

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

מעקב | יולי 2022

אנשי קשר:

יניב גפני

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
yaniv.g@midroog.co.il

גני עקנין

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית
gani.aknin@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרות א', ג' ו-ד') שהנפיקה נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
נתיביגז אגחא-רמ	1103084	Aa1.il	יציב	29.12.2026
נתיביגז אגחג-רמ	1125509	Aa1.il	יציב	31.12.2031
נתיבי גז אגח ד	1147503 ¹	Aa1.il	יציב	30.06.2033

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בהפעלת מערכת הולכת הגז הטבעי בישראל (להלן: "מערכת ההולכה"); (2) התפתחות משק האנרגיה והחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, לצד גידול ניכר בייצוא הגז הטבעי לירדן ולמצרים, הצטרפות צרכנים חדשים למערכת ההולכה והרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, צפויים להביא להמשך הגידול בביקוש לגז טבעי; (3) מתווה הגז, היוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה למשך עשור; (4) מנגנון כיסוי עליונות והשקעות הולם, הכולל אפשרות לעדכון שנתי של תעריפי ההולכה; (5) עיקר הכנסות החברה נשענות כיום על רכיב הקיבולת; (6) Track Record חיובי בקשר עם יכולת החברה להקים, לשדרג ולתפעל את מערכת ההולכה, תוך שמירה על יציבות היקף ההוצאות ההוניות והתפעוליות; (7) ההפעלה המסחרית של מאגר לווייתן, הממתנת את התלות במאגר תמר, אשר טרם הפעלתו של מאגר לווייתן שימש כמקור יחיד לאספקת גז טבעי, לצד ספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נוסף, וכן מאגר כריש, אשר הקמתו מקטע ההולכה אליו צפויה להסתיים במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022; (8) החברה חתמה על חוזה הולכה מהותיים לירדן ומצרים וכן נמצאת בתהליכים ובחינות לאפשרויות הגדלת היקפי הייצוא; (9) השפעת השימועים הנוגעים להפחתת תעריף, לקביעת תעריף מערכתי על החברה ולאפשרות לעדכון התעריף אחת לשנה; (10) תכנית השקעות רב שנתית משמעותית, אשר עתידה לאפשר הרחבה של היקפי ההזרמה; (11) חשיפה מהותית לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י")² ולחברת שברון מדיטרינאן בע"מ (להלן: "שברון")³, אשר סיפקו יחדיו כ-49% מהכנסות החברה מקיבולת והזרמה בשנת 2021. נציין כי היקף החשיפה לחח"י הולך ופוחת עם השנים, אולם להערכת החברה, חח"י צפויה להמשיך להיות לקוח משמעותי בעתיד הנראה לעין; (12) הכנסות החברה במגמת צמיחה, אשר צפויה להימשך, בין היתר, לאור חוזה הייצוא, גידול בהכנסות מלקוחות קיימים ולקוחות מקומיים חדשים; (13) החברה הציגה שיפור משמעותי בהיקף ה-EBITDA בשנת 2021 וצפויה לשמור על שיפור הדרגתי בשנים הקרובות; (14) לחברה יחסי מינוף מאזני גבוהים, כתוצאה מאופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות, הדורשים השקעות מאסיביות לטווח הארוך. יחסים אלו צפויים להשתפר עם קידום יישום מתווה עיבוי ההון; (15) תזרים תפעולי (FFO) במגמת עלייה, אשר צפויה להימשך בשנים הקרובות; (16) נזילות החברה הולמת את רמת הדירוג; (17) נכון לשנת 2021 עמד יחס הכיסוי (ADSCR) על כ-3.39, ויחס הכיסוי LLCR עמד על כ-2.54; (17) התחייבות רשות הגז הטבעי⁴ (להלן: "רשות הגז"), בקשר עם כיסוי כלל עליונות נתג"ז ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.30 ו-1.15, בהתאמה, עומדת בעינה ולהערכתנו, מחזקת בצורה משמעותית את ודאות יכולת שירות החוב החזויה של החברה; (18) להערכת מידרוג, ענף הולכת גז טבעי חשוף במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. המעבר לייצור חשמל באמצעות גז טבעי חלף ייצור בפחם מקטין את פליטות גזי החממה ומגדיל את תפוקת ההולכה. עם זאת, בטווח הארוך, הצפי לצמיחת ענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ואחסונו צפויים לפגוע בענף ובביקוש לגז טבעי. כמו כן,

¹ ביום 7 ביוני 2018 נרשמו למסחר אגרות חוב נתיבי גז אגח ד ברשימה הראשית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. טרם השינוי מספרה של האיגרת ברצף מוסדיים - 1131994.

