

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2012

1

מחבר:

יובל סקורניק, אנליסט
yuvals@midroog.co.il

אדם בן יהודה, ראש צוות
adamb@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@midroog.co.il

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

אופק יציב	Aa1	אג"ח סדרה א'
אופק יציב	Aa1	אג"ח סדרה ג'

מידרוג מותירה את דירוג סדרה א', Aa1, על כנו, באופק יציב, לאג"ח סדרה א', בסך של 1.1 מיליארד ₪ (ע.ג.). מידרוג מאשרת דירוג Aa1, באופק יציב, להרחבת סדרה ג', בסך כ- 400 מ' ₪ (ע.ג.), אשר תבוצע עד סוף 2012 (בינואר 2012 אושר דירוג למסגרת כוללת לגיוס בסדרה ג', בסך כולל של 900 מ' ₪, מתוכה גויסו 500 מ' ₪). הרחבת סדרה ג' תבצע, בהתאם לצורכי ההשקעה, ובכפוף לאישור התעריפי שנקבע ע"י הרגולטור, המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 (להלן: "יחס כיסוי")¹ ויחס כיסוי מאוחד של 1.15 (להלן: "יחס כיסוי מאוחד")². במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון מידת תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות"). מידרוג מעריכה את התמיכה כגבוהה ואת התלות כגבוהה מאוד.

הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 27/11/2012.

להלן נתונים עיקריים בגין האג"ח המדורג, סדרות א' ו-ג':³

שנות פירעון	יתרת התחייבויות בספרים במי 30/09/2012	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	סדרת אג"ח
2012-2026	1,332	מדד המחירים לצרכן	5.6%	02/01/2007	סדרה א'*
2016-2031	510		4.8%	29/12/2011	סדרה ג'

* סדרה זו הורחבה במספר מועדים, כאשר האחרון בהם הינו 28/12/2010.

תמצית נתונים כספיים, בא' ₪:

2009	2010	2011	Q1-3/11	Q1-3/12	נתוני רו"ח ו-FFO
150,672	386,301	345,046	362,457	331,828	סך הכנסות
132,742	353,398	295,952	328,592	282,287	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
17,930	32,903	49,094	33,865	49,541	הכנסות מדמי חיבור
9,717	(81,950)	(102,366)	(87,351)	(115,796)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
40,278	108,484	(9,737)	90,025	12,096	רווח נקי (הפסד)
99,975	324,735	267,179	306,335	271,561	EBITDA
120,585	108,116	133,077	86,846	90,162	FFO
31/12/09	31/12/10	31/12/11	30/09/2011	30/09/2012	נתוני מאזן
2,515,362	2,638,231	2,636,566	2,646,688	2,957,884	נכס בלתי מוחשי ⁴
3,047,238	3,634,244	4,193,801	3,680,074	4,124,217	סך מאזן
55,998	27,230	269,444	268,135	441,416	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
154,890	263,962	271,031	319,207	238,844	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שיועדו
2,497,266	2,947,788	3,497,082	2,903,593	3,395,402	התחייבויות
1,768,132	2,261,829	2,558,652	2,066,266	2,303,683	חוב פיננסי נטו
549,972	686,456	696,719	776,481	728,815	הון עצמי

* מדיניות ההשקעה הינה השקעה באג"ח מדינת ישראל ופיקדונות. נכון למועד הדו"ח, החברה משקיעה באג"ח מדינת ישראל בלבד.

¹ יחס הכיסוי הינו המזומנים הפנויים לשירות חוב (לרבות מזומנים שטרם שימשו לפעילות השקעה), בניכוי התשלומים לחח", בגין הקמת המקטע הימי (ראה תת-פרק 4.1), חלקי שירות כלל חובות החברה (קרן וריבית), ללא שירות החוב בגין הלוואת החח".

² יחס הכיסוי המאוחד לוקח בחשבון את כלל תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב (לרבות מזומנים שטרם שימשו לפעילות השקעה), חלקי סך שירות החוב (לרבות התשלום בגין הלוואה לחח").

³ במהלך שנת 2012 נפרעה סדרה ב' במלואה.

⁴ ראה גם הערת שוליים 16.

