפט וגז טבעי, השקעות הוניות גבוהות ויכולת טכנית מוכחת כמו כן הענף מושפע מהיבטים רגולטוריים משמעותיים כשבשנים האחרונות חל גידול משמעותי בהיקף הרגולציה בתחום האנרגיה בישראל.

¹ Netherland, Sewell & Associates, Inc.

- גורם ממתן בענף הנו יציבות ביקושים והסכמים ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP² ומחיר רצפה, אשר עולים בקנה אחד עם הביקוש הגובר לגז טבעי במשק המקומי והאזורי. מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם וכן, המשך הגידול באוכלוסייה והגידול בצריכת החשמל, תומכים בגידול בצריכת גז טבעי במשק. בשנת 2024 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ-14.27 BCM, בהשוואה לכ-13.7 BCM בשנת 2023 וכ-12.7 BCM בשנת 2022. לפי הערכות במשק, היקף צריכת הגז הטבעי בשנים 2025 ו-2026 צפוי להסתכם בכ-14.7 וכ-16.3 BCM³, בהתאמה.
- המיצוב העסקי של השותפות מושפע לטובה מהעליה בביקושים ומחוזים ארוכי טווח, Track Record חיובי לאורך השנים של טכנולוגיית ומתפעול המאגר באמצעות המפעילה. מנגד, להערכתנו, הפיזור הגאוגרפי של השותפות הינו צר בעיקר נוכח ריכוזיות נכסים באזור מזרח הים התיכון, כמו כן, ריכוזיות לקוחות מעיבה על הפרופיל הפיננסי. כ-88% מהכנסות השותפות לשנת 2024 (כ-78% ממוצע תלת שנתי 2022-2024) מופנים לייצוא לחברת החשמל הלאומית של ירדן (NEPCO) (26%) וחברת Blue Ocean Energy במצרים (BOE), כאשר תנודתיות מחירי הנפט כאמור אליה צמודים החוזים בירדן ומצריים, משפיעה לשלילה על יציבות ההכנסות והרווחיות במקטעים אלו. ריכוזיות הלקוחות של השותפות הינה גבוהה.
- החל מראשית שנת 2025 נרשמה ירידה משמעותית במחירי הנפט, כאשר המחירים ירדו והגיעו למחיר מינימום של כ-60 דולר לחבית, אנו מעריכים כי סביבת מחירי האנרגיה בשנות התחזית צפויה להיות נמוכה.
- **תרחיש הבסיס של מידרוג כולל בין היתר: (1)** היקפי הפקת של כ-11.6 BCM בשנה הנוכחית ובשנים 2026-2027 עלייה לקצב הפקת של כ-14.2 BCM עם סיום פרויקט הצינור השלישי בין המאגר לבין אסדת ההפקה, והגדלת יכולות ההפקה (2) תמהיל מכירות מוטה ייצוא בדומה לממוצע תלת שנתי 78% מכירות לשוק המצרי והירדני. (3) לחץ על המחירים בארץ לאור רמת התחרות וכניסתו של מאגר כריש (4) ירידה במחירי המכירה בשווקי הייצוא בטווח הקצר-הבינוני לאור מרכיב הצמדה של החוזים לאינדקס מחירי חבית הנפט אשר נמצא במגמת ירידה בחודשים האחרונים (5) חלק השותפות בהשקעות לפיתוח מאגר לווייתן ושדרוג מערכת ההולכה, בסך כולל של כ-485 מיליון דולר בשנות התחזית (2025-2027), אלו יתווספו לעלויות פיתוח בנכסים נוספים (6) חלוקת דיבידנדים בסך של כ-250 מיליון דולר בהתאם לניסיון העבר בכ"א מהשנים 2025-2027 (בהסכם השותפות נקבע כי כל הרווחים של השותפות הראויים לחלוקה, בניכוי סכומים הדרושים לשותפות לפי שיקול דעתו של השותף הכללי, יחולקו לשותפים בשותפות בהתאם לזכויותיהם) (7) היטל ששינסקי, כפונקציה של נוסחה המייחסת עלייה להיקפי תפוקה מסוימים והכנסות בטווח מוגדר נלקח בהתאם לתחזית ההכנסות של מידרוג (8) גידול בחוב הפיננסי כנגד גיוס אג"ח ו/או ניצול יתרת מסגרות האשראי בסך של עד 700 מיליון דולר ע"ג ברמת ניו מד כאשר מנגד פרעונות ברמת לווייתן בונד על פי לוח הסילוקין בשנות התחזית (פירעון של כ-600 מיליון דולר בחודשים מאי ויוני 2025).
- להערכתנו, ובהתאם לתרחיש הלוקח בחשבון את ההנחות האמורות לעיל השותפות צפויה להציג בתרחיש הבסיס לשנים 2025-2027 רווח תפעולי של כ-515-670 מיליון דולר (המייצג רווחיות תפעולית של כ-65%-70%) לעומת כ-700 מיליון דולר בשנת 2024 הטווח התחתון לקוח בחשבון ירידה כאמור במחירי המכירה הממוצעים בשוק המקומי ובחול"ל הטווח העליון לוקח בחשבון עלייה כאמור בהיקפי ההפקה בטווח הבינוני.

