

# נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

דוח דירוג ראשוני | ינואר 2012

**מחבר:**

יובל סקורניק, אנליסט  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

אדם בן יהודה, ראש צוות  
[adamb@midroog.co.il](mailto:adamb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

Aa1	אג"ח סדרה א'
Aa1	אג"ח סדרה ב'
Aa1	אג"ח סדרה ג'

מידרוג מודיעה על דירוג Aa1 לאג"ח הקיים, כדלהלן: סדרה א', בסך של 1.1 מיליארד ₪ (ע.ג.), לאג"ח סדרה ב', בסך של 100 מ' ₪ (ע.ג.) ולאג"ח סדרה ג', עד לסך כולל של 900 מ' ₪ (ב- 29/12/2011 גויסו 500 מ' ₪ בסדרה ז). אג"ח ג' יונפק, בהתאם לצרכי ההשקעה, ובכפוף לאישור תעריפי שייקבע ע"י הרגולטור, המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 (להלן: "יחס כיסוי")<sup>1</sup> ויחס כיסוי מאוחד של 1.15 (להלן: "יחס כיסוי מאוחד")<sup>2</sup>. 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 20/12/2011.

להלן נתונים עיקריים בגין האג"ח המונפק, סדרות א', ב' ו- ג':

שנות פירעון	יתרת התחייבויות בספרים במי ₪ (30.9.11)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. במ' ₪ ל- 30.09.11	מועד הנפקה ראשוני	סדרת אג"ח
2012-2026	1,289	מדד המחירים לצרכן	5.6%	1,100	*02/01/2007	סדרה א'
2012	110		5.1%	100	15/03/2009	סדרה ב'
2016-2031	-		4.8%	500	29/12/2011	סדרה ג'***

\* סדרה זו הורחבה במספר מועדים, כאשר האחרון בהם הינו 28/12/2010.  
\*\* הנפקה זו מבוצעת בשלבים, במהלך 3 שנים, להערכת החברה.

### 1. פרופיל החברה

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: "רישיון ההולכה"). הרישיון הינו למשך תקופה של 30 שנה (עד שנת 2034), וזאת בכפוף לתוכנית אב למשק הגז הטבעי בישראל

<sup>1</sup> יחס הכיסוי הינו המזומנים הפנויים לשירות חוב, בניכוי התשלומים לחח"י, בגין הקמת המקטע הימי (ראה תת-פרק 4.1), חלקי שירות כלל חובות החברה (קרן וריבית), ללא שירות החוב בגין הלוואת חח"י.

<sup>2</sup> יחס הכיסוי המאוחד לוקח בחשבון את כלל תזרים המזומנים חלקי סך שירות החוב (לרבות התשלום בגין הלוואה לחח"י).

(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 חברים<sup>3</sup>, 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 ויחס כיסוי שירות חוב שנתי מאוחד, בשיעור 1.15. (לפירוט, ראה תת-פרק 3.4).

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. השלב הנוכחי של תכנית הפיתוח כולל שלושה פרויקטים מרכזיים: הקמת מצוף ימי מול חדרה, הקמת הקו לירושלים והקמת הקו מנשר לנתב"ג (לפירוט, ראה תת-פרק 3.3). לחברה קיימות תוכניות פיתוח נוספות לשלבים מאוחרים יותר. צרכני החברה כוללים 3 קבוצות עיקריות: יצרני חשמל, בראשם חברת החשמל לישראל (להלן: "חח"י"), מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות (כולם ביחד, להלן: "לקוחות").

**תמצית נתונים כספיים, באלפי ₪:**

2008	2009	2010	Q1-3/10	Q1-3/11	
113,138	150,672	386,301	310,863	362,457	סך הכנסות
99,600	132,742	353,398	284,973	328,592	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
13,538	17,930	32,903	25,890	33,865	הכנסות מדמי חיבור
(8,568)	9,717	(81,950)	(64,195)	(87,351)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
17,625	40,278	108,484	91,916	51,819	רווח נקי (הפסד)
80,884	99,975	324,735	261,632	306,335	EBITDA
63,480	74,515	235,894	203,232	237,185	FFO
1,598,232	2,515,362	2,638,23	2,597,154	2,646,688	נכס בלתי מוחשי
1,940,107	3,047,238	3,634,24	3,343,605	3,680,074	סך מאזן
10,188	55,998	27,230	81,166	268,135	יתרות נזילות שלא יועדו*
176,018	154,890	263,962	265,877	319,207	יתרות נזילות מיועדות**
1,430,413	2,497,266	2,947,78	2,683,717	2,941,799	התחייבויות
897,288	1,768,132	2,261,82	1,948,507	2,066,266	חוב פיננסי נטו
509,694	549,972	686,456	659,888	738,275	הון עצמי

\* מזומנים ושווי מזומנים בחשבונות שוטפים של החברה.  
 \*\* מזומנים ושווי מזומנים, אשר מיועדים לקרנות ביטחון ומטרות נוספות (ראה פירוט, בתת-פרק 9.3).

<sup>3</sup> 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.

2.1. בסיסה החוקי של החברה

החברה, כאמור, הינה בבעלות מלאה (100%) של מדינת ישראל ופועלת מתוקף רישיון ההולכה. בהתאם להוראות הרישיון, החברה מתחייבת להקים ולתפעל את מערכת הולכת הגז הטבעי במדינת ישראל, באופן המאפשר הספקה סדירה, תקינה ובטיחותית של גז טבעי לצרכנים ולרשתות חלוקה. על החברה לפעול, בין היתר, בהתאם לכללים הבאים:

1. חוק משק הגז, לרבות כל תקנה או הוראה שיינתנו על-פיו.
2. תכנית האב, הנקבעת ע"י רשות הגז, לרבות כל התוספות, התיקונים והשינויים שיבוצעו בה מעת לעת.
3. חוק הגז (בטיחות ורישוי), התשמ"ט-1989, לרבות התקנות ו/או הצווים המוצאים מכוחו.
4. הוראות תמ"א 37 ונגזרותיה.
5. נוהלי רשות הגז.
6. אמות המידה לשירות הנקבעות ע"י מועצת הגז.
7. אמנות בינלאומיות, שישראל צד להן, ואשר חלות על החברה או פעילויותיה, לפי דין.
8. תוכנית עסקית שאושרה ע"י רשות הגז.
9. מסמכי התאגדות החברה.