דירוג ה-BCA⁵ של נתג"ז מושפע, בראש ובראשונה, מהיות החברה מונפול במשק סגור, בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד. נתג"ז הינה החברה היחידה בישראל, אשר הינה בעלת רישיון הולכה ואשר תחת אחריותה הקמה, תפעול ואחזקת רשת הגז של המדינה. לאור ההתפתחויות האחרונות במשק הגז בישראל, ועל-פי התבטאויות הפקידות הבכירה, חשיבות פיתוח משק הגז אינה מוטלת בספק, וזאת בהיבטים כלכליים, פוליטיים וסביבתיים. אחריות נתג"ז על עורקיו הראשיים של משק זה מפחיתה משמעותית את הסיכון הכרוך בהיותה חברה, הפועלת עפ"י רישיון ל-30 שנה, ללא בעלות על נכסי ההולכה. רשות הגז קיימת מזה כ-8 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות, שקיפות ועדכון תעריף ההולכה, בהתאם לצורך ובמועד. רשות הגז פועלת לכיסוי כלל עלויות נתג"ז, לרבות הקמת מערכת ההולכה, תפעולה, עלויות מימון ותשואה נאותה על הנכסים. בנוסף לכך, במסגרת החלטותיה, מועצת הגז קובעת את תעריף ההולכה, כך שיישמרו יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.30 ו-1.15, בהתאמה. רשות הגז מעדכנת את תעריף ההולכה, מעת לעת, לשם הבטחת העמידה באמות מידה אלו. בהתאם להחלטת מועצת הגז, תעריף ההולכה מורכב מרכיב קיבולת ורכיב הזרמה, ביחס 9:1 (דהיינו, כ-90% מהכנסות נתג"ז הנין קבועות), ללא תקרת תעריף או תקרת הכנסות. התעריף מתעדכן בהתאם להיקפי ההולכה, על-פי תחזיות ונתונים בפועל, באופן שישמר, הן את היחס בין רכיבי תעריף ההולכה והן את כיסוי העלויות, כאמור לעיל. היבטים אלו מקנים לנתג"ז יציבות רמת ודאות גבוהות באשר לתזרים המזומנים.

נתג"ז מתאפיינת בעמידה עקבית ביעדי התקציב (שעיקריהם - עלויות הפיתוח וההקמה), על אף היקפם ומורכבותם, אשר ימשיכו להיות משמעותיים ביותר. חשיפותיה בהיבטי בצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות, ממותנות משמעותית, בעיקר באמצעות: מנגנון קביעת תעריף ההולכה, לרבות הכרה בעלויות בצ"מ בפועל, הנהלה מקצועית ושימוש ביועצים מומחים בתחום, חשיפה מינימאלית לעיכובי תמ"א וקיום ביטוח מפני אובדן רווחים (בהיקף 12 חודשים). נכון למועד הדוח, לנתג"ז אין פעילויות, למעט על-פי הרישיון, וההחלטות, באשר למינוף, כפופות לאישור משרדי הממשלה, ולקבלת כיסוי בתעריף ההולכה, באישור מועצת הגז. מינוף החברה, כפועל יוצא מתכניות ההשקעה הנרחבות, משקף יחסים פיננסיים חלשים. כמו כן, קיימת חשיפה לפערי עיתוי בעדכון תעריף ההולכה, בהינתן אירועים שליליים שונים. סיכונים אלו ממותנים, באמצעות שילוב הגנות מובנות בהסכמי מימון האג"ח, לרבות שמירה על קרנות ביטחון נזילות, קביעת מפל מזומנים, מבחני יחס כיסוי ובקורות שונות (כגון: עדכון חצי-שנתי של המודל הפיננסי והוכחת תקפות יחסי הכיסוי המשתקפים בו).

מידרוג מעריכה את התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאד, ואת הסבירות לתמיכה מיוחדת כגבוהה. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכויי אשראי דומים של החברה ושל המדינה, בחשיפה למשברים גיאו-פוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי, בבעלות מלאה של המדינה (כ-100%), וכן בהשפעת התנהלות משק הגז הטבעי על סיכון האשראי של חח"י⁶. תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת, בראש ובראשונה, בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצהרת הפקידות הבכירה, בדבר תמיכה בחברה⁷, במידת הצורך, ובחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה. כאמור, מידרוג מעריכה את התלות בין המדינה לחברה כגבוהה מאד ואת תמיכת המדינה בחברה כגבוהה; שחיקה בהערכת קשר זה עלולה להוביל להורדת דירוג.

לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה בדוח דירוג ראשוני (רצ"ב קישור בסוף דוח זה).

⁵ Baseline Credit Assessment

⁶ על הקשר בין חח"י לבין המדינה, ראה גם דוח מעקב ופועלת דירוג חח"י - אוקטובר 2011.

⁷ וכן אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה.