- אנו מניחים כי בשנת 2025 יעמדו ה-EBITDA וה-FFO סביב כ-600 מיליון דולר וכ-405 מיליון דולר (כ-782 מיליון דולר וכ-602 מיליון דולר, בהתאמה בשנת 2024)⁴, ואילו בשנים 2026-2027 צפויים להשתפר ולעמוד בטווח שבין כ-700-780 מיליון דולר וכ-500-560 מיליון דולר, בהתאמה, עם הגדלת תפוקות המאגר.
- תרחיש הבסיס לשנים 2025-2027, גוזר יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ויחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו של כ-2.6-1.8 (1.5 נכון ליום 31.03.2025) וכ-5.0-7.0, בהתאמה (כ-8.4 נכון ליום 31.03.2025)⁵.
- הכרית ההונית של השותפות בולטת לטובה ביחס לדירוג ונאמדת לכ-1.84 מיליארד דולר נכון ליום 31.03.25. בשנתיים האחרונות גידול בבסיס ה-EBITDA והשלמת השקעות שונות הביאו להפניית התזרים החופשי לקיטון בחוב. רמת המינוף של השותפות הינה טובה ביחס לרמת הדירוג, כאשר ליום 31.03.2025, עמד יחס ההון למאזן על כ-45.4%. נכסי המאזן מושפעים ממרכיב גבוה של רכוש קבוע ושל מזומן. אנו מעריכים כי רמת המינוף צפויה להיאמד לאורך שנות התחזית בטווח של 44%-50%.
- נזילות השותפות הנה סבירה לרמת הדירוג ומושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, הנשענת על רווחיות גבוהה. נכון ליום 31 במרץ 2025 לחברה יתרות מזומנים ופיקדונות בסך כולל של כ-437 מיליון דולר (הכוללות כ-338 מיליון דולר פיקדונות מתוכם כ-250 מיליון דולר מזומנים מוגבלים לשירות חוב אג"ח לווייתן). תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי השותפות תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח שבין 100-150 מיליון דולר (הכוללות מסגרות הזמינות לניצול). גמישותה הפיננסית של השותפות תומכת בדירוג ומושתתת על יחסי מינוף סבירים לדירוג, עמידה באמות מידה פיננסיות בקשר עם מאגר לווייתן במרווח מספק. יתרת מסגרות האשראי הפנויות והחתומות של השותפות נאמדת לכ-175 דולר נכון למועד דו"ח זה. עומס הפרעונות של השותפות גבוה יחסית אך ממותן דרך כריות נזילות לצורך התשלומים ותזרים איתן לצורך פרעונות אלו.
- להערכת מידרוג, מדיניותה הפיננסית של השותפות הנה יציבה תוך הצגת שימור פרמטרים פיננסיים, גמישות פיננסית ונגישות למקורות מימון נוכח מיצובה העסקי ושיעורי מינוף נמוכים. נציין כי בהסכם השותפות נקבע כי כל הרווחים של השותפות הראויים לחלוקה, בניכוי סכומים הדרושים לשותפות לפי שיקול דעתו של השותף הכללי, יחולקו לשותפים בשותפות בהתאם לזכויותיהם.
- מידרוג מקנה משקל נוסף למספר פרמטרים: האחד, לשלילה חשיפה לסיכונים גיאופוליטיים והישענות תזרים המזומנים על חוזים ארוכי טווח עם מצרים וירדן וזאת מעבר לביטוי שלהם בפרמטרים האיכותיים והכמותיים במטריצת הדירוג. כמו כן, ניתן משקל נוסף לשלילה לאור מבנה המימון הכולל חובות בכירים מובטחים ומגנגונים פיננסיים המגבילים את העברת הכספים מנכס הבסיס לשותפות. בנוסף, מידרוג מקנה משקל חיובי בדירוג לוודאות ויציבות גבוהות של תזרימי המזומנים, כנגזרת מהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) ו/או מחיר רצפה בעבור כמות הגז הטבעי החוזית והצמודות שונות. לאור אופי פעילותה.
- לשותפות חשיפה בינונית לסיכונים ESG, בעיקר לסיכונים סביבתיים וחברתיים. בנוסף, מידרוג מעריכה את חשיפת השותפות לסיכונים ממשל תאגידי כחלשה, כאשר ההנהלה הוכיחה עד כה רקורד טוב של שמירה על מצבה הפיננסי האיתן הכולל של השותפות. על כן, מכלול סיכונים ה-ESG הינם ניטרליים לדירוג.

⁴ ביום 14/06/2025 הודיעה השותפות על הפסקת פעילות מאגר לווייתן בעקבות הנחיה רגולטורית עקב מבצע "עם כלביא", אשר נמשכה כ-12 יום.

⁵ ראו ה"ש 4 לעיל.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג ליציבות בגורמי המפתח בדירוג בהתאם לתרחיש הבסיס, תוך שמירה על הפרופיל העסקי והפיננסי של השותפות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחס EBIT להוצאות מימון נטו לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי החוב ל-EBITDA
- חלוקת דיבידנדים ו/או השקעות הוניות בהיקפים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג

ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר

2020	2021	2022	2023	2024	Q1-2024	Q1-2025	
500,759	753,779	971,900	934,600	973,100	226,100	245,600	הכנסות - נטו
62.6%	66.5%	70.2%	72.8%	72.1%	70.2%	72.8%	שיעור רווחיות תפעולית
21.8%	24.4%	32.7%	39.3%	44.8%	40.3%	45.4%	הון למאזן
8.1	3.5	2.7	2.0	1.7	2.1	1.5	חוב פיננסי מתואם ^[1] ל-LTM EBITDA
1.3	2.3	4.6	6.1	8.2	6.6	8.4	רווח תפעולי/הוצאות מימון נטו ^[2]

[1] חוב מתואם כולל חוב פיננסי ברוטו בניכוי פקדונות ז"ק וז"א לצורך שירות החוב.

[2] הוצאות מימון נטו כוללות נטרול שערך תמלוגים מבוססי הפקה עתידית מחזקות כריש ותנין ונטרול שערך הלוואה לחברת אנרג'יאן במסגרת מכירת חזקות כריש ותנין, הנמצאים בהכנסות המימון.

פירוט השיקולים לדירוג

סיכון ענפי בינוני המאפיין בעיקר בחשיפה לסיכונים אקספלורציה ועלויות פיתוח, הממותן על ידי חסמי כניסה גבוהים, מגמות חיוביות בביקוש ובצריכה של גז טבעי לצד הסכמים ארוכי טווח

ענף הגז הטבעי בישראל כולל שלושה מאגרים מפיקים הכוללים את מאגר תמר, לווייתן וכריש, כאשר בחודש פברואר 2024, החלה הפקת גז ראשון ממאגר כריש צפון. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה בשנת 2024 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש, BCM 27.4, זאת ביחס לכ- BCM 25.3 שהופקו בשנת 2023, המשקפים גידול של כ-8%. סך הפקת הגז המשקית של המאגרים תמר, לווייתן וכריש, צפויה לעלות באופן משמעותי מכ- BCM 27 בשנת 2024 ועד לכ- BCM 37 בשנת 2028, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט ההרחבה ושדרוג מערכות ההולכה, כמפורט בהמשך.