במסגרת רישיון ההולכה, נקבעו תנאים לבניית המערכת ולתפעולה, לרבות הולכה ללקוחות. התנאים כוללים, בין היתר, עמידה בלוחות זמנים, בתנאי איכות ותקנים ישראלים ובינלאומיים, במפרטי ייצור, בנהלי בטיחות ועוד. מפרטי ההקמה והייצור יתוכננו ויבוצעו ע"י קבלנים מתאימים, בעלי ניסיון ומומחיות ראויים. יש לציין כי, כל הפעלה של מקטע או רכיב במערכת, כפופה לאישור השלמה של רשות הגז.<sup>4</sup> בנוסף לאמור, על החברה להבטיח את בטיחות המערכת, לרבות בדיקות תקופתיות, הפעלת מוקד חירום מאויש, בכל עת, ומערכת לזיהוי תקלות, לרבות דליפת גז ואירועים ביטחוניים (בשגרה ובשעת חירום).

בהתאם לתנאי הרישיון, החברה מחויבת לספק שירותים לכל צרכן בתוואי המערכת, העומד בתנאי הרישיון. הסכם ההולכה הבסיסי, לפיו מתקשרת החברה עם לקוחותיה, נקבע באישור רשות הגז, בהתאם לכללים שונים, הנוגעים, בין היתר, להפעלה יעילה וכלכלית של משק הגז הטבעי, התחברות שוויונית (אי-קיום אפליה), קיום כללי הרישיון (עמידה ברמת שירות, טיב ואיכות, כאמור), עמידה בכללי בטיחות, קיום בטחונות נאותים לקיום התחייבויות הלקוחות ושיקולים נוספים.

בהתאם לתנאי הרישיון, ביטול הרישיון, הגבלתו או שינויו, לרבות סיום תקופת הרישיון, מצויים בסמכות שר התשתיות, ובהסכמת שר האוצר, ועלולים לנבוע כתוצאה משינויים טכנולוגיים או סביבתיים, שינויים במדיניות הממשלה בתחום הגז הטבעי או משק האנרגיה, צורך בהפרטת החברה, קידום התחרות או כתוצאה מביטול ההסכם עם חח". לסיבות אלו נוספות חריגות של החברה מאמות המידה. משרד התשתיות ומשרד האוצר הודיעו לנאמן לבעלי אג"ח סדרות א', ב' ו- ג' כי, במידה והרישיון יועבר לגוף חליף, ייטול על עצמו גוף זה את

<sup>4</sup> נכון למועד הדוח, החברה קיבלה אישורי הפעלה זמניים לכל המקטעים היבשתיים של מערכת ההולכה בהם הזרימה גז, אולם טרם קיבלה אישורי השלמה למקטעים. אישורי הפעלה הזמניים נתקבלו לתקופה של 90 יום ממועד קבלתם ותוקפם לא הוארך.

יתרת החוב למחזיקי האג"ח. יובהר כי, המדינה רשאית להגביל ואף לבטל את רישיון ההולכה, ללא נטילת אחריות כלשהי בקשר לחובות החברה; עם זאת, להערכת מידרוג, המתבססת, בין היתר, על הצהרות הפקידות הבכירה, תרחיש זה אינו סביר, לאור נחיצותה של מערכת הולכת גז טבעי בלחץ גבוה בישראל.

## 2.2. הנהלת החברה

נכון לנובמבר 2011, החברה מעסיקה 92 עובדים וכוללת מספר אגפים ומחלקות, שעיקריהם: אגף הנדסה, אגף הקמה, אגף תפעול, אגף משפט ומנהל, אגף כספים ורכש, מחלקת ביטחון, ואגף איכות בטיחות ותיעוד. הנהלת החברה הינה בעלת ניסיון רב בתחום האנרגיה, התשתיות הלאומיות, וניסיון בהתנהלות מול רגולטור ממשלתי. להלן פירוט ניסיון בעלי התפקידים הבכירים בחברה:

