

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
uri.h@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 תקופתי של תעריפי ההולכה, כאשר בחינת התעריף האחרונה התבצעה בחודש פברואר 2021; (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 לווינת, הממתנת את התלות במאגר תמר, אשר טרם הפעלתו של מאגר לווינת שימש כמקור יחיד לאספקת גז טבעי, לצד ספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נזלי, וכן המאגרים כריש ותנין, אשר הקמת מקטעי ההולכה אליהם צפויה להסתיים במהלך הרבעון השני של 2022; (8) החברה חתמה על חוזה הולכה מהותיים לירדן ומצרים וכן נמצאת בתהליכים ובחינות לאפשרויות הגדלת היקפי הייצוא; (9) תכנית השקעות רב שנתית משמעותית, אשר עתידה לאפשר הרחבה מהותית של היקפי ההזרמה; (10) חשיפה מהותית לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י")², אשר סיפקה כ-34% מהכנסות החברה מההולכה בשנת 2020. נציין, כי היקף החשיפה לחח"י הולך ופוחת עם השנים, אולם להערכת החברה, חח"י צפויה להמשיך ולהוות לקוח משמעותי בעתיד הנראה לעין; (11) הכנסות החברה במגמת צמיחה, אשר צפויה להימשך, בין היתר, לאור חוזה הייצוא, גידול בהכנסות מלקוחות קיימים ולקוחות מקומיים חדשים; (12) החברה הציגה שיפור משמעותי בהיקף ה-EBITDA בשנת 2020 וצפויה לשמור על שיפור הדרגתי בשנים הקרובות; (13) לחברה יחסי מינוף מאזני גבוהים, כתוצאה מאופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות, הדורשים השקעות מאסיביות לטווח הארוך. יחסים אלו צפויים להשתפר עם יישום מתווה עיבוי ההון; (14) תזרים תפעולי (FFO) במגמת עליה, אשר צפויה להימשך בשנים הקרובות; (15) נזילות החברה הולמת את רמת הדירוג; (16) נכון לשנת 2020 עמד יחס הכיסוי (ADSCR) על כ-2.52, יחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) עמד על כ-2.24 ויחס הכיסוי LCCR עמד על כ-2.75; (17) התחייבות רשות הגז הטבעי³ (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.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי לא צפוי שינוי מהותי בתעריפי החברה המפוקחים בטווח הקצר-בינוני. כנגזרת מכך, בשנים הקרובות, החברה תשמור על שיעור EBITDA שנתי בטווח של בין 85%-87%. כמו כן, היקפי ה-FFO של החברה צפויים להמשיך

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

² חח"י מדורגת על ידי מידרוג בדירוג Aa1.il באופק יציב.

³ החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 4 לינואר 2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.

במגמת הצמיחה ולנוע בטווח שבין 530-750 מיליון ש"ח בשנה, בהשוואה לכ-589 מיליון ש"ח בשנת 2020. להערכתנו, החברה צפויה לייצר תזרים שנתי שוטף (CFO) בטווח תנודתי יחסית של בין 620-790 מיליון ש"ח בשנים הקרובות, בין היתר, כתוצאה משינויים בהון החוזר. 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 1.20-1.70, כאשר צפויה הזרמת הון נוספת של המדינה, בטווח הבינוני, בהיקף של כ-50 מיליון ש"ח. כמו כן, בשנים הקרובות צפויות הוצאות הוניות (Capex) שנתיות משמעותיות, אשר צפויות לנוע בטווח רחב של בין כ-480 מיליון ש"ח לכמיליארד ש"ח. עם זאת, אנו צופים כי החברה תשמור על יתרות נזילות ההולמות את פעילותה השוטפת, 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 בנימוח ה-GRI⁴, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה.