בשנים האחרונות ניתן לראות גידול מתמשך בצריכת גז טבעי בשוק המקומי. בפרט, בשנת 2024 נמשכה מגמת הגידול בצריכת גז טבעי במשק המקומי (ללא יצוא) והסתכמה בכ- BCM 14.27, מתוכם כ- BCM 1.61 סופקו ממאגר לווייתן, כ- BCM 6.7 סופקו ממאגר

תמר, וכ-BCM 5.96 סופקו ממאגר כריש⁶. זאת, לעומת היקף צריכה משקי של כ-BCM 13.72 בשנת 2023 (גידול של כ-4%). הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע, בין היתר, מן הגידול באוכלוסייה ובצריכת החשמל, לצד הפחתת השימוש בפחם. במקביל, היקף הייצוא של הגז הטבעי למצרים וירדן הסתכם בשנת 2024 בכ-BCM 13.1, מתוכם כ-BCM 9.7 סופקו על ידי מאגר לווייתן. זאת לעומת היקף ייצוא של כ-BCM 11.6 בשנת 2023, כאשר כ-BCM 8.9 מתוכם סופקו על ידי מאגר לווייתן. תחילת הזרמת הגז ממאגר לווייתן הגדילה משמעותית את יכולת הספקת הגז הטבעי, לצריכה מקומית ולייצוא, בין היתר, על חשבון מאגר תמר. בנוסף, לקראת סוף שנת 2022, החלה הזרמת גז ממאגר כריש, אשר מספק גז לשוק המקומי בלבד. פעילותם של 3 מאגרי גז בשוק המקומי מייצרת תחרות הממותנת בביקושים גבוהים בשוק המקומי ובמדינות שכנות. להערכת מידרוג, הביקוש לגז טבעי בישראל צפוי להמשיך ולגדול בשנים הקרובות בעקבות מדיניות הממשלה להפחתת פליטות (לרבות מעבר מייצור חשמל בפחם לייצורו באמצעות גז טבעי), השלמת הסבת תחנות כוח פחמיות לגז טבעי עד לשנת 2026, הגדלת השימוש ברכבים חשמליים, לצד הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, צמיחה טבעית של האוכלוסייה וגידול בביקושים לייצוא.

על אף פוטנציאל ההפקה הגבוה של שלושת המאגרים יחד, מיקוד המכירות הגיאוגרפי שונה מעט בין המאגרים. בפרט, מאגר לווייתן מוטה ייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשיעור נמוך יחסית לשוק המקומי, בעוד שמאגר תמר מוכר כיום את מרבית מהכמויות המופקות לשוק המקומי, לצד היקפי ייצוא שעתידים לגדול בשנים הבאות. לעומתם, מאגר כריש מוכר, נכון למועד הדוח, ללקוחות מקומיים בלבד. להערכתנו, קיימת תלות מהותית במימוש הסכמי ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים לווייתן ותמר, בהיקפים משמעותיים, על מנת לשמור על יציבות הענף. כלומר, במידה ולא ימומשו במלואם חוזי הייצוא, צפוי היצע הגז הטבעי להוסיף ולעלות על הביקושים במשק וליצור שוק גז טבעי רווי ותחרות מתעצמת בקשר עם מחיר הגז הטבעי וטיב הלקוחות.

בד בבד, בשנים האחרונות חל גידול משמעותי בהיקף הרגולציה בתחום האנרגיה בישראל וזאת כפועל יוצא משורה של מהלכים רגולטוריים משמעותיים שננקטו על ידי הממשלה ורשויות המדינה. במאי 2016, אימצה הממשלה בשנית את החלטתה בקשר עם מתווה הגז, במסגרת זו הוחלט על סביבה רגולטורית יציבה למשך 10 שנים מיום ההחלטה, במקטע חיפוש הגז הטבעי והפקתו. בד בבד, בחודש פברואר 2024 החלה את פעילותה הוועדה הבין-משרדית לבחינת מדיניות משק הגז הטבעי וחיזוק הביטחון האנרגטי, הוועדה עוסקת, בין היתר, במדיניות הייצוא של גז טבעי, ביטחון אנרגטי, תחרות והיבטים סביבתיים וכן בוחנת את מדיניות ייצוא הגז במאגרי גז חדשים. ביום 9 באפריל 2025 הוועדה פרסמה טיוטת דו"ח להתייחסות הציבור. עיקרי המלצות הוועדה, בין היתר, הן לאפשר הפניית גז נוספת לייצוא, בתנאי שאין בכך פגיעה בצרכים המקומיים, זאת תוך שמירה על יציבות רגולטורית וסביבה אטרקטיבית להשקעות בגילוי ופיתוח מאגרים חדשים. להערכת מידרוג, מתווה הגז מאפשר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה יותר, לצד יצירת אבני דרך לפיתוח מאגר לווייתן והסדרת ייצוא הגז הטבעי מן המאגרים.

כמו כן, ענף הגז הטבעי הינו ריכוזי ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר הינם הצורך בקבלת היתרים ורישיונות לביצוע חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי מאת הרשויות המוסמכות בכל מדינה וכן קיומה של יכולת פיננסית של החברות ובכפוף לרגולציה החלה בכל אזור לביצוע השקעות כספיות בהיקף נרחב וברמת סיכון גבוהה יחסית, הדרושות לביצוע הפעילות בתחום. חסמי היציאה העיקריים מתחום הפעילות הינם חובת פירוק מתקני הפקה לפני נטישת שטח נכסי נפט וגז, הכרוכה לעתים בעלויות משמעותיות מאוד.

בנוסף, הענף חשוף במידה רבה למחירי סחורות, מחירי אנרגיה, שערי חליפין או משתנים אקסוגניים בעלי מאפיינים תנודתיים. בפרט, תנודתיות מחירי הנפט והגז משפיעה במידה רבה על יציבות הרווחיות וההכנסות של החברות הפועלות בענף. גורם הממתן סיכונים אלו, הינו קיומם של הסכמים ארוכי טווח, הכוללים מחירי רצפה, רכיב TOP והצמדות שונות, אשר תורמים ליציבות התזרימית של השותפות בענף.

⁶ הנתון הינו בהתאם למקורות משרד האנרגיה. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים של תמר פטרוליום בע"מ, וניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת, סופקו ממאגר כריש ולווייתן כ-BCM 5.96, וכ-BCM 1.48, בהתאמה, בשנת 2024.