- **מר שמואל תורג'מן, מנכ"ל** (7 שנים בחברה) - שימש כמהנדס קווים ארציים בחברת "מקורות" במשך כ-10 שנים. כמו כן, ניהל במשך 5 שנים את מחלקת ההנדסה האזרחית במשרד הראשי של חברת "מקורות". החל את פעילותו בחברה בשנת 2004, כסמנכ"ל ההנדסה, ומספטמבר 2008, כמשנה למנכ"ל. באפריל 2010 מונה למנכ"ל החברה.
- **מר ליעמי ויסמן (רו"ח), סמנכ"ל כספים** (כשנה בחברה) - עבד 5 שנים באגף החשב הכללי במשרד האוצר, ובתפקידו האחרון שימש כרכז תחומי אנרגיה, פנים וחקלאות.
- **מר שלומי זעירא, סמנכ"ל תפעול** (כ-6 שנים בחברה) - בעל ניסיון של כ-14 שנים בתכנון, ביצוע וניהול פרויקטים בתחומי תשתיות (מים, שפכים וגז). שימש כמנהל פרויקטים באגף ההנדסה בחברה ומאז אוקטובר 2009 מכהן כסמנכ"ל התפעול.
- **מר חיים מוסקוביץ', סמנכ"ל הקמה** (כ-6 שנים בחברה) - בעל ניסיון של כ-9 שנים בביצוע ופיקוח על פרויקטים שונים בתחומי התשתיות. החל את עבודתו בחברה בשנת 2005 כמנהל פרויקטים. מכהן כסמנכ"ל הקמה מאוגוסט 2008.
- **מר ג'יי אפשטיין, מנהל מסחרי** (כ-7 שנים בחברה) - שימש ככלכלן ראשי ברשות הגז הטבעי (משרד התשתיות), וקודם לכן, מילא מספר תפקידים הקשורים לגז טבעי ולמשק האנרגיה במשרד התשתיות ובאגף התקציבים במשרד האוצר.
- **מר שלמה קרסנר, סמנכ"ל הנדסה** (כחצי שנה בחברה) - בעל ניסיון של כ-19 שנה בתכנון ובניהול פרויקטים בתחומי התשתיות. בתפקידיו הקודמים, שימש כמנהל אגף תכנון ברכבת ישראל.
- **עו"ד גלעד שי, סמנכ"ל משפט ומנהל (היועץ המשפטי ומזכיר החברה)** (כ-5 שנים בחברה) - בעל תואר ראשון במשפטים ובמנהל עסקים בהצטיינות. שימש כעו"ד במשרד עו"ד ש. הורוביץ ושות' וברשות החברות הממשלתיות.

### 3. משק הגז בישראל

#### 3.1 צריכת גז בישראל

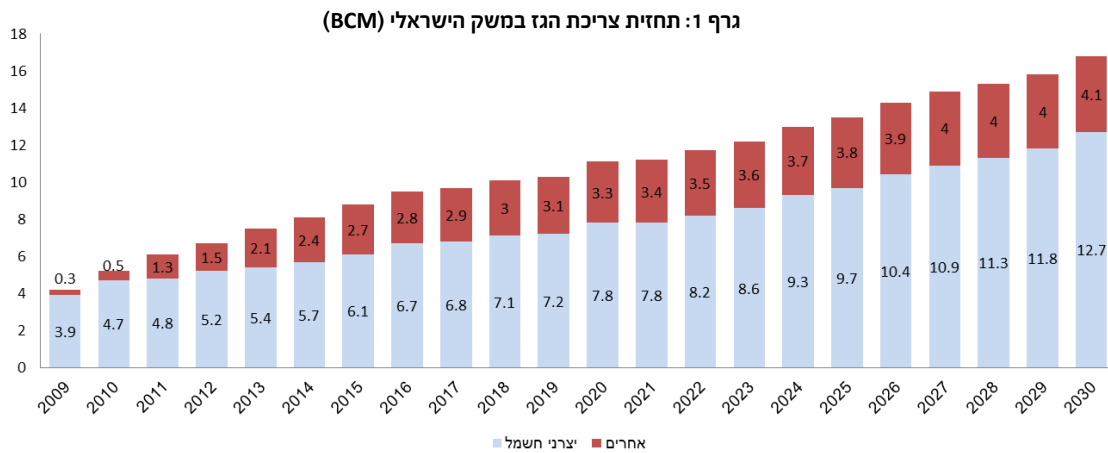
משק הגז הטבעי המקומי החל את צעדיו הראשונים עם תחילת הפקת הגז ממאגר מרי-B והמשיך להתפתח עם אספקת הגז ממצרים והתגליות לחופי ישראל, המצריכים חיזוק ועיבוי של תשתית ההולכה. נכון לשנת 2010, כ- 40% (כ- 5,078 מגואט) מההספק המותקן של חח"י הינו מבוסס גז, וכ- 36.6% מהחשמל יוצר בפועל בגז. בהתאם להערכת החברה, בשנת 2017, משק החשמל המקומי (חח"י) ויצרני חשמל אחרים) יוכל לייצר עד כ- 80% מהחשמל בישראל באמצעות גז טבעי. המעבר לשימוש בגז, כדלק עיקרי, הינו תוצאה של היצע הגז שהתגלה לחופי ישראל (לפירוט בנושא ספקי גז, ראה תת-פרק 3.2), היעילות הכלכלית הגבוהה (cost efficient) המגולמת בשימוש בגז, ביחס לדלקים אחרים, והשפעותיו הסביבתיות (שימוש בגז הינו מזהם פחות ביחס לדלקים אלטרנטיביים).

טבלה 1: לקוחות חברת נתג"ז הקיימים והעתידיים

תחילת הפעלה	לקוח	סוג לקוח	
	לקוחות קיימים		
02/2004	אשכול	חח"י	91%
07/2006	רידינג		
05/2009	חגית		
05/2010	צפית		
06/2010	רמת חובב		
07/2011	אלון תבור		
11/2011	חיפה		
11/2005	בז"א	תעשייה	9%
06/2007	מפעלי נייר חדרה		
07/2007	דלק		
12/2009	מפעלי ים המלח		
12/2009	נשר		
03/2011	כימיקלים לישראל- רותם		
03/2011	חיפה כימיקלים		
03/2011	מכתשים		
04/2011	בתי זיקוק חיפה		
05/2011	כימיקלים לישראל- רמת חובב		
08/2011	אגן כימיקלים	לקוחות עתידיים	
04/2012	OPC	תעשייה	
01/2013	דוראד		
01/2014	דליה אנרגיות		
01/2014	תנובה אלון תבור		
02/2013	נגב גז	חלוקה	
07/2013	סופר א.ג'.		