2. פעולת הדירוג

השקעות	עלות במ' ש"ח
מקשר ימי לגז טבעי נוזלי (BUOY)	530
קו לירושלים	219.4
קו נשר- נתב"ג	82.6
תוספת בגין מחזור חיים	45
תכנון מפורט והיתרים	22
סה"כ השקעות עתידיות מוכרות	899
סה"כ השקעות מוכרות	3,695.8

הגיוס, בסך כ- 400 מ' ש"ח, נועד להמשיך ביצוע השקעות במערכת ההולכה. בדצמבר 2011 החליטה מועצת הגז על הגדלת תעריף ההולכה, וזאת, בין היתר, לשם ביצוע השקעה במערכת ההולכה, בסך כולל של כ- 900 מ' ש"ח (מתוכם גויסו כ- 500 מ' ש"ח בינואר 2012). השקעה זו מגדילה את סך ההשקעה המוכרת של נתב"ג לכ- 3.7 מיליארד ש"ח. הצורך בהמשך השקעות במערכת ההולכה נובע, בין היתר, מהגורמים הבאים: (1) חיבור צרכנים נוספים למערכת ההולכה; (2) יצירת יתירות במערכת ההולכה, שתאפשר אמינות אספקה ראויה לצרכני הגז הטבעי במשק; (3) צורך בחיבור ספקי גז נוספים.

3. התפתחויות עיקריות

3.1. המשך תכנית ההשקעות

סך השקעות החברה במערכת ההולכה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 הסתכם בכ- 462.8 מ' ש"ח, מתוכם כ- 300 מ' ש"ח (כ- 65%) הושקעו בהקמת המצופ הימי (Buoy), כ- 83 מ' ש"ח (כ- 18%) בהקמת מתקני PRMS⁸, והיתרה הושקעה, בין היתר, בפרויקט ה-Rock Dumping⁹ ובתכנון ורכש לפרויקטים עתידיים. במהלך דצמבר 2012 צפויה החברה להשלים את המצופ הימי, ולהתחיל בהשקעות נוספות במהלך 2013, להרחבת מערכת ההולכה (ברכיבים שאינם קשורים למצופ הימי, ראה פירוט בטבלה לעיל).

3.2. היעדר גז ממצרים והתכלות מאגר ים תטיס

הזרמת הגז הטבעי ממצרים נפסקה כליל, החל ממרץ 2012 (לאחר הפרעות חוזרות ונשנות במהלך השנים 2010-2012). באפריל 2012 דווח כי, חברות הגז המצריות מבטלות את הסכם הספקת הגז עם ספק הגז EMG¹⁰. בד בבד, מאגר ים תטיס נמצא בשלבי התכלות. במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 הוזרמו במערכת נתב"ג כ- 3.85 BCM, בעוד שבתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 הוזרמו כ- 1.96 BCM בלבד (כ- 40% מתחזיות נתב"ג לתקופה זו).

מאגר שותפות תמר נמצא בשלבי פיתוח, ולפי הערכות שונות, מועד תחילת ההפקה המסחרית צפוי במהלך אפריל 2013 או לכל המאוחר ביולי 2013¹¹. המצופ הימי (Buoy) המוקם ע"י נתב"ג, בהספק שנתי של עד כ- 2.5 BCM, ישמש לגישור על הפער, בין תחילת הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר לבין סיום ההפקה ממאגר ים תטיס, וכן להגברת הספקת הגז בתקופות שיא. הקמת המצופ תושלם, בהתאם להערכות החברה, במהלך דצמבר 2012. הולכת גז בכמות של 2.5 BCM נוספים בשנה צפויה לתרום לתזרים התפעולי של החברה סך של כ- 15 מ' ש"ח בשנת 2013.

⁸ Pressure Reduction and Metering System

⁹ מטרת פרויקט זה הינה למגן את הצינור הימי באזורים מסוימים.

¹⁰ דיווח חברת אמפל-אמריקן ישראל קורפוריישן בע"מ (מחזיקה בכ- 12.5% ב- EMG) מיום ה- 22/04/2012.

¹¹ מתוך אתר Noble Energy Inc., מבעלי פרויקט תמר ומפעילתו, ובהתאם להערכת חח".