מעמד מוביל במשק הגז בישראל, לצד חשיפה גבוהה ללקוחות העוגן וכן ריכוזיות גיאוגרפית

לשותפות ניו-מד פרופיל עסקי גבוה נוכח מעמדה הדומיננטי במאגרי הגז טבעי בישראל. אחזקתה העיקרית של השותפות כיום היא 45.3% במאגר לווייתן. יכולת ההפקה הנוכחית של המאגר הינה כ- 12 BCM וצפויה לעלות עד לכדי 21 BCM בשני שלבים. האחד, במסגרת שלב 1' לפיתוח המאגר, הכולל בעיקרו הנחת צינור שלישי בין המאגר לבין אסדת ההפקה, אשר יאפשר הגדלה של יכולת ההפקה לכ- 14 BCM החל מראשית 2026. השלב השני, במסגרת שלב 2' לפיתוח המאגר, הכולל בין השאר קידוח בארות הפקה נוספים, הוספת מערכות תת ימיות נלוות והרחבת מתקני הטיפול בפלטפורמה באופן הצפוי להגדיל את יכולת הפקת הגז הכוללת לכ- 21 BCM לשנה. השלב הנוסף כולל בעיקרו קידוח בארות הפקה נוספות ומערכות תת ימיות נלוות ובכלל זה, ככל שידרש, הנחת צינור רביעי בין השדה לפלטפורמה באופן הצפוי להגדיל את יכולת ההפקה היומית המקסימאלית בכ- 2 BCM נוספים לשנה, קרי לכ- 23 BCM בשנה. מאגר לווייתן צפוי להמשיך ולהתמקד בהגדלת היקף ייצוא הגז הטבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי. בשנת 2024 הופקו ממאגר לווייתן כ- 11.2 BCM (כ- 40% מסך ההפקה במשק), זאת לעומת כ- 11.1 BCM בשנת 2023. נכון לדוח המשאבים האחרון של השותפות מיום 31.12.2024 עפ"י NSAI (מערך העתודות), בשנים 2025-2027 צפויה ההפקה מהמאגר לצמוח בהדרגה עד לכ- 14.2 BCM לשנה, בהתאם לקצב ועיתוי השלמת פרויקט הצינור השלישי ושדרוג מערכות ההולכה, כמפורט מטה. בד בבד, היקפי הייצוא ממאגר לווייתן צפויים גם הם לצמוח באופן משמעותי. נציין, כי הגידול ביכולת ההפקה משפר משמעותית את תזרימי המזומנים החזויים של השותפות. כמו כן, בהתאם להערכת NSAI לתום שנת 2024, המאגר כולל עתודות גז טבעי של כ- 420.1 BCM לפי קטגוריה 2P, מתוכן עתודות גז מוכחות של כ- 371.4 BCM לפי קטגוריה 1P.

בנוסף, ביום 25.06.2024 התקבלה תשובת הממונה לפניית השותפים בפרויקט לווייתן לאישור הגדלה של היקף ייצוא הגז במסגרת שלב 1' וזאת מבלי לגרוע מהיקפי הייצוא הקיימים ומפניות עתידיות, לפיה עמדת גורמי המקצוע במשרד האנרגיה מאפשרת, נכון לעת הזו, ייצוא גז טבעי נוסף ממאגר לווייתן בכמות כוללת של עד 118 BCM אשר עשויה לגדול לעד 145 BCM. ביום 31.7.2024 קיבלו שותפי לווייתן החלטה בדבר ביצוע FEED ורכש מקדים של פריטים אשר זמן אספקתם ארוך, לפיתוח שלב 1', בתקציב נוסף בסך של כ- 429 מיליון דולר (100% חלק השותפות כ- 194.5 מיליון דולר). בכוונת שותפי לווייתן להשלים את ביצוע ה- FEED במטרה לקבל החלטת השקעה סופית לפיתוח שלב 1' במהלך החודשים הקרובים, ולצורך כך מקדמים שותפי לווייתן, בין היתר, משאים ומתנים בשלבים שונים עם לקוחות פוטנציאליים, הן במשק המקומי והן לייצוא, לחתימת הסכמים למכירת גז טבעי במסגרת שלב 1', בהיקף כולל של למעלה מ- 100 BCM נוספים.

בעלי הזכויות במאגר לווייתן מחזיקים בהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, בהיקף של כ- 10 BCM, על בסיס שנתי (המהווים כ- 88% מסך תפוקת המאגר בשנת 2024). יחד עם זאת, לדברי השותפות, הכמויות הנרכשות בפועל הן מעבר לכמויות ה- TOP ולהערכת השותפות, מגמה זו צפויה להימשך גם בטווח הנראה לעין, ללא צפי לשינוי מהותי במכירות כוללות ברכיב ה- TOP. בנוסף, הסכמי הייצוא מול מצרים וירדן הינם בהיקפים משמעותיים ועומדים על התחייבות לכ- 60 BCM וכ- 45 BCM (100%), בהתאמה. להערכתנו, קיומם של חוזים ארוכים אלו, בהיקפים משמעותיים וכן המנגנונים המפורטים בהסכמים ביחס למחיר, כאמור, תורמים ליציבות התזרימית של השותפות בענף.

ריכוזיות הלקוחות של השותפות הינה גבוהה נוכח חשיפה לשני לקוחות המהווים בממוצע כ- 78% מההכנסות בשנים 2022-2024. לקוחותיה העיקריים של ניו-מד הן חברת החשמל הלאומית של ירדן (NEPCO) (26%) וחברת Blue Ocean Energy במצרים (BOE), כאשר שיעור ההכנסות מלקוחות אלו עמד בשנת 2024 על כ- 88% (כ- 26% מירדן וכ- 62% ממצרים) ומציג עלייה ביחס לשנת 2023, בה עמד שיעור ההכנסות ממצרים וירדן על כ- 85%. ריכוזיות זו יוצרת לשותפות חשיפה מהותית ללקוחות אלו, כאשר תנודתיות מחירי הנפט כאמור משפיעה לשלילה על יציבות ההכנסות והרווחיות במקטעים אלו. חשיפה זו ממותנת לאור העובדה שהסכמי הגז מול לקוחות העוגן כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחיר רצפה והצמדה

למחיר הברנט. מנגנונים אלו מהווים רף תחתון להכנסותיה הצפויות של ניו-מד ומשפרים באופן משמעותי את וודאות תזרים המזומנים גם בתקופות בהן מחירי הגז והנפט נמוכים.