מקור: חברת נתג"ז

גרף 1 משקף את הגידול הצפוי בצריכת הגז הטבעי בישראל על פני הזמן, בחלוקה ליצרני חשמל ואחרים (תעשייה וחברות חלוקה):



נכון לרבעון השלישי של שנת 2011, צרכני הגז הטבעי בישראל נחלקים לשני סוגים עיקריים: יצרני חשמל ומפעלי תעשייה גדולים, כמשתקף בטבלה 1 (לעיל). כ- 91% מהכנסות נתג'ז, מקורן בתחנות-כוח בבעלות חח"י, וכ- 9% הינן ממפעלי תעשייה פרטיים. נוסף על לקוחות אלו, לקוחות החברה העתידיים יכללו יצרני חשמל פרטיים (יח"פים), יצרנים בקוגנרציה וחברות חלוקה אזוריות (האחראיות על הולכת הגז הטבעי למפעלי התעשייה הבינוניים והקטנים בשטחן).

### 3.2 ספקי גז בישראל

נכון לשנת 2011, למדינת ישראל קיימים שני ספקי גז טבעי:

- **חברת EMG המצרית:** בקיץ 2005 נחתם מזכר הבנות בין ממשלות ישראל ומצרים, בקשר להספקת גז טבעי ממצרים לישראל, בהיקף של עד 7 BCM בשנה, באמצעות צינור גז ימי מאל-עריש לאשקלון. בד בבד, נחתם הסכם לרכישת גז טבעי, בין חח"י לחברת EMG. הזרמת הגז הטבעי ממצרים אינה עקבית ונתונה להפסקות בלתי-צפויות, אשר הובילו להספקה של כ- 2 BCM ב- 2010. החל מפברואר 2011 חלו שיבושים משמעותיים בהספקת הגז ובמספר מקרים אף הופסקה ההספקה כליל, לעתים אף לפרקי זמן ארוכים, וזאת עקב מספר פיצוצי חבלה, אשר אירעו במקטעים שונים בצנרת ההולכה המצרית. במקביל, התמוטטות משטר מובארק, שבתקופתו נחתם הסכם הגז עם ישראל, מציבה סימני שאלה באשר לעתיד הספקת הגז ממצרים.
- **מאגר ים תטיס** (שדה מרי-B ומאגר נועה צפון): נכון לסוף 2010, כמויות הגז (בסבירות של 90%) במאגר מרי-B ובמאגר נועה צפון הינן כ- 10.2 BCM וכ- 1.2 BCM, בהתאמה. עפ"י הערכות, מאגר ים תטיס (שדה מרי-B ומאגר נועה צפון) צפוי לאזול, במהלך המחצית השנייה של 2012 (כתלות בכמויות הספקת הגז המצרי). במהלך 2010 צרכה חח"י כ- 56% מכמות הגז מים תטיס ואת היתרה מ- EMG.

בשנים הקרובות עתידים להתווסף מספר מקורות גז נוספים:

- **מאגר תמר ודלית:** בשנת 2009 נתגלו מאגרי גז טבעי, בהיקפים גדולים, בחזקת תמר ודלית. כמות הגז המשוערת במאגר תמר הינה כ- 259 BCM, מתוכן רזרבות מוכחות (בסבירות 90%) בהיקף של כ- 189 BCM.<sup>5</sup> בהתאם להערכות חברת נובל, השותפה בפרויקט תמר (36%), הקמת הפרויקט עומדת בלוחות הזמנים, ותחילת ההפקה צפויה באפריל 2013.<sup>6</sup>
- **מצוף ימי (Buoy) להזרמת גז טבעי:** על מנת לגשר על הפער בין תחילת הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר לבין סיום ההפקה ממאגר ים תטיס, ולהגביר את יכולות הספקת הגז בתקופות שיא, הטיל משרד התשתיות על נתג'ז להקים מצוף ימי (להלן: "המצוף הימי"), אשר יאפשר יבוא גז טבעי, באמצעות ספינות בעלות יכולת גיזוז, בהספק של עד כ- 2.5 BCM לשנה. החברה צפויה להתחיל את הקמת המצוף ברבעון השלישי של 2012 ולסיימה עד סוף שנת 2012.
- **מאגרי גז נוספים:** בישראל נתגלו מאגרי גז נוספים, אשר טרם קיימת רמת-וודאות מספקת, באשר למועד תחילת ההפקה. הגדול שבהם הינו מאגר לווייתן, אשר, עפ"י הערכות שונות, מכיל כ- 453 BCM גז טבעי.<sup>7</sup>

### 3.3 מערכת הולכת הגז

טבלה 2: פירוט השקעות מוכרות לחברה

עלות במיליוני ₪	השקעות עתידיות
530	מקשר ימי לגז טבעי נוזלי (BUOY)
219.4	קו לירושלים
82.6	קו נשר- נתב"ג
45	תוספת בגין מחזור חיים
22	תכנון מפורט והיתרים
<b>899</b>	<b>סה"כ השקעות עתידיות מוכרות</b>
<b>3,695.8</b>	<b>סה"כ השקעות מוכרות</b>

מקור: טיוטת החלטת מועצת רשות הגז מיום 13/12/2011

מערכת ההולכה הארצית לגז טבעי הינה עורק הזרימה הראשי של הגז הטבעי במדינת ישראל. נקודות המוצא של המערכת הינן בתחנות הקבלה הממוקמות בחופי אשדוד ואשקלון. מתחנות הקבלה זורם הגז הטבעי בלחץ גבוה דרך צינורות בעלי קוטר רחב ונקלט במתקני הפחתת לחץ ומדידה (להלן: "PRMS"<sup>8</sup>) לשימוש לקוחות החברה. חברות החלוקה צפויות להזרים את הגז הטבעי ממתקני ה- PRMS בצינורות חלוקה קטנים יותר ללקוחות שיתקשרו עמן בהסכמים ישירים.<sup>9</sup> נכון למועד הדוח, מערכת ההולכה משתרעת