3.3 תקבולי החברה מהולכת גז מושפעים מהיעדר אספקת גז טבעי

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 הסתכמו תקבולי החברה מהולכת גז בכ- 184.5 מ' ש¹², כאשר מתוכם כ- 177.6 מ' ש הכנסות בגין רכיב קיבולת (כ- 96%). זאת, לעומת תקבולים בסך כ- 180.7 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד, אשר מתוכם כ- 162 מ' ש בגין רכיב קיבולת (כ- 90%). הגידול בתקבולי החברה מהולכת גז, בשיעור כ- 2%, נבע ברובו מתחילת הפעלתן של תחנות הכוח אלון תבור (אשר הופעלה בתום החציון הראשון של 2011) ותחנת הכוח של חח"י בחיפה (שהופעלה בחודש נובמבר 2011) וכן מחיבור בתי הזיקוק בחיפה (באפריל 2011). סכום התקבולים בפועל נמוך בכ- 12.6 מ' ש מהתקציב לתקופה זו, בין היתר, עקב היעדר גז, כאמור לעיל, ועיכוב בחיבור תחנת הכוח או.פי.סי. רותם¹³.

3.4 תקציב מול ביצוע: השקעות, תפעול ועלויות מימון

עלויות החברה בפועל נמוכות מהתקציב, באופן עקבי, משנת הקמתה, הן בהיבט התפעול והן בהיבט ההשקעות. יצוין כי, בסמכות מועצת הגז לבצע התאמות לתעריף ההולכה, על מנת לקזז תקצוב עודף, שלא התממש בפועל. נכון למועד הדוח, מועצת הגז לא ביצעה קיזוז שכזה. עודפים שהצטברו בחברה מופנים להשקעות עתידיות או, לחילופין, מוחזרים ללקוחות, כאמור, באמצעות הקטנת תעריף ההולכה. נכון למועד הדוח, אי-עמידה בלוחות הזמנים שנקבעו, לא הובילה לקנסות.

4 ניתוח כמותי

4.1 ניתוח נתונים כספיים

הכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 קטנו, בשיעור של כ- 8.5%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הקיטון בסך ההכנסות של החברה, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נובע, בין היתר, מהכנסה נמוכה יותר בגין התחייבות פיקוח (קיטון בשיעור כ- 30%). כפי שצוין לעיל, תקבולי החברה מהולכת גז גדלו בכ- 2% והכנסות החברה מדמי חיבור גדלו בכ- 46%. כפועל יוצא מכך, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012, ה- FFO של החברה גדל בשיעור של כ- 4%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

יחסים פיננסיים עיקריים:

2009	2010	2011	1Q-3Q/2011	1Q-3Q/2012	1Q-3Q/2012P ¹⁴	
3.11	2.67	3.41	3.38	2.84	2.84	יחס FFO לריבית ¹⁵
63.6%	75.3%	83.8%	67.9%	67.7%	79.4%	יחס חוב נטו ל- RAV ¹⁶
6.8%	4.8%	5.2%	5.3%	4.9%	4.2%	יחס FFO לחוב נטו
0.23	0.28	0.71	0.61	0.20	0.20	יחס RCF ל- CAPEX

¹² ההכנסות המופיעות בדוח רו"ה כוללות רכיבים חשבונאיים הקשורים בהפחתת התחייבויות פיקוח, דהיינו, הכרה בהכנסות עם מימוש התחייבויות השקעה, להן החברה התחייבה.

¹³ לאי-חיבור תחנת הכוח או.פי.סי. רותם השפעה זניחה על התקבולים, בסך כ- 0.5 מ' ש.

¹⁴ הפרופורמה כוללת הרחבת סדרה ג' בסך של 400 מ' ש, נשוא דוח זה.

¹⁵ הריבית איננה כוללת את הוצאות הריבית בקשר עם הרחבת האג"ח, נשוא דוח זה.

¹⁶ Recognized Assets Value - סך הרכוש הקבוע של החברה, לרבות נכס בלתי מוחשי, כפי שגרשם במאזן החברה. לאור העובדה כי מערכת ההולכה של החברה הינה בבעלות מדינת ישראל, נרשם הנכס כנכס בלתי מוחשי-רישיון.

היחסים הפיננסיים לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 מצביעים על הרעה מסוימת ביחסים התזרימיים, ביחס לסוף שנת 2011. עם זאת, היחסים הפיננסיים אמורים להשתפר בטווח הבינוני, כתוצאה מתחילת הספקת גז טבעי מהמצוף הימי ומהזרמת הגז הטבעי ממאגר תמר (במהלך המחצית הראשונה של 2013), כמו גם חיבור תחנות כוח נוספות (כגון: דוראד, רמת נגב אנרגיה, אשדוד אנרגיה ועוד).