² [חח"י מדורגת על ידי מידרוג בדירוג Aa1.il באופק יציב.](#)

³ תאגיד שברון מדורג על ידי מודי'ס בדירוג Aa2 באופק יציב.

⁴ החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 4 לינואר 2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.

החברה חשופה לתקלות ולנזקי טבע וכן לפגיעה בתשתיות, קרקעות ונוף אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה נמוכה. קיימת חשיפה לסיכון אבטחת מידע, הממותן על ידי משאבים המושקעים בנושא, מנגנוני גיבוי ואבטחה וועדת היגוי האחראית על התחום. בנוסף לכך, אנו מעריכים כי סיכון הממשל התאגידי הוא נמוך. החברה מנהלת מדיניות פיננסית יציבה, הכוללת שמירה על רמות נזילות מספקות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מבוסס על מודל שהעבירה החברה, אשר מניח הכנסות מוגבלות ממצרים וירדן בשנים הקרובות, זאת לעומת ההכנסות אשר נצפו בפועל בשנים 2020-2021. עם זאת, אנו מעריכים כי הכנסות מגזר היצוא יגדלו בשנים הקרובות, בדגש על היצוא למצרים שצפוי לצמוח משמעותית לאחר השלמת הקמת הקו הימי אשדוד-אשקלון. עם זאת, אין באפשרותנו להעריך את מידת ההשפעה של הגדלת נפח היצוא על החברה. בנוסף, המודל מניח הפחתה של כ-17% בתעריף החברה, בהתאם להצעת השימוע של המועצה לענייני משק הגז הטבעי⁵. כנגזרת מכך, בשנים הקרובות, החברה תשמור על שיעור EBITDA שנתי בטווח שבין 80%-90%. כמו כן, היקפי ה-FFO של החברה צפויים להמשיך במגמת הצמיחה ולנוע בטווח שבין 500-700 מיליון ₪ בשנה, בהשוואה לכ-685 מיליון ₪ בשנת 2021. צמיחת התזרים תלויה בהמשך הרחבת צריכת הגז במשק הישראלי ובייצוא משמעותי של גז טבעי למדינות שכנות. להערכתנו, יחס המקורות לשימושים צפוי לנוע בשנים הקרובות בין 1.2-1.5, כאשר צפויה הזרמת הון של המדינה במהלך החציון השני של שנת 2022, בהיקף של כ-50 מיליון ₪. כמו כן, בשנים הקרובות צפויות הוצאות הוניות (Capex) שנתיות משמעותיות, אשר צפויות לנוע בטווח רחב שבין 300-900 מיליון ₪. עם זאת, אנו צופים כי החברה תשמור על יתרות נזילות ההולמות את פעילותה השוטפת, כאשר יחס הכיסוי (ADSCR) לא ירד מ-1.30 ויחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) לא ירד מ-1.15, זאת בהתאם להתחייבות רשות הגז. בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והינן מהוות יסודות משמעותיים לדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בכל הנוגע לפרמטרים אלו, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יש לציין, כי יישום החלטת הממשלה בקשר עם הנפקת המיעוט של החברה, עלולה להשפיע על הערכת תמיכת המדינה בחברה בניתוח ה-GRI⁶, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במנגנון התאמת התעריפים, בנזילותה המספקת של החברה ובהערכתנו לתמיכת המדינה בעת הצורך.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הגדלה משמעותית של הכנסות החברה, תוך שמירה על שיעורי רווחיות גבוהים ויציבים, לצד טרק רקורד של הכנסות מיצוא
- שיפור משמעותי ברמת המינוף ושמירה על רמת יחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ומידת התלות ביחסים מול המדינה, לרבות שינוי מבנה הבעלות של החברה
- שינוי רגולטורי באשר להכרה בעלויות ובאשר לשמירה על יחס כיסוי החוב ויחס כיסוי החוב המאוחד
- ירידה מהותית בשיעור ההכנסות מרכיב הקיבולת, באופן שיחשוף את החברה לתנודתיות בקשר עם היקפי ההזרמה בפועל
- אי-שמירה על יתרות נזילות ברמה ההולמת את הדירוג, ביחס להיקפי הפעילות ועומסי הפירעונות הצפויים
- מחסור ארוך ומתמשך בגז טבעי, אשר עלול לגרום לעיכוב ו/או אי-תשלום בגין רכיב הקיבולת

⁵ דיווחי החברה מיום 15 במרץ 2022

⁶ ראו קישור מטה למתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) בפרק "דוחות קשורים".