על פני כ- 400 ק"מ, בפריסה גיאוגרפית כדלהלן: (1) מקטע ימי, המשתרע מתחת לקרקעית הים, מתחנת הקבלה בחוף אשדוד ועד לחוף דור שבצפון; (2) מקטע מרכזי, המחבר בין אשדוד, שורק, גזר, קריית-גת ואשקלון; (3) מקטע דרומי, המחבר בין קריית גת, רמת חובב, דימונה, מישור רותם ומסתיים בסדום; (4)

<sup>5</sup> עפ"י הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של חברת דלק קידוחים יה"ש בע"מ

<sup>6</sup> מקור: חברת Noble Energy, מתוך מצגת לאנליסטים (15/11/2011)

<sup>7</sup> מקור: חברת נתג'ז

<sup>8</sup> Pressure Reduction and Metering System

<sup>9</sup> רשות הגז החליטה על חלוקה של מדינת ישראל ל- 6 אזורי חלוקה גיאוגרפיים. נכון למועד כתיבת הדוח, קיימות שתי חברות חלוקה, מרכז ודרום. חברות החלוקה אחראיות על הקמת, תפעול ותחזוקת רשתות החלוקה, כל אחת בתחומה.



ומקטע צפוני, המחבר את המקטע הימי, בחוף דור, לתחנת הכוח הגית, ומשם מתפצל לכיוון אלון תבור ומפרץ חיפה. בהתאם לתכניות הפיתוח של החברה, התוואי העתידי של מערכת ההולכה, שיוקם בשנים הקרובות, כולל את: השלמת מערכת ההולכה המזרחית (במקביל למקטע הימי, על היבשה) מנתב"ג לחגית, באורך כ-80 ק"מ; הקמת המוצף הימי אל מול חופי חדרה; קו נשר-נתב"ג, באורך כ-9 ק"מ; קו לירושלים, באורך כ-35 ק"מ; הכפלת קו אשדוד-נשר, באורך כ-35 ק"מ; קו לפלמחים, באורך כ-14 ק"מ; קו לתחנת הכוח באשלים, באורך כ-35 ק"מ; והכפלת קו אשדוד-קריית גת, באורך כ-24 ק"מ.<sup>10</sup> טבלה 2, לעיל, מציגה את התוואי שהוכר לחברה ע"י מועצת רשות הגז, באשר לנדבך הבא בתכנית ההשקעות.<sup>11</sup>

### 3.4 קביעת תעריף הולכת הגז הטבעי

בשנים 2005-2006 אישרה מועצת הגז עקרונות וכללים, לפיהם ייקבעו ויאושרו תעריפי הולכת הגז. תעריף ההולכה נקבע באופן שיאפשר את קידום מטרות החוק, שמהותו: יצירת תנאים לפיתוח ענף הגז הטבעי בישראל, באמצעות המגזר הפרטי; קיום תחרות בענף זה, בהתאם למדיניות הממשלה בתחומי הכלכלה והאנרגיה; הסדרת הפעילות במשק הגז הטבעי, באופן שיאפשר השקעות ומתן שירותים ברמת איכות, אמינות וזמינות נאותים, ובשים לב לשיקולי יעילות.

בהתאם להחלטות מועצת הגז, כאמור לעיל, דמי החיבור נקבעים לפי עלות חיבור הלקוחות, בפועל (בגין PRMS ומתקני חיבור נלווים). תעריף ההולכה מורכב מרכיב קיבולת, לצורך העברת יחידת אנרגיה, ורכיב הזרמה, כנגד העברת יחידת אנרגיה, בפועל. רכיב הקיבולת הינו תשלום קבוע, שמשלם הצרכן עבור הזמנה ושריון קיבולת במערכת ההולכה,<sup>12</sup> ואילו רכיב ההזרמה הינו משתנה, בהתאם לכמות הגז שהועברה לצרכן, בפועל. יחס התקבולים בין רכיב הקיבולת לבין רכיב ההזרמה, שנקבע על ידי מועצת הגז, במסגרת קביעת תעריף ההולכה, הינו 9:1, דהיינו, 90% מהכנסות נתג"ז מההולכה ינבעו מרכיב הקיבולת.

תעריף ההולכה ייקבע כך שישקף את הערך המהוון (NPV) של כלל הכנסות והוצאות החברה, המוכרות ע"י הרשות, בתוספת שיעור תשואה נאותה על הנכסים המוכרים, ובהתאם לעלויות ההשקעה בהקמת מערכת ההולכה והוצאות התפעול, בפועל. קביעת עלות הנכסים לצורך אישור תעריף ההולכה תתבצע, בהתבסס על הצעתה המפורטת של החברה, ותתעדכן, מעת לעת, בהתאם לעלות הקמת הנכסים, בפועל. תעריף ההולכה נקבע תחת הנחות תחזיות ביקושים, אשר מתעדכנות במועדים שונים<sup>13</sup>, כפי שתקבע מועצת הגז, והכל בכפוף לעמידה בתנאי המימון של החברה, באופן שישקף את יחסי הכיסוי ויחס הכיסוי המאוחד ומילוי קרנות הביטחון, עפ"י אמות המידה בהסכמי אג"ח א', ב' ו-ג' (לפירוט ראה תת-פרק 4.2). תעריף ההולכה צמוד ב-100% למדד המחירים לצרכן, בהתאם למבנה התחייבויות החברה.<sup>14</sup>

<sup>10</sup> ראה בנספח א': ספת רשת ההולכה העתידית במדינת ישראל.  
<sup>11</sup> ההכרה בהשקעות ע"י רשות הגז, נעשית במסגרת קביעת התעריף, אשר משקף את כיסוי עלותו.  
<sup>12</sup> הקיבולת מגלמת את הצריכה השעתית המקסימאלית של הצרכן.  
<sup>13</sup> לפי קביעת מועצת הגז, על התעריף להתעדכן לפחות פעם ב-5 שנים. בפועל, העדכון מבוצע, בהתאם לתכנית ההשקעות ולאור התפתחויות במשק הגז.  
<sup>14</sup> בעבר, כ-2/3 התעריף הוצמד לדולר, כנגד החוב לח"ח; אולם חשיפה זו גודרה (ראה גם הערת שוליים 16). השינוי התקבל במסגרת החלטת התעריף האחרונה של מועצת הגז מדצמבר 2011.