יצוין כי, יתרות המזומנים ושווי מזומנים (לרבות מזומנים וניירות ערך מיועדים) לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 גדלו בשיעור של כ- 16%, יחסית לנתוני התקופה המקבילה אשתקד, ובשיעור של כ- 26%, יחסית לסוף שנת 2011. הגידול ביתרות המזומנים ושווי מזומנים נובע, בין היתר, מגיוס אג"ח בסך 500 מ' ש שבוצע בסוף שנת 2011, ואשר טרם הושקע במלואו.

4.2. יחסי הכיסוי וקרנות הביטחון

יחס הכיסוי עבור יוני 2012 הינו 2.15 ואילו יחס הכיסוי המאוחד הינו 1.85¹⁷. יחסים אלו נמצאים מעבר ליחסי הכיסוי, עליהם התחייבה מועצת הגז (1.30 ו- 1.15, בהתאמה¹⁸). יצוין כי, יחס הכיסוי נתמך, בין היתר, בגיוסים המיועדים לביצוע השקעות שונות במהלך הזמן. בשיחה עם נציג רשות הגז, נמסר כי, בהיתן מצב, בו ביצוע השקעות יוביל לשחיקה ביחסי הכיסוי עליהם התחייבה מועצת הגז, תוכנית ההשקעות של החברה תיפרס על פני זמן כך שיחסי הכיסוי יישמרו.

להלן פירוט הסכומים המופיעים בכריות הביטחון נכון ל- 21/11/2012:

1. קרן לשירות החוב - מחצית מהתשלום השנתי הממוצע בגין סך החוב הפיננסי (קרן וריבית) עפ"י לוח סילוקין חזוי. הקרן לשירות חוב תתעדכן, בהתאם לכל חוב חדש שיגויס.

יתרת הקרן הינה כ- 103.4 מ' ש (בגין אג"ח א' ו- ג'), מלאה כנדרש.

2. קרן לשירות החוב לח"י - מחצית מסך התשלומים הקבועים בלוח הסילוקין של ההסכם המשולש ב- 12 החודשים הקלנדריים העוקבים. הקרן תישמר עד לתום תקופת ההסכם המשולש.

יתרת הקרן הינה כ- 48 מ' ש, מלאה כנדרש.

3. קרן התפעול והתחזוקה - מחצית מהוצאות התפעול והתחזוקה השנתיות הממוצעות בין השנים 2011 ועד תום תקופת האג"ח, בהתאם למודל הפיננסי של החברה. אחת ל- 5 שנים, יבחן ויעדכן יועץ טכני חיצוני, בעל ניסיון בתכנון, הנדסה וביצוע סקרים, את גובה הקרן.

יתרת הקרן הינה כ- 52.6 מ' ש, מלאה כנדרש.

4. קרן השקעה בחידוש ציוד - קרן בגובה צורכי ההשקעה בהחלפה, חידוש ושדרוג ציוד, בשנה הקלנדרית העוקבת. אחת ל- 5 שנים, יבחן ויעדכן יועץ טכני חיצוני, בעל ניסיון בתכנון, הנדסה וביצוע סקרים, את גובה הקרן.

יתרת הקרן הינה כ- 13.7 מ' ש, מלאה כנדרש.

¹⁷ בהתאם לשטר הנאמנות, על החברה לדווח לנאמן כי לא קיימת הפרה מצדה של התחייבויותיה, מדי 31 בדצמבר בכל שנה.

¹⁸ יצוין כי יחס כיסוי המהווה חדלות פירעון הינו ADSCR של 1.1.

חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתגז" או "החברה") נוסדה ביולי 2003 והחלה לפעול במהלך שנת 2004. החברה הינה בבעלות מלאה של מדינת ישראל והוקמה, עפ"י החלטת ממשלה 649 מתאריך 07/08/2003, לפיה יוענק לחברה רישיון להקמה והפעלה של מערכת הולכת גז טבעי (להלן "מערכת ההולכה" או "המערכת"); כל זאת, בהתאם לחוק משק הגז הטבעי התשס"ב-2002 (להלן: "חוק משק הגז"). על החברה חלות הוראות חוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975 והוראות חוק החברות, התשנ"ט-1999, לרבות התקנות שהותקנו לפיו וחוקים נוספים, כמפורט בתת-פרק 2.1. באוגוסט 2004 הוענק לחברה רישיון להקמה, פיתוח, תפעול ואחזקה של מערכת הולכת הגז הטבעי בישראל (להלן: "הרישיון" או "רישיון ההולכה"). הרישיון הינו למשך תקופה של 30 שנה (עד שנת 2034), וזאת בכפוף לתוכנית אב למשק הגז הטבעי בישראל (להלן: "תכנית האב"), הנקבעת ע"י רשות הגז הטבעי (להלן: "רשות הגז" או "הרשות"). הפועלת כאורגן במשרד התשתיות. מועצת הגז הטבעי (להלן "מועצת הגז") מונה חמישה חברים¹⁹, ובאחריותה קביעת תעריפים לבעל רישיון, קביעת אמות מידה לשירות וייעוץ לשר ולמנהל הרשות בעניינים שונים. הכנסות החברה נובעות מדמי חיבור חד-פעמיים (להלן: "דמי חיבור") ותעריף הולכה (להלן: "תעריף הולכה" או "התעריף"), הנקבע ע"י מועצת הגז, הכולל רכיב דמי קיבולת (להלן: "רכיב קיבולת") ורכיב הזרמה בפועל (להלן: "רכיב הזרמה"). תעריף ההולכה משקף כיסוי של כלל הוצאות החברה, לרבות שימור יחס כיסוי שירות חוב שנתי מינימאלי, בשיעור של 1.30 יחס כיסוי שירות חוב שנתי מאוחד, בשיעור 1.15.

החברה מתפעלת מערכת הולכת גז טבעי בלחץ גבוה, באורך כולל של כ-400 ק"מ, בחלוקה לארבעה מקטעים פעילים: ימי, מרכזי, דרומי וצפוני. החברה נמצאת במהלכה של תוכנית פיתוח מקיפה למשק הגז הטבעי בישראל לשנים הקרובות, הנקבעת ע"י רשות הגז. צרכני החברה כוללים 3 קבוצות עיקריות: יצרני חשמל, בראשם חברת החשמל לישראל (להלן: "חח"), מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות (כולם ביחד, להלן: "לקוחות").

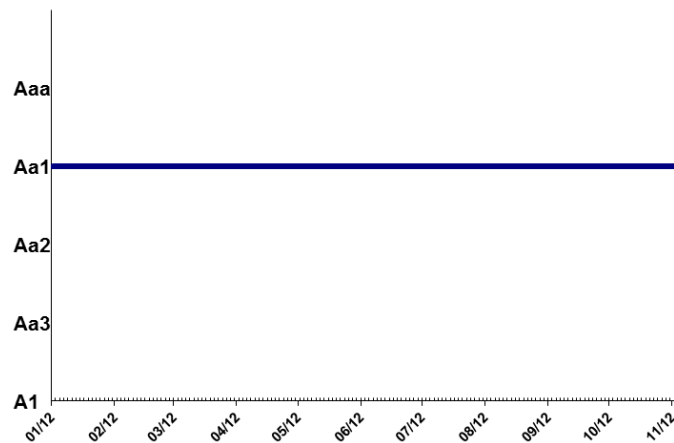
¹⁹ חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג משרד האוצר, נציג משרד התשתיות ושני נציגי ציבור, הממונים, האחד ע"י משרד האוצר והשני ע"י משרד התשתיות.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הספקה סדירה של גז טבעי למשק הישראלי
- חיבור לקוחות נוספים, לרבות חברות חלוקה, באופן שיספר את יחסי הכיסוי, ללא פגיעה ביציבות תזרים המזומנים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ומידת התלות ביחסים מול המדינה
- שינוי רגולטורי, באשר להכרה בעלויות, ובאשר לשמירה על יחס כיסוי חוב של 1.30
- ירידה בשיעור ההכנסות מרכיב קיבולת, אל מתחת לגבול ה- 90%, באופן שיחשוף את החברה לתנודתיות להיקפי ההזרמה בפועל
- אי-שמירה על יתרות נזילות, ברמה ההולמת את הדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- שינוי מדיניות החברה, באשר למסלולי השקעת כספי הקרנות, וחשיפה לאג"ח תאגידי בינלאומי ומקומי
- שינוי במבנה בעלות החברה
- מחסור ארוך ומתמשך בגז העלול לגרור עיכוב או אי-תשלום רכיב הקיבולת



תאריך פרסום דו"ח אחרון: ינואר 2012

דוח דירוג ראשוני: [נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - ינואר 2012](#)

מתודולוגית Moody's בנושא: [דירוג חברות הולכת חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה](#) (אנגלית)

מתודולוגית Moody's בנושא: [מנפיק הקשור למדינה](#) (אנגלית)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון ונחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הינן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הינן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הינן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאיגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאיגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.