

אנרג'יאן ישראל פיננס בע"מ

18 בנובמבר 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA' לחוב הפרויקטלי, התחזית שלילית

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אנשי קשר נוספים:

Livia Vilela, מדריד, 34-91-423 3181 livia.vilela@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית.....
2	תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים.....
3	חוזקות עיקריות.....
3	סיכונים עיקריים.....
3	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....
4	תחזית הדירוג.....
4	התרחיש השלילי.....
5	התרחיש החיובי.....
5	פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר).....
5	קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר).....
6	מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....
6	מאמרים נוספים.....
6	רשימת דירוגים.....

תמצית

- 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 אנרג'יאן ישראל לימיטד ("אנרג'יאן ישראל" 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 להשפעה שלילית על יציבות תזרים המזומנים של הפרויקט, על רציפות פעילותו ואף על שלמות נכסיו.
- עם זאת, פעילותו של הפרויקט לא נפגעה, ונמשכו תזרימי המזומנים היציבים ממכירת גז טבעי ללקוחות הישראלים ומייצוא נזלים הידרו-קרבוניים באמצעות מכליות לשווקים בינלאומיים.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות של אנרג'יאן ישראל פיננס בע"מ ("אנרג'יאן פיננס"), ואת דירוג שיקום החוב '2' המשקף שיעור שיקום חוב צפוי של 80% במקרה של כשל פירעון.
- התחזית השלילית משקפת את האפשרות שנוריד את הדירוג ב-6-12 החודשים הקרובים אם יגברו הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ויפגעו במכירות הגז והנזלים ההידרו-קרבוניים של הפרויקט, בעבודות ההרחבה שלו, ביציבותו התפעולית או בשלמות נכסיו. תרחיש כזה ייתכן, למשל, אם יגברו עוד יותר הסיכונים של מתקפות טילים מצד חיזבאללה, שלוחים אחרים של איראן באזור או איראן עצמה, ויגדילו את הסבירות לפגיעה בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות של ישראל, לרבות הפרויקט, או לשיבוש משמעותי בלוח הזמנים של הרחבת הפרויקט או במחזור החוב שלו בתחילת 2026.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

אנרג'יאן פיננס הנפיקה איגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של 2.625 מיליארד דולר והלוותה את התמורה לאנרג'יאן ישראל. אנרג'יאן ישראל מחזיקה בזכויות לפיתוח, הפעלה ואספקת גז מחזקות כריש, כריש צפון ותנין עד 2044, ומחזקת קטלן עד 2054.

תוכנית הפיתוח של הפרויקט החלה עם הפעלת מאגר כריש. הגז הראשון נמסר באוקטובר 2022 ושלוש הבארות במאגר כריש החלו לספק גז בסוף 2022. אנרג'יאן ישראל השלימה את חיבור מאגר כריש צפון בפברואר 2024. ארבע הבארות הקיימות אמורות לאפשר לפרויקט להמשיך לעמוד בהסכמי המכירה והרכישה של הגז (הסכמי GSPA) עד שתתחיל בהפקה ממאגר תנין (או ממאגרים חלופיים אחרים כגון התגליות האחרונות באזור קטלן).

אנרג'יאן פיננס ואנרג'יאן ישראל מוחזקות שתיהן בשרשור על ידי Energean PLC (B+/Developing), חברה לחיפוש והפקה של נפט וגז טבעי הרשומה רישום ראשוני בבורסה לניירות ערך בלונדון ורישום משני בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

חוזקות עיקריות

- הפרויקט נתמך בזיכיונות נפט וגז ארוכי-טווח של מדינת ישראל ובהסכמי GSPA עם לקוחות ישראליים בהיקף העולה על העתודות המוכחות (1P) של הפרויקט.
- המלווים הבכירים נהנים מחבילת בטוחות רחבה הכוללת את מאגרי כריש ותנין ובטוחות נוספות, ומספקת להם הגנה נוספת.
- מזילות מספקת כדי לקיים את הפעילות ולעמוד בתשלומי הריבית הקרובים במקרה של שיבושים בהפקה.

סיכונים עיקריים

- התגברות הסיכונים הביטחוניים עקב ההסלמה בצפון ובשל עלייה בסבירות למתקפות טילים על תשתיות ישראליות מצד חיזבאללה, שלוחים אחרים של איראן או איראן עצמה.
- על הפרויקט לממש את תחזית העתודות המוכחות, דבר התלוי בפיתוחם של מאגרי קטלן ותנין או בתגליות חדשות.
- העובדה שכל סדרת אג"ח של הפרויקט נפרעת בתשלום אחד (בולט) חושפת אותו לסיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון, המתמתן בזכות מנגנון צבירת המזומנים.
- מבנה העסקה כולל מנגנוני צבירת מזומנים מורכבים יחסית, אך אינו כולל חשבונות רזרבה סטנדרטיים לשירות החוב ולתחזוקה. עובדה זו, בשילוב עם יכולתו של הפרויקט להגדיל את היקף ההשקעות בפיתוח המאגרים ולהנפיק חוב באופן מוגבל, עשויה להגדיל את סיכון המימון מחדש של הפרויקט לפי תרחיש העתודות המוכחות (1P) שכללנו בתחזיותינו.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