המיצוב העסקי מושפע לשלילה מריכוזיות גבוהה: מתלות במאגר יחיד, לאור העובדה שרובן המוחלט של הכנסות השותפות מתבססות על מכירת גז טבעי וקונדנסט ממאגר לווייתן. כמו כן, להערכתנו, הפיזור הגאוגרפי של השותפות הנוצר בעיקר נוכח ריכוזיות נכסים באזור הפעילות. ריכוזיות גיאוגרפית לצד ריכוזיות לקוחות גבוהה כאמור, אלו מעיבים על הפרופיל העסקי של השותפות. כמו כן, אסטרטגיית השותפות תלויה גם במס' מאגרים בשלבי פיתוח, וכן הגדלת כמות הייצוא אשר חשופה לרגולציה וסיכונים גיאופוליטיים.

ביצוע השקעות מהותיות בפרויקט להרחבת כושר ההפקה ומערכות ההולכה

ביום 29.06.2023 קיבלו שותפי לווייתן החלטת השקעה סופית לביצוע פרויקט כאמור, במסגרתו יונח צינור הולכה תת-ימי שלישי מהמאגר לאסדה (להלן: "פרויקט הצינור השלישי") וכן, ישודרגו מערכות על גבי האסדה. הקמת צינור ההולכה השלישי תאפשר את הרחבת יכולת ההפקה של פרויקט לווייתן לכ-14 BCM בשנה. תקציב ההשקעה עומד על כ-568 מיליון דולר, כאשר חלק השותפות צפוי לעמוד על כ-258 מיליון דולר. נכון ליום 31.03.2025 הסתכמו סך ההשקעות בפרויקט בכ-320 מיליון דולר (100%). ביום 6.10.2024 הודיעה המפעילה בפרויקט לווייתן כי בשל ההסלמה במצב הבטחוני הושהו עבודות הנחת הצנרת הימית במסגרת פרויקט הצינור השלישי וכי השלמת פרויקט זה (שתוכננה למחצית שנת 2025) תידחה ב-6 חודשים לפחות. להערכת המפעילה, צפוי פרויקט הצינור השלישי להסתיים בראשית שנת 2026.

עם הגדלת יכולת ההפקה השנתיות כאמור, תתאפשר גם הגדלת כמויות הייצוא, אולם לשם כך נדרש שדרוג מערכות ההולכה הבאות: (א) תחנת דחיסה בירדן (פרויקט FAJR), הצפי המשוער להשלמת פרויקט FAJR הינו במהלך המחצית השנייה של שנת 2026. שברון חתמה על הסכם לפיו התחייבה להשתתף במימון פרויקט FAJR בסכום של כ-341 מיליון דולר. בד בבד, התקשרה שברון בהסכם עם שותפי לווייתן ותמר, בין השאר, על בסיס גב-אל-גב להסכם ההשתתפות במימון, לפיו שותפי לווייתן, בין השאר, יישאו בסכום ההשתתפות במימון בתוספת עלויות ניהול הפרויקט על ידי שברון, בסכום שלא יעלה על 343 מיליון דולר (חלק השותפות הינו עד כ-78 מיליון דולר); (ב) תחנת דחיסה באזור רמת חובב יחד עם הנחת צינור יבשתי מתחנה זו, עד לגבול מצריים בסמוך למעבר ניצנה (פרויקט ניצנה). השלמת פרויקט ניצנה, אשר טרם התקבלה לגבי החלטת השקעה סופית צפויה להגדיל את יכולת ההולכה הכוללת למצרים בכ-6 BCM בשנה (100%). לצורך קידום פרויקט ניצנה אישרו שותפי לווייתן תקציבים מקדמיים וזאת בטרם התחייבות להשתתפות במימון הפרויקט, בסך כולל של כ-111.1 מיליון דולר (100%). להערכת המפעילה, תקציב ההשקעה בפרויקט ניצנה מוערך בכ-585 מיליון דולר (חלק השותפות כ-133 מיליון דולר, בהנחה שלוויתן תשתתף במחצית מעלות והזכות לשימוש בתשתית). היקף ועיתוי ההזרמה בכל אחת ממערכות ההולכה האמורות יושפע מאישורים רגולטוריים ומהחלטות יוצאני הגז האחרים בנוגע להשתתפותם בהשקעות במערכות ההולכה. נציין, כי ביצוע הפרויקטים המתוארים לעיל, בקשר עם מאגר לווייתן מביאים לגידול בעלויות ה-CAPEX אשר צפויות להסתכם בכ-280 מיליון דולר (חלק השותפות) וכ-155 מיליון דולר בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה.

כמו כן, ביום 12.3.2025 הושלמה העסקה המאשרת את העברת הזכויות ברישיון Han Asparuh1 בולגריה לניו-מד בלקן חברה בבעלות השותפות (95%). עם השלמת העסקה, מחזיקה כעת ניו-מד בלקן ב-50% מהזכויות ברישיון בולגריה. יצוין כי, בתמורה להעברת הזכויות בבלוק, התחייבה ניו-מד לשאת במימון חלקה של המוכרת בעלויות קידוח החיפוש הבא שיבוצע בשטח הבלוק, עד לסכום כולל שלא יעלה על כ-50 מיליון אירו, וכן לשאת במימון חלקה של המוכרת בעלויות קידוח נוסף בבלוק, עד לסכום כולל (נוסף) שלא יעלה על כ-50 מיליון אירו. ביום 27.3.2025 הודיעה השותפות כי השותפים ברישיון בולגריה קיבלו החלטה בדבר ביצוע קידוח ניסיון בפרוספקט Vinekh וביום 11.6.25 הודיעה השותפות על קבלת החלטה על ביצוע קידוח ניסיון נוסף בשטח ברישיון בולגריה בפרוספקט Krum. ביצוע הקידוח מותנה בקבלת כל האישורים הנדרשים מממשלת בולגריה ובחתימה על הסכמים למתן שירותים בקשר עם ביצוע הקידוח. הקידוח הראשון צפוי להתחיל במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2025 והשני ברבעון הראשון של שנת 2026,

ושניהם צפויים להימשך כחודשיים כ"א. תקציב הקידוח הראשון כולל מבחני הפקה (אם יהיה בהם צורך) הינו כ- 109 מיליון אירו (118 מיליון דולר), חלק השותפות סך של כ- 87 מיליון דולר. תקציב הקידוח השני כולל מבחני הפקה (אם יהיה בהם צורך) הינו כ- 86 מיליון אירו (99 מיליון דולר), חלק השותפות סך של כ- 78 מיליון דולר. ביצוע הקידוחים המתוארים לעיל צפוי להביא לגידול בעלויות ה-CAPEX בטווח הבינוני.