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

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

2018	2019	2020	31/03/2020	31/03/2021	
595	630	903	208	246	הכנסות
38.6%	35.9%	49.6%	46.1%	51.7%	שיעור EBIT ⁵
15.1%	16.3%	18.7%	16.8%	18.9%	הון למאזן
2,853	2,838	2,523	2,715	2,335	חוב פיננסי נטו ⁶
511	542	808	185	217	EBITDA
342	376	590	130	173	FFO
3.3	3.6	5.1	4.7	5.6	FFO + Int / Int
57%	56%	50%	53%	47%	חוב נטו ל-RAV ⁷
12%	13.2%	23.4%	15.3%	27.1%	FFO לחוב נטו
1.3	1.0	1.8	1.5	2.3	RCF/Capex

⁴ ראו קישור מטה למתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) בפרק "דוחות קשורים".

⁵ לא כולל הכנסות אחרות.

⁶ כולל יתרת מכשירי גידור והתחייבויות חכירה ובניכוי קרנות לשירות החוב, מזומנים ושווי מזומנים ויתרת תיק ני"ע שאינו מיועד.

⁷ Regulated Asset Value

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תמורות במשק הגז הטבעי בישראל

משק הגז הטבעי מתאפיין במגמת צמיחה בביקושים לגז טבעי בשנים האחרונות. בהתאם לנתוני החברה, הצריכה הכוללת של גז טבעי עמדה בשנת 2020 על כ-16.1 BCM לעומת כ-11.3 BCM בשנת 2019 וכ-11.11 BCM בשנת 2018. להערכת מידרוג, הצריכה המשקית של גז טבעי תנוע בטווח שבין 12.0-14.0 BCM בשנתיים הקרובות (2021-2022), בעוד שהכמות המיוצאת למצרים ולירדן (מן המאגרים תמר ולוויתן) תגדל גם היא בהדרגה בטווח שבין 5.5-7.5 BCM. בטווח הבינוני-ארוך עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע מהגידול באוכלוסייה, מהגידול בצריכת החשמל ומהגידול בביקושים של יצרני החשמל הפרטיים. מגמת הגידול בביקושים לגז טבעי צפויה אף להתעצם כתוצאה מייצוא הגז הטבעי למדינות שכנות, אשר גדל באופן מהותי לאור הפעלתו המסחרית של מאגר לוויתן. 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 2030⁸, שפרסם משרד האנרגיה. בהמשך לדוח זה, פרסם 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 ההחלטה עשוי להשליך מהותית על הכנסות החברה ותוצאותיה הכספיות, הן מבחינת היקף ההשקעות הנדרשות והן כתוצאה מגידול בהכנסות החברה.

חיבור מערכת ההולכה למאגר לוויתן ולמאגרי גז נוספים צפוי להגדיל את היקפי ההזרמה, לצד הפחתת התלות בספק

יחיד ובלקוח מהותי

החל מתחילת שנת 2020, עם הפעלתו של מאגר לוויתן, לחברה ישנם שני מקורות לאספקת גז טבעי, וזאת לעומת תקופות קודמות בהן לחברה הייתה תלות במאגר גז בלעדי - מאגר תמר, וספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נוזלי מן המצופ הימי (BUOY). בנוסף, בהמשך להחלטת הממשלה בנושא⁹, נקבע כי החברה תפעל לרכישת מקטע מערכת הולכה לקבלת גז ממאגרי כריש ותנין וממאגרים נוספים, אשר עשויים 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 אנרגיאן החלה להקים את מקטע ההולכה בחודש דצמבר 2018, ומועד המסירה העדכני צפוי במהלך הרבעון השני של שנת 2022. להערכתנו, הזרמת הגז ממאגר לוויתן והשלמת הקווים למאגרים כריש-תנין צפויים לתמוך בהגדלה משמעותית נוספת בהיקפי הזרמת הגז הטבעי, וכן יובילו להפחתת התלות בספק ובתשתית גז יחידה ובכך לתמוך בדירוג. עם זאת, נכון למועד הדוח, לחברה עדיין ישנה תלות בחח"י כלקוח מהותי. בין השנים 2019-2020 היוו הכנסות החברה מחח"י שיעור של כ-34% וכ-48% מהכנסות החברה מדמי הולכה באותן השנים, בהתאמה. לצורך השוואה, הכנסות החברה מדמי הולכה מכלל יצרני החשמל הפרטיים בתקופות האמורות עמד על כ-24% וכ-23%, בהתאמה.