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪:

2019	2020	2021	31/03/2021	31/03/2022	
630	903	1,005	246	270	הכנסות
35.9%	49.6%	52.0%	51.7%	55.1%	שיעור EBIT ⁷
16.3%	18.7%	21.1%	18.9%	21.0%	הון למאזן
2,838	2,556	2,151	2,345	1,850	חוב פיננסי נטו ⁸
542	808	889	217	244	EBITDA
376	606	685	149	191	FFO
3.6	5.8	6.5	5.7	7.1	FFO + Int / Int
56%	50%	42%	47%	36%	חוב נטו ל-RAV ⁹
13.2%	23.7%	31.8%	25.7%	49.1%	FFO לחוב נטו
1.0	1.9	1.8	2.0	2.9	RCF/Capex

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תמורות במשק הגז הטבעי בישראל

משק הגז הטבעי מתאפיין במגמת צמיחה בביקוש לגז טבעי בשנים האחרונות. בהתאם לנתוני החברה, הצריכה הכוללת של גז טבעי עמדה בשנת 2021 על כ-19.5 BCM לעומת כ-16.1 BCM בשנת 2020 וכ-11.3 BCM בשנת 2019. להערכת מידרוג, הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 13.0-15.0 BCM בשנתיים הקרובות (2022-2024), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה עד לטווח שבין 9.0-10.0 BCM בשנת 2023. בטווח הבינוני-ארוך עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים צפוי לנבוע מהגידול באוכלוסייה, מהגידול בצריכת החשמל ומהגידול בביקוש של יצרני החשמל הפרטיים. מגמת הגידול בביקוש לגז טבעי צפויה אף להתעצם כתוצאה מייצוא הגז הטבעי למדינות שכנות, אשר גדל באופן מהותי לאחר הפעלת המסחרת של מאגר לוויתן ותחילת הפעלת המסחרת הצפויה של מאגר כריש במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022. כמו כן, הגידול בצריכת הגז הטבעי נתמך במדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר באה לידי ביטוי, בין היתר, בדוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030¹⁰, שפרסם משרד האנרגיה. בהמשך לדוח זה, הודיע שר האנרגיה על קיצור לוחות הזמנים להסבת יחידות ייצור החשמל מפחם לגז טבעי של יחידות הייצור 5-6 בתחנת הכוח "אורות רבין" ויחידות הייצור 1 ו-2 בתחנת הכוח "רוטנברג", זאת עד לשנת 2026 ובשנה זו, עשוי להסתיים עידן הפחם בישראל. להערכת החברה, יישום החלטה עשוי להשליך מהותית על הכנסות החברה ותוצאותיה הכספיות, הן מבחינת היקף ההשקעות הנדרשות והן כתוצאה מגידול בהכנסות החברה.

הגדלת היקפי ההזרמה במקביל לחיבור מערכת ההולכה למאגר לוויתן ולמאגרי גז נוספים, לצד הפחתת התלות בספק

יחיד ובלקוחות מהותיים

החל מתחילת שנת 2020, עם הפעלתו של מאגר לוויתן, לחברה ישנם שני מקורות לאספקת גז טבעי שהחברה מזרימה עבור לקוחותיה. בנוסף, בהמשך להחלטת הממשלה בנושא¹¹, נקבע כי החברה תפעל לרכישת מקטע מערכת ההולכה לקליטת גז טבעי אל מערכת ההולכה אשר החברה מפעילה ממאגרי כריש ותנין וממאגרים נוספים, שעשויים להתגלות בעתיד. בהתאם להחלטה, הפרויקט ימומן באמצעות 100 מיליון ₪ מתקציב המדינה, אשר יועברו לחברה כנגד הקצאת מניות החברה למדינה וכן באמצעות הכרה בתעריף בסכום השקעה של 286 מיליון ₪. בהתאם לדיווחי החברה, התנאים הנדרשים ע"פ הסכם המימון עם המדינה הושלמו ולכן, ביום 31 לדצמבר 2018, השקיעה מדינת ישראל בהון החברה סכום של 50 מיליון ₪, וזאת כנגד הקצאת 50 אלף מניות רגילות של החברה. הזרמת 50 מיליון ₪ נוספים צפויה להתבצע עם סיום הקמת הקו ורכישתו על ידי החברה. חברת אנרג'יאן החלה להקים את מקטע ההולכה בחודש דצמבר 2018, ומועד המסירה העדכני צפוי במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022. בד בבד, בחודש ינואר 2022

⁷ לא כולל הכנסות אחרות.