שיעורי רווחיות גבוהים בהתאם למודל העסקי של השותפות, יציבות בבסיס ה-EBITDA בטווח הבינוני

שנת 2023 ו-2024 אופיינו בהיקפי מכירות של כ- 11.0 ו-11.2 BCM, בהתאמה ומחירי מכירה ממוצעים של כ- 6.11 ו-6.12 בהתאמה, ל-MMBTU. השותפות מאופיינת בחוזים ארוכים טווח מול השוק המקומי ומול שוק הייצוא, אם כי לאחרון מרכיב הצמדה בעיקר למחירי חבית הברנט.

כאמור ענף החיפוש, הפיתוח, וההפקה של נפט וגז טבעי חשוף לתנודתיות ומחזוריות, כך שלאורך זמן, סביבת מחירי החבית (מרכיב ההצמדה כאמור לעיל) הנה תנודתית וצפויה להשתנות. לאורך זמן מידרוג עורכת מספר תרחישי ואנו בוחנים את תוצאות השותפות בהתבסס על מחירי החוזים הקבועים למול השוק המקומי (חוזים לתקופה של בין שנתיים וחצי ועד 15 שנים עם מחיר רצפה וללא הצמדה למחירי החבית, תוך התחשבות במחירי הרצפה ובמדדים שאינם מחיר הברנט אליהם צמודים חלק מההסכמים) ואת חוזי הייצוא המוצמדים למחירי החבית וגם בהינתן סביבת מחירי נפט וגז ההולמים את הממוצע לאורך המחזור הכלכלי (תוך התחשבות בסביבת המחירים הנוכחיים 60-65 דולר לחבית).

אנו מניחים כי היקף התפוקה השנתית הממוצעת בשנת 2025 יעמוד סביב 11.6 BCM⁷ ואילו בשנים 2027-26 יעלה לכ- 14.2 וזאת נוכח פרויקט הקמת הצינור השלישי, כאשר אנו מניחים שתמהיל המכירות יישאר מוטע ייצוא והגידול בכמויות ההפקה כאמור, ישמש לטובת הגדלת היקפי הייצוא, בעיקר למצרים. אנו צופים כי היקף ההכנסות (נטו) של השותפות יעמוד על כ- 785 מיליון דולר בשנת 2025 ועל כ- 900-950 מיליון דולר בשנים 2027-2026 וזאת לעומת הכנסות (נטו) של כ- 970 מיליון דולר בשנת 2024.

לחברה ישנו פיזור גאוגרפי צר הבא לידי ביטוי בריכוזיות נכסים באזור המזרח התיכון. מנגד, האופי של אזור ההפקה חושף את השותפות לעלויות תפעול נמוכות יחסית של כ- 0.63 דולר בממוצע ליחידת MMBTU, התורם לרווחיות הבולטת לטובה. המודל העסקי של השותפות כולל מרכיב הוצאות קבועות אשר כוללות עלויות שכ"ע ותפעול של מתקני השותפות אשר לחברה מידת גמישות מסוימת ביחס אליהן. לאור כך, מידרוג מעריכה כי בשנת 2025 הרווח התפעולי (לפני הוצאות אחרות) יעמוד סביב 515 מיליון דולר וכ- 600-670 מיליון דולר בשנים 2027-2026. (המייצג רווחיות תפעולית ממוצעת של כ- 69%) והיקף ה-EBITDA יהיה בטווח של 600-780 מיליון דולר, בשנים 2027-2025. הירידה בהיקף ה-EBITDA הצפוי בשנת 2025 הינו נוכח ירידה במחירי המכירה הממוצעים בשוק המקומי בשנה זו, בהשוואה לשנת 24 שהושפעה לטובה ממרכיב ספוט גבוה בחוזים לשוק המקומי וירידה במחירי האנרגיה. בשנים 2027-26 אנו מניחים מגמה זהה במחירים ועלייה בתפוקות בהתאם למצוין לעיל.

צפי לשחיקה ביחסי הכיסוי בטווח הקצר-הבינוני לאור הערכותינו לעלייה מתונה בהיקפי החוב; צפי לעלייה בהשקעות ההוניות

היקף החוב של השותפות במאוחד נאמד ליום 31.12.2024 לכ- 1,586 מיליון דולר המורכב מאג"ח לווייתן. כנגד אג"ח לווייתן התחייבה חברת לווייתן בונד בע"מ (אשר מוחזקת 100% בבעלות ניו-מד) להעמיד כרית לצורך שירות החוב הנאמדות ליום 31.12.24 לכ- 250 מיליון דולר. החוב הפיננסי נטו ליום 31.03.2025 הינו 1,248, מיליון דולר.

בשנתיים האחרונות גידול בבסיס ה-EBITDA והשלמת השקעות שונות הביאו להפניית התזרים החופשי לקיטון בחוב.

בשנים 2022-2024 רשמה השותפות השקעות הוניות (כולל תשלומים בגין התחייבות לפירוק ושיקום) בהיקף ממוצע של כ- 116 מיליון דולר בשנה. אנו צופים כי היקף ההשקעות ההוניות בשנים 2026-2025 יעמדו על כ- 400 מיליון דולר בשנת 2025 (כאשר כ- 100 מיליון

⁷ ביום 14/06/2025 הודיעה השותפות על הפסקת פעילות מאגר לווייתן בעקבות הנחיה רגולטורית עקב מבצע "עם כלביא", אשר נמשכה כ- 12 יום.

דולר בגין בפרויקט בולגריה) ועל כ-235 מיליון דולר בשנת 2026 (כאשר כ-70 מיליון דולר בגין פרויקט בולגריה). העלייה למול שנת 2024 נובעת בעיקר מעלייה בהשקעות במאגר לווייתן, כחלק מפרויקט הצינור השלישי ושדרוג מערכת ההולכה, וכן מביצוע השקעות בפרויקט בבולגריה, כמפורט מעלה. בשנת 2027 אנו מניחים התמתנות וחזרה לממוצע ארבע שנתי של כ-100 מיליון דולר. קיים קושי בהערכת צרכי ההון החוזר של השותפות וזאת כתלות גם במחירי הנפט בקשר עם חוזי הייצוא הצמודים למרכיב זה ובמסגרת תרחישי הרגישות לא הבאנו בחשבון צרכי הון חוזר. היטל ששינסקי, כפונקציה של נוסחה המייחסת עלייה להיקפי תפוקה מסוימים והכנסות בטווח מוגדר נלקח בהתאם לתחזית ההכנסות של מידרוג. בשנת 2024 רשמה השותפות FFO-CAPEX בסך של כ-456 מיליון דולר. אנו צופים כי ה-FFO-CAPEX יהיה חיוב מתון בשנת 2025 נוכח השקעות הוניות עולות ובהתחשב בתמלוגים מכריש-תנין. אנו מניחים חלוקת דיבידנדים בסך של כ-250 מיליון דולר בהתאם לניסיון העבר בכ"א מהשנים 2025-2027 (בהתאם לחלוקה של כ-255 מיליון דולר בממוצע בכ"א מהשנים 2023-2024), זאת על אף שלשותפות אין מדיניות דיבידנדים מוצהרת. לאור אלו אנו מניחים FCF שלילי בשנת 2025 וחיובי בטווח של 100-150 מיליון דולר בשנת 2026.