בנוסף, פועלת החברה יחד 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, הצדדים הסכימו לנהל מו"מ לטובת התקשרות בהסכם לפיתוח הפרויקט בו ייקבעו, בין היתר, תפקידיהם וחלקיהם בתאגיד שיוקם. פרויקטי ייצוא אלה, אם וכאשר יבשילו, עתידים לתמוך בגידול בביקושים להזרמת גז טבעי ותומכים בדירוג החברה.

⁸ משרד האנרגיה, "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", מרץ 2019.

⁹ החלטה מספר 2592, מיום 02.04.2017 - "עידוד מאגרים קטנים והכרזה על שעת חירום במשק הגז הטבעי".

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 כ-480 מיליון ₪ לכמיליארד ₪ בשנים 2021-2023. בין ההשקעות, ניתן למנות את הקמת הקו הימי אשדוד-אשקלון, פרויקט מאגרים קטנים, הכפלת מקטע אשל הנשיא רמת חובב והשקעות נוספות. התוכנית כוללת גם, בין היתר, השקעות בבחינה, אשר אם יבשילו יאפשרו ייצוא גז רציף בהיקפים משמעותיים. חלק קטן יותר מההשקעות עתיד לממן הקמת מתקני PRMS חדשים. תכנית ההשקעות תמומן, בין היתר, באמצעות הכרת עלויות השקעה בתעריף, השתתפות היצואנים בעלויות, דמי חיבור, הזרמת ההון הצפויה מהמדינה בסך של 50 מיליון ₪ וגיוסי חוב.

גידול מהותי ב-EBITDA הצפוי 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 700-900 מיליון ₪, בשנים הקרובות, בהשוואה ל-EBITDA של כ-810 מיליון ₪ בשנת 2020.

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

לחברה היקף חוב פיננסי גבוה יחסית אשר מביא אותה ליחסי מינוף חלשים. נכון ליום 31 לדצמבר 2020, עמד יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה על כ-74%, יחס ההון למאזן שלה עמד על כ-18.7% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV (רכוש קבוע רגולטורי) עמד על כ-50%. 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 של כ-63%-70%, יחס ההון למאזן צפוי להשתפר ולנוע בטווח שבין 20%-24% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV צפוי לרדת ולנוע בטווח שבין 45%-47%. בהתאם לדיונים בשנים 2015 - 2016, הוחלט לחזק את ההון העצמי של החברה, ולפעול לכך שיחס ההון למאזן של החברה ישתפר למינימום של 20% בשנת 2022 (להלן: "מתווה עיבוי ההון" או "המתווה"). 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 ממאגרי כריש ותנין, כאשר 50 מיליון ₪ מתוך הסכום הנ"ל הוזרמו לחברה ביום 31 לדצמבר 2018. ביום 8.7.2020 פורסם תזכיר¹⁰ 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 דרגתי 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 2020 עמד היקף ה-FFO בחברה על כ-590 מיליון ₪, לעומת כ-376 מיליון ₪ ב-2019 וכ-342 מיליון ₪ ב-2018. כמו כן, בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2021 עמד היקף ה-FFO על כ-173 מיליון ₪ לעומת היקף של כ-130 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור בתזרים נובע בעיקר לאור גידול בהכנסות, כתוצאה מהרחבת מערכת ההולכה והגדלת היקפי ההזרמה לצרכנים קיימים וחדשים. יחס FFO לחוב הפיננסי נטו ל-12 החודשים האחרונים, אשר הסתיימו ביום 31 לדצמבר 2020, עמד על כ-23.4%, שיפור מתמשך לעומת יחס של כ-13.2% בסוף שנת 2019 וכ-