⁸ כולל יתרת מכשירי גידור והתחייבויות חכירה ובניכוי קרנות לשירות החוב, סזומנים ושווי סזומנים ויתרת תיק ני"ע שאינו מיועד.

⁹ Regulated Asset Value

¹⁰ משרד האנרגיה, "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", מרץ 2019.

¹¹ החלטה מספר 2592, מיום 02.04.2017 - "עידוד מאגרים קטנים והכרזה על שעת חירום במשק הגז הטבעי".

נחתם חוזה EPC עם Micoperi S.r.l- Micoperi de Mexico SA de CV כמיזם משותף, לצורך הקמת הקו הימי אשדוד-אשקלון. הקו יאפשר את הגדלת יצוא הגז למצרים, יבטיח גיבוי למשק המקומי ויאפשר הזרמת גז לתחנות חח", אשר יוסבו לגז בשנת 2025¹². חלון הזמן להשלמת הפרויקט הינו עד ליום 1 באוקטובר 2023. להערכתנו, הזרמת הגז ממאגר לווייתן והשלמת הקו למאגר כריש צפויים לתמוך בהגדלה משמעותית נוספת בהיקפי הזרמת הגז הטבעי, וכן יובילו להקטנת התלות ב-2 ספקים מתשתיות גז בלבד ובכך לתמוך בדירוג. עם זאת, נכון למועד הדוח, לחברה ישנה תלות בחח" ובחברת שברון כלקוחות מהותיים. בין השנים 2020-2021 היו הכנסות החברה מחח"י שיעור של כ-34% וכ-26% מסך הכנסות החברה באותן השנים, בהתאמה ומשברון כ-14% וכ-23% בהתאמה. לצורך השוואה, הכנסות החברה מכלל יצרני החשמל הפרטיים בתקופות האמורות עמד על כ-28% וכ-30%, בהתאמה. בחודשים פברואר ומרץ 2022, נחתמו 2 הסכמים בין החברה לבין חברת שברון לאספקת שירותי הולכה לא רציפים לצורך הזרמת גז טבעי למצרים ממאגרי לווייתן ותמר דרך מקטע ירדן צפון וזאת עד לתאריך 1 בינואר 2023. במסגרת ההסכמים התחייבה שברון לכמות מינימלית של BCM 0.5 לכל הסכם. להערכת החברה, הכנסותיה מהסכמים אלו צפויות לעמוד על כ-20 מיליון ₪ בשנת 2022 בגין כל הסכם וזאת על פי ההתחייבות כאמור וכתלות בכמות הגז שתוזרם בפועל. בחודש מרץ 2022 שותפויות מאגרי לווייתן ותמר החלו להזרים גז טבעי למצרים דרך מקטע ירדן צפון.

בנוסף, פועלת החברה בשילוב עם Natural Gas Submarine Interconnector Greece-Italy-Poseidon S.A לצורך בחינת היתכנות של פרויקט משותף שעניינו הקמת מקטע של צינור הולכת גז טבעי, לצורך חיבור אזור המים הכלכליים של ישראל, עם יוון, איטליה, קפריסין ומרכז אירופה, באופן שיאפשר ייצוא של גז טבעי מישראל לאירופה. ביום 8 במרץ 2021 נחתמה תוספת למזכר ההבנות במסגרתה מעגנים הצדדים את הסכמותיהם ביחס לתצורת הפרויקט וחיבורו למערכת הולכה בישראל. פרויקטי ייצוא אלה, אם וכאשר יבשילו, עתידים לתמוך בגידול בביקוש להזרמת גז טבעי. עם זאת, ביום 16 בינואר 2022 פורסם כי הממשל האמריקאי מתנגד לפרויקט אך טרם התקבלה תגובה רשמית מצד ממשלת ישראל.