בהתחשב בהסלמה האחרונה בעימות בין ישראל לחיזבאללה ומתקפת הטילים של איראן, אנו צופים כעת סבירות גבוהה יותר למתקפות טילים נוספות נגד ישראל. הדבר מגביר את הסבירות לפגיעה בתשתיות אסטרטגיות של ישראל, והפרויקט ביניהן. מאז פרוץ המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023, הפרויקט 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 ובצפון ישראל, קרוב יותר לנכסיו 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 אחרים של איראן באזור או איראן עצמה, מה שלדעתנו מגביר את הסיכון התפעולי של הפרויקט. בהתחשב בכך שלפרויקט חשיבות אסטרטגית עבור משק האנרגיה של ישראל ושבסיס הנכסים שלו מרוכז מאוד, אנו

צופים עלייה בסיכון לשיבושים פוטנציאליים בפעילותו ואף איום על שלמות נכסיו הפיזיים במקרה של התעצמות הפעילות הצבאית בצפון או טיווח ישיר של תשתיות בישראל. משום כך שינינו את הערכת סיכון הביצועים ל-'8' מ-'7' על מנת לשקף את העלייה בסיכון. לא חל שינוי בפרופיל האשראי העצמאי של הפרויקט, 'ila', ובדירוג החוב של הפרויקט, 'ilA'. עם זאת, התחזית נותרה שלילית.

הפרויקט ממשיך לפעול באופן מלא, ואנו ממשיכים לסבור שיש לו נזילות מספקת כדי לקיים את הפעילות ולעמוד בתשלומי הריבית הקרובים במקרה של שיבושים בהפקה, מה שתומך בדירוג הנוכחי. להבנתנו, על אף המצב הביטחוני בישראל לא היו הפסקות או עיכובים בתשלומים מיצוא או מלקוחות מקומיים, או שיבושים או עיכובים ביצוא הנוזלים ההידרו-קרבוניים. גם לוח הזמנים להרחבת הפרויקט לא הושפע להבנתנו, מכיוון שהעבודות העיקריות, כגון קידוחים, נקבעו ל-2026 עם מרווח זמן מספיק כדי להתאים את לוח הזמנים במידת הצורך. בנוסף, אין לאנרג'יאן פיננס חלויות חוב צפויות ב-12 החודשים הקרובים (מועד התשלום הבא הוא במרץ 2026), ולפרויקט יש עתודות נזילות הולמות (כ-220 מיליון דולר) לכיסוי תשלומי הריבית. לפרויקט יש כיסוי ביטוחי לסיכונים נזק ישיר (פיזי) לנכסים כתוצאה ממלחמה או פעולות טרור. הביטוח ניתן על ידי ממשלת ישראל לפי חוק מס רכוש וקרן פיצויים, תשכ"א-1961, ולפרויקט יש גם כיסוי ביטוחי פרטי.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את האפשרות שנוריד את הדירוג ב-6-12 החודשים הקרובים אם יגברו הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ויפגעו במכירות הגז והנוזלים ההידרו-קרבוניים של הפרויקט, בעבודות ההרחבה שלו, ביציבותו התפעולית או בשלמות נכסיו.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג החוב של אנרג'יאן פיננס במקרים הבאים:

- תהיה השפעה על עבודות ההרחבה של הפרויקט, או סיכון לשיבושים משמעותיים
- תחול התדרדרות מהותית ביכולתם של הלקוחות לעמוד בהתחייבויות התשלום שלהם
- היציבות התפעולית של הפרויקט או אפילו שלמות נכסיו יושפעו מהפעילות הצבאית בצפון, או שיגבר הסיכון למתקפות טילים מצד חיזבאללה, שלוחים אחרים של איראן או איראן עצמה, ויגדיל את הסבירות לפגיעה בתשתיות האנרגיה האסטרטגיות של ישראל, לרבות הפרויקט.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם סכום החוב למימון מחדש של תשלום הבולט ב-2026 יהיה גבוה מהותית משחזינו או אם המאפיינים המבניים של החוב החדש יהיו חלשים מהותית משציפינו בעבר.

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.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 5
- סיכון ביצועים: 8
- סיכון שוק: 1
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 8
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לשלב ההפעלה – לא הוערך (מדורג לפי התרחיש השלילי)
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: נמוך למדי (ila)
- השפעת DSCR חציוני: לא רלוונטי
- השפעת מבנה החוב: לא רלוונטי
- השפעת הנזילות: לא רלוונטי
- השפעת מימון מחדש: ניטרלית
- השפעת שינוי הערך העתידי: לא רלוונטי
- השפעת ניתוח הוליסטי: ניטרלית
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת מגבלת צדדים לעסקה: אין השפעה
- 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: אין השפעה
- ערבויות אשראי מלאות: אין

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: סיכונים אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה: גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 15 באוקטובר, 2024

מאמרים נוספים

- דירוג מדינת ישראל – דוח מלא, 13 בנובמבר, 2024
- הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A' מ-'A+' בשל התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית, 1 באוקטובר, 2024
- אנרג'יאן ישראל פיננס בע"מ – אשרור דירוג 'ilA' לחוב הפרויקטלי, התחזית שלילית, 17 ביוני, 2024
- הורדת דירוג מדינת ישראל ל-'A+' מ-'AA', התחזית שלילית, 18 באפריל, 2024

רשימת דירוגים

אנרג'יאן ישראל פיננס בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה 2026,2028,2031	ilA\Negative	5/31/2021	6/17/2024
סדרה 2033	ilA\Negative	7/26/2023	6/17/2024

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע	18/11/2024 15:40
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	18/11/2024 15:40
יזום הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא 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 זמירותו 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 האיות 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 מהחתימים 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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.