¹⁰ דיווח החברה מיום 09.07.2020

12% בסוף שנת 2018, 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 של כ-530-750 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 חזקה 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, החברה צפויה לייצר תזרים שנתי שוטף (CFO) תנודתי יחסית של 620-790 מיליון ₪ בשנים הקרובות, בין היתר, עקב שינויים בסעיפי הון חוזר. כמו כן, להערכתנו, יחס מקורות לשימושים של נתג"צ צפוי לנוע בשנים הקרובות בין 1.20-1.70 והוצאות ה-Capex השנתיות צפויות לנוע בטווח רחב של בין 480 מיליון ₪ לכמיליארד ₪. להערכת מידרוג, תזרים המזומנים השוטף של החברה, יחד עם כריות הביטחון לשירות החוב שהחברה מחזיקה ומדיניות הנזילות המינימאלית שהתווה דירקטוריון החברה, מעידים על רמת נזילות חזקה, 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, וכנגדת מכך על הדירוג הסופי של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות וההשלכות של הנפקת המיעוט על דירוג החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

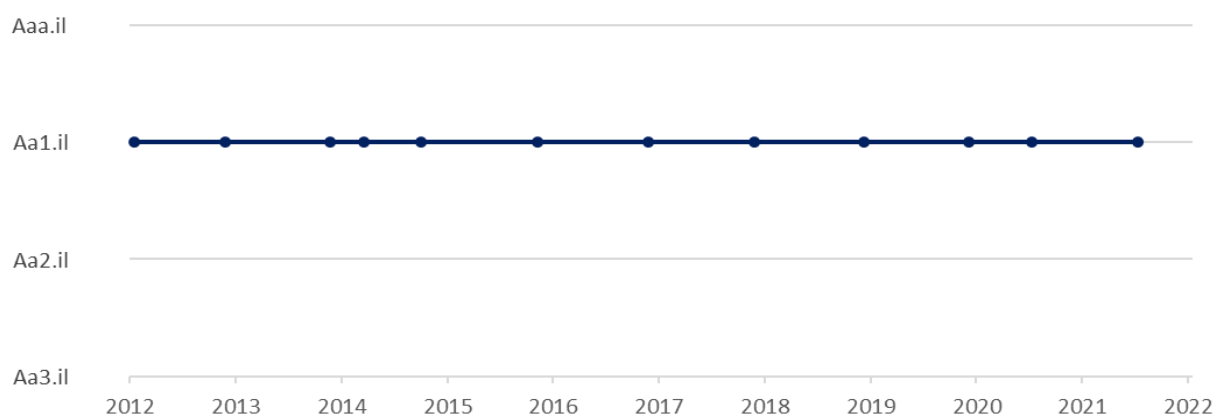
החלטת הרגולטור על שמירת יחסי כיסוי בחברה וכריות הביטחון הקיימות מחזקים את ודאות שירות החוב

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 2020 עמד יחס הכיסוי (ADSCR) על כ-2.52, יחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) עמד על כ-2.24 ויחס הכיסוי LLCR עמד על כ-2.75. 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"י. כריות הביטחון מספקות נזילות נוספת לחברה ותומכות בוודאות שירות החוב שלה ועל כן תומכות בדירוג.

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 649 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, הפועלת כאורגן במשרד האנרגיה. מועצת הגז הטבעי מונה 5 חברים¹¹, ובאחריותה, בין היתר, לקבוע תעריפים לבעל רישיון, לקבוע אמות מידה לשירות וייעוץ לשר ולמנהל רשות הגז בעניינים שונים. הכנסות החברה נובעות מדמי חיבור חד-פעמיים, ותעריף הולכה הנקבע ע"י מועצת הגז, הכולל רכיב קיבולת ורכיב הזרמה בפועל. 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 וחברות חלוקה אזוריות.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

¹¹ חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג שר האוצר, נציג שר האנרגיה ושני נציגי ציבור, הממונים ע"י משרד האוצר ומשרד האנרגיה.

מידע כללי

15.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
15.07.2020	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.

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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 ביעוץ 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 ויהיה 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 מתודולוגיה 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 בודדו 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>