שימועים בנוגע להפחתה בתעריף במקביל לקביעת תעריף מערכתי ובחינת התעריף אחת לשנה

ביום 14 במרץ 2022 החליטה המועצה לענייני משק הגז הטבעי (להלן: "המועצה") לקיים הליך שימוע בעניין עדכון שנתי של תעריפי ההולכה. במסגרת הצעת ההחלטה יופחתו תעריפי הקיבולת, ההזרמה וההזרמה לצרכנים המחוברים לרשת החלוקה ב-17.2%, 17.6% ו-17.2%, בהתאמה. התעריף המעודכן יוצמד במלואו למדד המחירים לצרכן. תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על יישום הפחתת התעריף על פי הצעת השימוע. להערכת מידרוג, הירידה בהכנסות החברה בעקבות הפחתת התעריף איננה צפויה להשפיע לשלילה על סך הכנסותיה, וזאת בעיקר לנוכח הצפי לגידול בהכנסות מיצוא הגז, לאחר השלמת הקמת הקו הימי אשדוד-אשקלון. בנוסף לכך, ביום 14 במרץ 2022 החליטה המועצה לקיים הליך בנושא קביעת תעריף מערכתי. במסגרת הצעת ההחלטה, נקבע כי התעריף המערכתי יהיה עצמאי וללא תלות בתעריפים אחרים, כאשר מטרות שימושיו יוגדרו על ידי המועצה אחת לשנה. בנוסף, התעריף ישרת קרן תפעולית למקרה שבו הגבייה תהיה נמוכה מהצפי בעקבות צריכה נמוכה, או למקרים חריגים בו יאושר להגדיל הוצאה לפרויקטים מסוימים. נקבע כי תעריף זה יושת על כלל הצרכנים המשלמים את תעריף ההולכה וייגבה, ינוהל וידווח על ידי החברה. הכספים שייגבו לא יהיו חלק מנכסי החברה והיא לא תוכל לעשות בהם שימוש, אלא בהתאם להוראות המועצה. התעריף המערכתי בגין שנת 2022 יעמוד על 0.0577 \$ מיליון MMBTU. מידרוג תיבחן את השפעת התעריף המערכתי על תוצאות החברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

עוד נציין, כי ביום 28 בפברואר 2022 עודכן רישיון החברה, לפיו רשות הגז הטבעי תהא רשאית לבדוק ולשנות את התעריפים אחת לשנה, זאת במקום אחת ל-5 שנים, כפי שקבעו תנאי הרישיון עד ליום זה. להערכתנו, ההשפעה הכוללת של האפשרות לעדכון התעריף על החברה הינה חיובית. על אף שהעדכון עלול להביא לתגודות מסוימת בתעריפים לאורך זמן, הוא יאפשר לחברה גמישות תפעולית, תוך אפשרות להתאמת התעריף לשינויים מהותיים בצרכים הפיננסיים של החברה

¹² סוף עידן הפחם בישראל בשנת 2025.

הגדלה מהותית של תכנית ההשקעות הרב שנתית של החברה, אשר צפויה להביא לגידול בהכנסות

על פי תכנית ההשקעות הרב שנתית המעודכנת של החברה, היקף הוצאות ה-Capex השנתיות צפוי לנוע בין 300-900 מיליון ₪ בשנים 2022-2024. בין ההשקעות, ניתן למנות את הקמת הקו הימי אשדוד-אשקלון, הכפלת מקטעים שונים, השקעות במתקני PRMS והשקעות נוספות. התוכנית כוללת גם, בין היתר, השקעות בבחינה, אשר אם יבשילו יאפשרו ייצוא גז רציף בהיקפים משמעותיים. תכנית ההשקעות תמומן, בין היתר, באמצעות הכרת עלויות השקעה בתעריף, השתתפות היצואנים בעלויות, דמי חיבור, הזרמת ההון הצפויה מהמדינה עד סוף שנת 2022 בסך של 50 מיליון ₪ וגיוסי חוב.

צפי לגידול מהותי ב-EBITDA בטווח הקצר לאור גידול בהכנסות כתוצאה מעלייה בהיקפי ההזרמה ודמי חיבור

נכון למועד הדוח, החברה שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה, אשר נובעת ממעמדה המונופוליסטי, מרגולציה תומכת ומביקוש גובר לגז טבעי. בפרט, ניכרת מגמת גידול בהיקף ה-EBITDA לאורך השנים, תוך עלייה בשיעור ה-EBITDA מההכנסות. הגידול ב-EBITDA נובע בעיקר מגידול בהכנסות כתוצאה מהרחבת מערכת ההולכה והגדלת היקפי ההזרמה לצרכנים קיימים וחדשים, הכנסות הגדלות מדמי חיבור ועלייה משמעותית בהיקפי הייצוא של גז טבעי. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי היקף ה-EBITDA השנתי ינוע בטווח שבין 600-900 מיליון ₪, בשנים הקרובות, בהשוואה ל-EBITDA של כ-889 מיליון ₪ בשנת 2021.