#### 4.1. הסכם בין החברה, מדינת ישראל וחברת החשמל

בשנת 2004 נחתם הסכם בין החברה, מדינת ישראל ו"חח", באשר להקמת מערכת ההולכה הימית (להלן: "ההסכם המשולש"). בהתאם להסכם המשולש, ח"ח התחייבה לתכנן והקמת המקטע הימי, שתחילתו בחוף אשדוד וקצהו בחוף דור, וכן מקטע יבשתי מחוף דור לתחנת הכוח חגית. בגין הקמת המקטע הימי (שהושלם בשנת 2009<sup>15</sup>) נטלה ח"ח הלוואה דולרית, בהיקף של 223 מ' דולר, ל-20 שנה בריבית LIBOR 6M + 0.6%<sup>16</sup>. ע"פ ההסכם המשולש, התחייבה נתג"ז לשלם לח"ח את כל הסכומים שעל ח"ח לשלם בגין ההלוואה הדולרית (Back-to-Back). כן הוסכם כי, הסך המצטבר של סכומי ההחזר שעל החברה לשלם לח"ח, בכל מועד תשלום, לא יעלה על 95% מהסך המצטבר של רכיב הקיבולת בתעריף ההולכה בגין תחנות אשכול, רידינג וחגית (להלן "החוב לח"ח"), כך שהחוב לח"ח משורת ממקורות אלו. יתרת החוב לח"ח שלא שולמה, במהלך השנים, תשולם בתשלום אחד בתום תקופת ההלוואה. יובהר כי, במידה והחברה תפר את התחייבויותיה כלפי ח"ח, תהא ח"ח רשאית לקזז סכומים בגובה חובות נתג"ז לח"ח (בהתראה של 7 ימים). יתרת החוב לח"ח, נכון ל-30/09/2011, הינה 859 מ' ש.

#### 4.2. גיוסי אג"ח

נתג"ז מגייסת, מעת לעת, חובות למימון פעילויותיה, בהתאם לתכניות ההשקעה ולהוצאותיה המוכרות. סדרות האג"ח שהונפקו ע"י החברה הינן בדרגה שווה (פרי-100), בינן לבין עצמן. מקורות הסילוק והביטחונות בגין החוב לח"ח מופרדים ממקורות הסילוק וביטחונות האג"ח, אולם לח"ח קדימות במפל התשלומים. מובהר כי לא חלה על החברה כל מניעה מלגייס אג"ח נוסף, ולשעבד בגינה את הביטחונות שלהלן, על-פי חלקו של כל מממן, בכפוף לעמידה בכלל ההתניות, כמפורט להלן. עם זאת, החברה אינה רשאית ליצור שעבדים נוספים על הנכסים המשועבדים, בזכות בכורה או בדרגה שווה, ללא הסכמתו של הנאמן בכתב ומראש. להלן תנאי האג"ח העיקריים:

##### 4.2.1. ביטחונות האג"ח

1. **התקבולים המשועבדים:** שעבוד צף (שוטף), ראשון בדרגה, של התקבולים המגיעים לחברה, אם וככל שמגיעים, ע"פ רישיון ההולכה, בניכוי 95% מהסך המצטבר של התקבולים בגין רכיב הקיבולת, להם זכאית החברה (עד למועד פירעון ההתחייבויות כלפי ח"ח), בגין תחנות הכוח אשכול, רידינג וחגית, לפי ההסכם המשולש.

<sup>15</sup> נתג"ז פועלת ללא רישיון עסק למקטע הימי (פג תוקף רישיון זמני), בשל היעדר אישור של רשות הגז לתשריטי ההקמה. לטענת המדינה ונתג"ז, ח"ח טרם הסדירה חריגות תמ"א בקשר עם המקטע. בחודש אוגוסט 2009 קיבלה החברה מכתב מהמחלקה לאכיפת דיני מקרקעין בפרקליטות המדינה כי, אין כוונה בשלב זה לנקוט אמצעי אכיפה מידיים כנגד החברה או להורות על הפסקת השימוש במקטע הימי.

<sup>16</sup> הלוואה זו מגובה בביטוח מסוכנות OPIIC (Overseas Private Investment Corporation), בבעלות ממשלת ארה"ב, ובערבות מדינת ישראל. יצוין כי, הן הריבית המשתנה והן שע"ח, גודרו ע"י נתג"ז, באמצעות עסקאות SWAP, חלקן לריבית שקלית קבועה וחלקן לריבית קבועה, צמודה למדד המחירים לצרכן.

2. **קרנות הביטחון (למעט הקרן לחוב לחח"י):** שעבוד קבוע, ראשון בדרגה, של זכויות נתגזז בקרנות ושעבוד צף (שוטף), ראשון בדרגה, של הכספים המופקדים בקרנות.