הנחתנו היא כי יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח שבין 1.8-2.6 בשנים 2025-2027 (נכון ליום 31.12.24 היחס נאמד לכ-1.5). זאת לאור גידול בחוב בסך של עד 700 מיליון דולר כנגד גיוס אג"ח ו/או ניצול מסגרות אשראי פנויות שניהם ברמת ניו מד, כאשר מנגד פרעונות ברמת לווייתן בונד על פי לוח הסילוקין בשנות התחזית (פירעון מוקדם של כ-400 מיליון דולר עד תום חודש מאי 2025). בהתאם, עלייה צפויה בהוצאות המימון נוכח תזרים חופשי שלילי בשנות התחזית כמצוין לעיל יביאו להערכתנו לכך שבשנים 2025-2027 צפוי יחס כיסוי הריבית לנוע בטווח של כ-7.0-5.0.

הכרית ההונית של השותפות בולטת לטובה ביחס לדירוג ונאמדת לכ-1,844 מיליון דולר נכון ליום 31.03.25. רמת המינוף של השותפות הינה טובה ביחס לרמת הדירוג, כאשר ליום 31.03.2025, עמד יחס ההון למאזן על כ-45.4%. אנו מעריכים כי רמת המינוף צפויה להיאמד לאורך שנות התחזית בטווח של 44%-50%.

מרכיב בולט משמעותי בלוח הסילוקין של לווייתן מתמתן נוח שמירה תזרימי מזומנים משמעותיים ושמירה על יתרות נזילות ככרית לשירות החוב

נזילות השותפות מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, הנשענת על היקף כמויות לצד רווחיות גבוהה. חלוקות דיבידנדים אגרסיביות עלולות לשחוק את יתרות הנזילות של השותפות. במצטבר בשנים 2022-2024 (חילקה השותפות דיבידנדים מצטברים בהיקף של כ-610 מיליון דולר. לשותפות עומס פירעונות גבוה יחסית גבוה של 600 מיליון דולר בשנים 2025⁸, ושל 550 מיליון דולר בשנת 2030. גורם הממתן זאת הוא העובדה כי לשותפות כריות מזומן למול פירעונות אלו, השותפות מייצרת תזרים איתן והנחתנו כי החוב שיגויס ברמת ניו מד ישמש בחלקו למחזור האג"ח בלווייתן.

כמו כן, בהתאם לדוחות הכספיים של השותפות ליום 31.12.2024, בחודש אוקטובר 2024 אישר דירקטוריון השותף הכללי בשותפות לאמץ תוכנית נוספת לרכישת אגרות החוב, לפיה השותפות ו/או לווייתן בונד יוכלו לבצע רכישות של אגרות החוב בסכום מצטבר של עד 100 מיליון דולר (מעבר לתוכניות רכישה קודמות). התכנית נכנסה לתוקפה ביום 15.10.2024 ותסתיים ביום 15.10.2026. נכון למועד פרסום הדוח הכספי ליום 31.3.25, ביצעה השותפות רכישות עצמיות בסך של כ-153.8 מיליון דולר ע.ג. של אגרות החוב בלווייתן בונד סדרה 2025, בתמורה לכ-153.6 מיליון דולר וזאת בהתאם לתוכנית רכישת אג"ח לווייתן בונד כאמור.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי השותפות תשמור על יתרות נזילות מינימאליות שינועו בטווח שבין 150-100 מיליון דולר (הכוללות מסגרות הזמינות לניצול). הגמישות הפיננסית נתמכת במסגרות אשראי והלוואות חתומות מחייבות בהיקף של 550 מיליון דולר נכון למועד דוח זה, מתוכן 375 מיליון דולר נמשכו⁹. נכון ליום-31.03.2025, השותפות עומדת במרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה המממנים. להבטחת אגרות החוב וההלוואה במסגרת לווייתן בונד, במסגרת שטר הנאמנות לאגרות החוב ויתר

⁸ ביום 11.5.2025 הודיעה חברת הבת, לווייתן בונד בע"מ, למחזיקי אגרות החוב על פירעון מוקדם של הסדרה השנייה של האג"ח, בהיקף של 400 מיליון דולר, אשר מועד פירעונה המקורי חל ביום 30.6.2025 וזאת בהתאם להוראות שטר הנאמנות של אגרות החוב של לווייתן בונד.

⁹ ביום 17.6.25 דיווחה השותפות על חתימה עם בנק ישראלי על מסגרות אשראי בסך כולל של 350 מיליון דולר, אשר החליפו מסגרות אשראי קודמות עם אותו הבנק בסך של 200 מיליון דולר. לפרטים מלאים ראו [דיווח השותפות](#).

המסמכים על פיהם הונפקו אגרות החוב שעבדה השותפות לטובת נאמן אגרות החוב של לויטן בונד בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את זכויותיה בפרויקט לוויטן (45.34%). כמו כן, שיעבדה השותפות את המניות המוחזקות על ידה במנפיק. נוסף לכך, שיעבדה המנפיקה לטובת הנאמן בשעבוד צף ראשון בדרגה את זכויותיה בכל נכסיה הקיימים והעתידיים.