יחסי מינוף מאזני גבוהים, לצד מגמת שיפור בטווח הקצר, תוך יישום מתווה עיבוי ההון של החברה

לחברה יחסי מינוף חלשים הנגזרים מהיקף חוב פיננסי גבוה יחסית. נכון ליום 31 לדצמבר 2021 עמד יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה על כ-70%, יחס ההון למאזן שלה עמד על כ-21% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV (רכוש קבוע רגולטורי) עמד על כ-42%. יחסים אלו משקפים, בין השאר, את אופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות הדורשים השקעות הוניות מסיביות לטווח הארוך. עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת מגמת שיפור מתונה ביחסים אלו, כתוצאה מפירעונות החוב ומהשיפור בתזרימים. בהתאם לתרחיש של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ל-CAP צפוי לרדת ולנוע בטווח שבין 60%-70%, יחס ההון למאזן צפוי לנוע בטווח שבין 20%-25% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV צפוי לנוע בטווח שבין 40%-50%.

בהתאם לדייונים בשנים 2015 - 2016, הוחלט לחזק את ההון העצמי של החברה, ולפעול לכך שיחס ההון למאזן של החברה ישתפר למינימום של 20% בשנת 2022 (להלן: "המתווה"). אנו מעריכים כי החברה תעמוד על יחס הון למאזן של כ-21% בסוף שנת 2022. לצורך יישום מתווה זה הוגדרו מספר יעדים: (1) הארכת תקופת הרישיון עד 2049; (2) ביצוע תיקון של יחסי הכיסוי בשטרי האג"ח; (3) אי-חלוקת דיבידנדים עד שנת 2022; (4) הזרמת הון ושינוי התעריף. נכון למועד הדוח, תיקון יחסי הכיסוי בוצע, נחתם הסכם מותנה להזרמת 100 מיליון ₪ לחברה, לצורך רכישת מקטע הולכה ממאגר כריש, כאשר 50 מיליון ₪ מתוך הסכום הנ"ל הוזרמו לחברה ביום 31 לדצמבר 2018 ויתרת הסכום צפויה להתקבל במקביל לתחילת הפעלה המסחרית של מאגר כריש, אשר צפויה להתרחש במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022. ביום 8.7.2020 פורסם תזכיר¹³ לתיקון חוק משק הגז הטבעי, הכולל, בין היתר, תיקון מוצע שיאפשר לשר האנרגיה להאריך את תקופת רישיון ההולכה של החברה לתקופה נוספת של 15 שנים. ביום 23 בפברואר 2021, עודכן תעריף החברה כך שעודכנו כלל ההשקעות המופיעות ברישיון החברה כדוגמת הקמת קו ימי אשדוד-אשקלון והכפלות קווים נוספים. יישום מלא של המתווה צפוי להגדיל באופן הדרגתי את ההון העצמי של החברה ולשפר את יחסי המינוף שלה במהלך השנים הקרובות.

תזרים תפעולי במגמת עלייה אשר צפויה להמשיך בשנים הקרובות, לצד שיפור ביחס הכיסוי התזרימי

החברה מציגה עלייה בתזרים התפעולי (FFO) בשנים האחרונות, כאשר בשנת 2021 עמד היקף ה-FFO בחברה על כ-685 מיליון ₪, לעומת כ-606 מיליון ₪ ב-2020 וכ-376 מיליון ₪ ב-2019. כמו כן, בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2022 עמד היקף ה-FFO על כ-191 מיליון ₪ לעומת היקף של כ-149 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור בתזרים בשנתיים האחרונות נובע בעיקרו מגידול בהכנסות כתוצאה מהרחבת מערכת ההולכה והגדלת היקפי ההזרמה לצרכנים קיימים וחדשים. יחס FFO לחוב הפיננסי נטו ל-12 החודשים אשר הסתיימו ביום 31 לדצמבר 2021, עמד על כ-32%, שיפור מתמשך לעומת יחס של כ-24% בסוף שנת 2020 וכ-