#### 4.2.2. מפל התשלומים

1. הוצאות תפעול, אחזקה, תשלומים לקבלנים, הוצאותיה השוטפות של החברה, תשלומי חובה וכדומה.
2. תשלומים לחח"י, עפ"י ההסכם המשולש, עד לגובה 95% מהסך המצטבר של התקבולים עבור רכיב הקיבולת, להם זכאית החברה מחח"י בגין תחנות הכוח אשכול, רידינג וחגית.
3. תשלומים לבעלי האג"ח על חשבון ריביות, עמלות, תשלומים נלווים בגין החוב הפיננסי של החברה.
4. תשלומים לבעלי האג"ח על חשבון קרן.
5. העברה לקרנות הביטחון, לפי הסדר: קרן לשירות חוב, קרן חח"י, קרן התפעול והתחזוקה, וקרן ההשקעות בחידוש ציוד.
6. תשלומי דיבידנדים ותשלומים בגין החזר הלוואות בעלים (ככל שישנן).

#### 4.2.3. התניות

1. הצגת אישור החשב הכללי במשרד האוצר ומנכ"ל משרד התשתיות להנפקת אג"ח נוספת.
2. דירוג מקומי מינימאלי של A1 לאג"ח נוסף.
3. פוליסת ביטוח רכוש המכסה את מערכת ההולכה ואת רכושה הקבוע של החברה, בהיקף ביטוחי שלא יפחת מ- 50 מ' דולר, וכן פוליסת ביטוח המכסה אובדן רווחים בתקופה של 12 חודשים.
4. מילוי קרנות הביטחון, כנדרש:

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

קרנות הביטחון מלאות, כנדרש. לחברה קיימת אפשרות להחלפת הקרנות בערבות בנקאית. יצוין כי נכון למועד הדוח, החברה לא ביצעה כל שימוש בקרנות הביטחון ולא השתמשה באופציית הערבות הבנקאית.

לפי תנאי אג"ח א', ב' ו-ג', תמורת ההנפקה וכספי קרנות הביטחון יופקדו בבנקים, המדורגים בדירוג Aa3 ומעלה, בדירוג מקומי או A ומעלה בדירוג בינ"ל ו/או השקעה בקרנות באפיקי השקעה הכוללים אג"ח תאגידים, ובלבד שדירוגם שווה או גבוה מדירוג מדינת ישראל (בינ"ל). מדיניות החברה בהקשר זה הינה, השקעה באג"ח מדינה ופיקדונות בבנקים מקומיים המדורגים בקבוצת ה-Aa ומעלה. להערכת מידרוג, הפקדה בבנקים המדורגים בקבוצת ה-Aa ומעלה ובאג"ח ממשלתי תואמת את רמת הדירוג. שינוי במדיניות השקעה זו עלול לפגוע בדירוג.

5. חובת דיווחים: דוחות כספיים שנתיים מבוקרים, רבעוניים סקורים, דוח שנתי, המפרט יחסי כיסוי, דוח רבעוני, המדווח על סכומי הקרנות, דיווח, באשר לחידוש פוליסות ביטוח.
6. חובת עדכון המודל, אחת לחצי שנה או 14 יום לאחר כל מועד עדכון תעריפי.
7. חלוקת דיבידנדים כפופה, בין היתר, להתקיימות:

- א. יחס כיסוי הגדול או שווה ל-1.27;
- ב. יחס כיסוי מאוחד הגדול או שווה ל-1.135;
- ג. במידה ויחסי הכיסוי נמוכים מהאמור לעיל, אך שווים או גבוהים מ-1.20 (יחס הכיסוי) ומ-1.12 (יחס הכיסוי המאוחד), חלוקת דיבידנדים תתאפשר, במידה ויחס הכיסוי שווה או גדול מ-1.30 ויחס הכיסוי המאוחד שווה או גדול מ-1.15, כאשר בחישוב היחס יילקחו בחשבון גם יתרות נזילות.

יצוין כי החברה לא חילקה דיבידנדים, ולהערכת הפקידות הבכירה לא צפויה חלוקת דיבידנדים בתקופת ההשקעות הנוכחית להקמת המערכת. יצוין כי, על פי שטר הנאמנות לאג"ח א', חל איסור על חלוקת דיבידנדים עד סוף שנת 2014-3 שנים ממועד סיום המקטע הצפוני.

8. פירעון מידי של האג"ח עשוי להתקיים, בהינתן:
  - א. אי-פירעון סכומים שהחברה חייבת;
  - ב. הליכי פירוק של נתג"ז (נתמנה מפרק, מומשו שעבודים, הוטלו עיקולים וכדומה);
  - ג. יחס הכיסוי בעבור השנה החולפת נמוך מ-1.1 ו/או יחס הכיסוי LLCR<sup>17</sup> נמוך מ-1.13; מובהר כי, אי-עמידה ביחס הכיסוי ויחס LLCR, לעיל, לא תהווה עילה להפרה, אלא לאחר שחלפו 6 חודשים מהמועד בו נתברר כי, החברה אינה עומדת באיזה מיחסי הכיסוי האמורים, ובלבד שהחברה פנתה למועצת הגז לצורך עדכון תעריף ההולכה, או נקטה פעולה אחרת לצורך שיפור יחסי הכיסוי, באופן המשקף עמידה ביחסי הכיסוי האמורים בשנתיים הקרובות.
  - ד. רישיון ההולכה בוטל.

<sup>17</sup> Life Loan Cover Ratio, יחס כיסוי חיי ההלוואה, המוגדר כסך התזרים הפנוי לשירות החוב, ללא תקבולים בגין רכיב קיבולת מתחנות הכוח של חח" (אשכול, רידינג וחגית), בהיוון למועד החישוב, בתוספת מזומנים, לרבות קרנות ביטחון, חלקי סה"כ היתרה הבלתי מסולקת של כלל חובות החברה, להוציא הלוואת חח".

ה. הרעה מהותית במצב החברה, אשר כתוצאה ממנה קיים חשש ממשי שהחברה לא תוכל לפרוע את האג"ח במועדן, לרבות כתוצאה משינוי שליטה, מיזוג של החברה או מכירת רוב נכסיה.