שיקולים נוספים לדירוג

חשיפה לסיכונים גיאופוליטיים והשענות תזרים המזומנים על חוזים ארוכי טווח מול מצרים וירדן

הסכמי הייצוא של המאגר מול ירדן ומצרים טומנים בחובם סיכון גיאופוליטי מהותי. ההסכמים הינם ארוכי טווח וביטולם או אי קיומם באופן מלא צפויים להשפיע באופן מהותי על תוצאות השותפות. בנוסף, הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים בשנים הקרובות (הנובע מגידול אבסולוטי), כפי שמוזכר לעיל, מחד, מגדיל את רווחיות המאגר (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, מאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, בשל הסיכונים הגיאופוליטיים וודאות מימוש החוזים. יחד עם זאת, נציין, כי במלחמת חרבות ברזל כדוגמא, ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו, דבר המעיד על חוסן החוזים גם בסביבה מאתגרת. בנוסף, דירוגן של ירדן¹⁰ ומצרים¹¹ חושף את השותפות לסיכונים האשראי של המדינות.

ודאות ויציבות גבוהות של תזרימי המזומנים, כנגזרת מהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי

בעלי הזכויות במאגר לוויטן מחזיקים בהסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי. הסכמי אספקת הגז של המאגר כוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) (למעט הסכמי ספוט בהיקפים לא מהותיים), לצד מחיר רצפה והצמדות שונות. היקף הרכיב ההתחייבותי מתוך כלל תחזיות המכירה השנתיות של המאגר עומד על ממוצע של כ-59% (לפי 1P) עד לשנת 2027. להערכת מידרוג, קיומם של ההסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחירי רצפה והצמדות שונות, תומכים בפרופיל הפיננסי של השותפות, מחזקים את ודאות ויציבות תזרימי המזומנים מנכסי הבסיס, מהווים חסם תחתון להכנסותיה הצפויות של השותפות ותורמים ליציבותה הפיננסית.

מבנה מימון הכולל חובות בכירים מובטחים ומנגנונים פיננסיים המגבילים את העברת הכספים מנכסי הבסיס לשותפות

הדירוג מתייחס לחוב הבכיר הלא מובטח של המנפיק. אולם בנוסף, קיימים לשותפות חובות בכירים המושעבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של חובות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהם. כמו כן, קיימים מנגנונים שונים אשר מגבילים את עיתוי והיקף העברת התזרימים לשותפות מנכסי הבסיס.

שיקולי ESG

להערכת מידרוג, חשיפת השותפות לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פעילות חיפוש, פיתוח והפקה של גז טבעי כרוכה בסיכון לגרימת נזק סביבתי. כמו כן, בשנים האחרונות מתקיימים מאמצים חברתיים וממשלתיים להפחית שימוש בחשמל מבוסס דלקים מאובנים (פוסיליים), אשר, להערכתנו, תומכים בביקושים לגז (כדלק תחליפי לפחם) בטווח הזמן הבינוני, אולם עשויים להוות סיכון לפעילות השותפות בטווח הארוך. כמו כן, לחברה קיימת תלות במשאב טבעי, גז טבעי, אשר ממותנת עקב עתודות גז משמעותיות במאגר לוויטן.

בד בבד, מידרוג מעריכה את חשיפת השותפות לסיכונים חברתיים כבינונית. עיקר הסיכון נובע מרגישות למחירי הגז, המושפעים ממגמות מאקרו כלכליות ומודעות ציבורית גבוהה. רגישות זו ממותנת במידה רבה, להערכתנו, בחתימה על הסכמי TOP ארוכי טווח וכן במנגנון של מחירי רצפה חוזיים. כמו כן, השותפות חשופה לסיכונים בטיחות וגהות וייצור אחראי, הממותנים באופן מסוים על ידי ניסיון מפעיל המאגר, נהלי בטיחות ופיקוח רגולטורי. בנוסף, השותפות תלויה בהון אנושי מקצועי. יתר על כן, פעילות המאגר חשופה לסיכונים גיאופוליטיים העלולים להשפיע על מימוש חוזי הייצוא למצרים ולירדן. נציין, כי על אף מלחמת חרבות ברזל ייצוא הגז למצרים וירדן המשיך כסדרו.

¹⁰ ירדן מדורגת בדירוג Ba3 באופק יציב ע"י Moody's.

¹¹ מצרים מדורגת בדירוג Caa1 באופק חיובי ע"י Moody's.

מבנה הבעלות של מאגר לווייתן לא מאפשר לחברה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה בלבד, ומחייב שיתוף פעולה והסכמה בין השותפים המחזיקים במאגר לווייתן לטובת קבלת החלטות. עם זאת, סיכון זה ממותן עקב אינטרס משותף לכלל השותפים המחזיקים במאגר. בנוסף, לשותפי מאגר לווייתן, לרבות השותפות, חשיפה מהותית לסיכונים סייבר מעצם היות המאגר נכס אסטרטגי לאומי. נציין, כי למפעיל הפרויקט מדיניות סייבר מוגדרת בהתאם להנחיית מערך הסייבר הלאומי. מידרוג מעריכה את חשיפת השותפות לסיכונים מממשל תאגידי כחלשה. ההנהלה הוכיחה עד כה רקורד טוב של שמירה על מצבה הפיננסי האיתן הכולל של השותפות באמצעות סביבת תפעול תנועתית ומורכבת מטבעה.

מטריצת הדירוג

מיליוני ש"ח		ליום 31.03.2025		תחזית מידרוג	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	ניקוד
סביבת הפעילות	סיכון ענפי	---	A.il	---	A.il
פרופיל עסקי	היקף הכנסות LTM	3.6 מיליארד ש"ח [2]	Aa.il	3.0-3.2 מיליארד ש"ח [2]	Aa.il
	מעמד עסקי	---	A.il	---	A.il
פרופיל סיכון	שיעור רווח תפעולי LTM	72.2%	Aaa.il	65%-70%	Aaa.il
	הון עצמי/מאזן	45.4%	Aa.il	44%-50%	Aa.il
פרופיל פיננסי	חוב ברוטו מתואם/EBITDA	1.5	Aa.il	2.6-1.8	Aa.il
	רווח תפעולי/הוצאות מימון נטו LTM	8.4	Aa.il	5.0-7.0	A.il - Aa.il
	מדיניות פיננסית		Baa.il		Baa.il
דירוג נגזר		A1.il			
דירוג בפועל		A1.il			

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי השותפות. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לש"ח לפי שער חליפין דולר - שקל של כ-3.647 נכון ליום 31.12.2024.

דוחות קשורים

[דירוג תאגידיים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

30.06.2025

שם יוזם הדירוג:

ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

ניו-מד אנרג'י שותפות מוגבלת

מידע מן המנפיק

מידע מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמדרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.