¹³ דייוח החברה מיום 09.07.2020

13% בסוף שנת 2019, על רקע הקטנת החוב הפיננסי נטו והשיפור ב-FFO. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך גידול בהיקפי ה-FFO של החברה בשנים הקרובות, אשר צפוי לנוע בטווח שבין 500-700 מיליון ₪ וכתוצאה מכך שיפור נוסף ביחס הכיסוי התזרימי נטו. הגידול בהיקפים תלוי בהמשך הרחבת צריכת הגז במשק הישראלי ובייצוא משמעותי של גז טבעי למדינות שכנות.

נזילות איתנה ההולמת את רמת הדירוג

נזילות החברה מושתתת, בין היתר, על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על רווחיות יציבה. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המשך הגידול בהיקפי ה-FFO כאמור לעיל צפוי לתמוך בנזילות החברה. כמו כן, להערכתנו, יחס מקורות לשימושים של נתג"ז צפוי לנוע בשנים הקרובות בין 1.2-1.5. להערכת מידרוג, תזרים המזומנים השוטף של החברה, בשילוב כריות הביטחון לשירות החוב שהחברה מחזיקה ומדיניות הנזילות המינימאלית שהתווה דירקטוריון החברה, מעידים על רמת נזילות איתנה, ההולמת את הדירוג ותואמת את תכנית ההשקעות הצפויה. כמו כן, להערכתנו, לחברה נגישות טובה לשוק ההון וגמישות פיננסית טובה יחסית.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והן מהוות יסודות משמעותיים בדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג מהותית. יש לציין, כי יישום החלטת הממשלה מיום 19 לאוקטובר 2014, בנוגע להנפקת המיעוט של החברה, עלולה להשפיע על הערכת התמיכה בין המדינה לחברה בניחות ה-GRI, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות וההשלכות של הנפקת המיעוט על דירוג החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

החלטת הרגולטור על שמירת יחסי כיסוי בחברה וכריות הביטחון הקיימות מחזקים את ודאות שירות החוב

בהתאם להחלטות מועצת הגז שניתנו ביחס לקביעת התעריף, נקבע כי המודל לחישוב התעריף נועד, בין היתר, לדאוג לעמידה של החברה ביחסי הכיסוי, כך שיחס הכיסוי (ADSCR) לא ירד מ-1.30, בעוד שיחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) לא ירד מ-1.15, לאורך תקופת הרישיון. בהתאם לדיווחי החברה, נכון לשנת 2021 עמד יחס הכיסוי (ADSCR) על כ-3.39, ויחס הכיסוי LLCR עמד על כ-2.54. הצהרת הרגולטור בדבר שמירה על יחס הכיסוי המינימאלי והטמעה עקבית של החלטה זו בתעריפי החברה, מחזקות בצורה משמעותית את ודאות יכולת שירות החוב החזויה של החברה ותומכות בדירוג. כמו כן, כחלק מהוראות שטר הנאמנות, שומרת החברה על כריות ביטחון לבעלי אגרות החוב, הכוללות קרן לשירות חוב, קרן תפעול ותחזוקה, קרן השקעה וחיידוש ציוד וקרן חח". כריות הביטחון מספקות נזילות נוספת לחברה ותומכות בוודאות שירות החוב שלה ועל כן תומכות בדירוג.

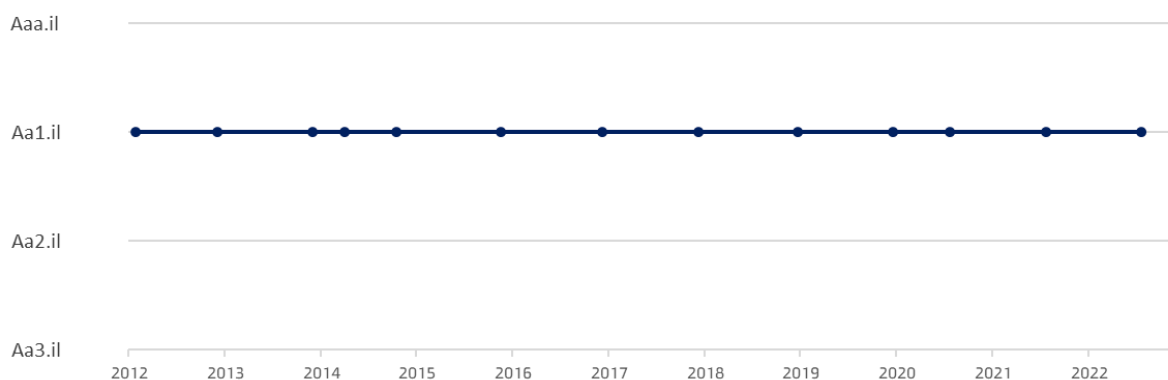
שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, ענף הולכת גז טבעי חשוף במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. המעבר לייצור חשמל באמצעות גז טבעי חלף ייצור בפחם מקטין את פליטות גזי החממה, מגדיל את תפוקת ההולכה ומעלה את ערך המוצר ליצרנים ולצרכנים כאחד. עם זאת, בטווח הארוך, הצפי לצמיחת ענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ואחסון צפויים לפגוע בענף בכלל ובביקוש לגז טבעי בפרט. כמו כן, תקלה משמעותית בצניורות ו/או בציד הנלווה עלולה לגרום לנפגעים, ויתכנו גם נזקי טבע כגון רעידת אדמה או שיטפון העלולים לגרום לפגיעה במתקני החברה. סיכון זה ממותן על ידי הפיזור הגיאוגרפי הנרחב. בד בבד, תיתכן פגיעה בקרקעות, בתשתיות אחרות ובנוף. כמו כן, להערכת מידרוג הסיכון החברתי הוא נמוך. תשתית החברה מוגדרת כקריטית למדינת ישראל. פריצה ממוחשבת לתשתיות החברה עלולה לגרום לפגיעה בפעילותה, לדליפת מידע רגיש ולפגיעה במוניטין. סיכון זה ממותן על ידי משאבים המושקעים באבטחת המידע, מנגנוני גיבוי ואבטחה וועדת היגוי אשר אחראית לנושא. בנוסף לכך, אנו מעריכים כי סיכון הממשל התאגידי הוא נמוך. החברה מנהלת מדיניות פיננסית יציבה, הכוללת שמירה על רמות נזילות מספקות.

אודות החברה

חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ נוסדה ביולי 2003, והחלה לפעול במהלך שנת 2004. החברה הינה בבעלות מלאה של מדינת ישראל והוקמה על פי החלטת ממשלה מיום 7 לאוגוסט 2003, לפיה יוענק לחברה רישיון להקמה והפעלה של מערכת הולכת גז טבעי, כל זאת, בהתאם לחוק משק הגז הטבעי התשס"ב-2002. באוגוסט 2004 הוענק לחברה רישיון להקמה, פיתוח, תפעול ואחזקה של מערכת הולכת הגז הטבעי בישראל (להלן: "הרישיון"). הרישיון הינו למשך תקופה של 30 שנים (עד לשנת 2034), וזאת בכפוף לתוכנית אב למשק הגז הטבעי בישראל, הנקבעת על ידי רשות הגז הטבעי, הפועלת כאורגן במשרד האנרגיה. מועצת הגז הטבעי מונה 5 חברים¹⁴, ובאחריותה, בין היתר, לקבוע תעריפים לבעל רישיון, לקבוע אמות מידה לשירות וייעוץ לשר ולמנהל רשות הגז בעניינים שונים. הכנסות החברה נובעות בעיקרן מתעריף הולכה הנקבע ע"י מועצת הגז, הכולל רכיב קיבולת ורכיב הזרמה בפועל, מדמי חיבור חד-פעמיים ומתעריף הייצוא הנגזר מתעריף ההולכה. תעריף ההולכה משקף כיסוי של כלל הוצאות החברה, לרבות שימור יחס כיסוי (ADSCR) שנתי מינימאלי, בשיעור של 1.30 ויחס כיסוי (ADSCR) שנתי מאוחד, בשיעור 1.15, לכל הפחות. צרכני החברה כוללים 5 קבוצות עיקריות: חח"י, יח"פים, ייצוא, מפעלי תעשייה, חברות חלוקה אזוריות וחברות שיווק.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג חברות הולכת חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג סנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, יוני 2021](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

¹⁴ חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג שר האוצר, נציג שר האנרגיה ושני נציגי ציבור, הממונים ע"י משרד האוצר ומשרד האנרגיה.

מידע כללי

18.07.2022	תאריך דוח הדירוג:
15.07.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.01.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>