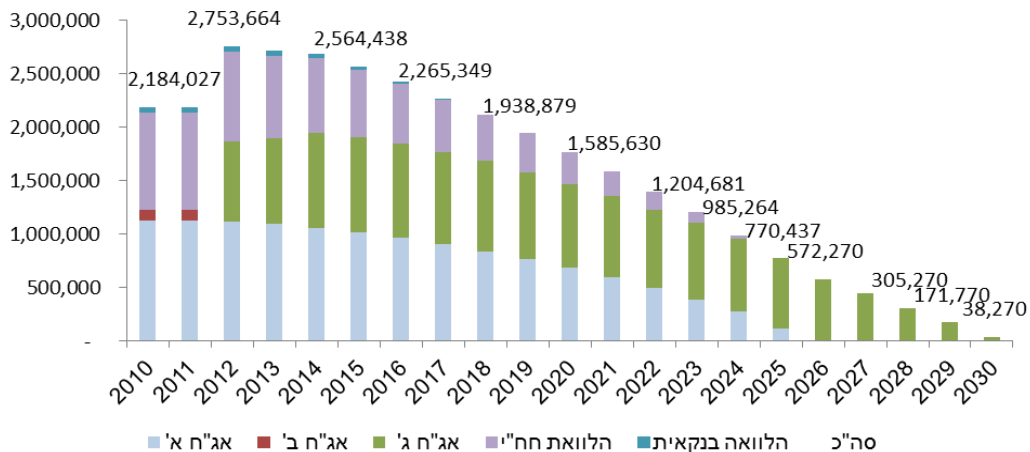
ו. אג"ח סדרה ג' הפסיקו להיות מדורגות לתקופה העולה על 90 ימים רצופים, עקב סיבות ו/או נסיבות, שהינן בשליטת החברה בלבד.

ז. בשל הפרה של החברה, העמדה לפירעון מיידי של סדרת אג"ח אחרת, אשר יתרת ההתחייבות על פיה עולה על 5% מסך התחייבויות החברה (על פי כל סדרות האג"ח הקיימות של החברה) לאותו מועד, ובתנאי שיתרת ההתחייבות לא תפחת מ- 200 מ' ש, בלא שהחברה תיקנה את ההפרה ולא פרעה את החוב, שהועמד לפירעון מיידי, בסדרה האחרת.

### 4.3. הלוואה בנקאית

לחברה הלוואה בנקאית מבנק זר, בגובה 50 מ' ש ע.ג. (יתרתה בספרי החברה ל- 30/09/2011, הינה כ- 53 מ' ש). הלוואה הינה בש"ח, ומשלמת ריבית של 3.99% הצמודה למדד המחירים לצרכן. הלוואה זו אינה מגובה בביטחונות, נחותה לחוב לחח"י ולכל סדרות האג"ח. הלוואה זו תיפרע בתשלום אחד ב- 2019, כאשר לבנק קיימת אופציה לפירעון מוקדם, החל מ- 2014.

גרף 2: התפתחות מצבת חובות נתג"ז (א' ש"ח), לרבות גיוס מלא של אג"ח ג'



מקור: מודל פיננסי, נתוני המודל הפיננסי אינם משקפים את הערך הנוכחי של מצבת החובות (לאור הצמודות והתאמות המבוצעות, אחת לשנה).

בדירוג נתגז מיושמת מתודולוגיית Moody's לדירוג חברות הולכת חשמל וגז, הפועלות תחת רגולציה (Regulated Electric and Gas Networks)<sup>18</sup>. בקביעת ה-BCA<sup>19</sup>, נלקחים בחשבון, בין היתר, המסגרת הרגולטורית בה פועל המנפיק, בסיסה החוקי, יציבותה, רמת הוודאות המשתקפת בהתנהלות הרגולטור, ניסיונו (Track-Record) ומידת השקיפות בהחלטותיו, מודל הבעלות על מערכת ההולכה (הנכסים גופם), אופן כיסוי עלויות המנפיק ורמת ודאות ההכנסות (חשיפה להיקפי הולכה בפועל). בנוסף, נבחנת עמידת המנפיק בתקציב ההשקעות והתפעול (ניהול עלויות, ומורכבות תכנית ההשקעות) והמגבלות החלות על המנפיק בקשר עם תחומי הפעילות. במסגרת הדירוג, נבחנים יחסים פיננסיים, לרבות יחסי מינוף ונזילות, ונבחנת יכולת המנפיק לקיים את תכנית השקעותיו ממקורותיו (או לחילופין, מידת תלותו בגיוס חוב חיצוני).

כמו כן, מיישמת מידרוג את מתודולוגיית Moody's, באשר למנפיק הקשור במדינה (Government Related Issuer, GRI) הבוחנת, הן את מידת התלות בין המנפיק לבין המדינה (הישענות על מקורות הכנסה זהים, חשיפות דומות לסיכונים אשראי ובעלות של המדינה), והן את שיעור התמיכה והציפייה לתמיכה מיוחדת, בהיקף הנדרש ובמועד, כפי שמשקפת בהשפעת החברה על כלכלת המדינה, ערבויות מדינה והתחייבויות אחרות של המדינה, אי-קיום חסמים להתערבות המדינה ובתמיכת המדינה בחברה, בפועל, על פי נתוני עבר. ככל ששיעור הקשר בין המנפיק למדינה חזק יותר, כך מושפע דירוג החברה מדירוג המדינה.

## 6. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ה-BCA של נתגז מושפע, בראש ובראשונה, מהיות החברה מונופול במשק סגור, בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד. נתגז 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 נתגז 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-7 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות, שקיפות ועדכון תעריף ההולכה, בהתאם לצורך ובמועד. רשות הגז פועלת לכיסוי כלל עלויות נתגז, לרבות הקמת מערכת ההולכה, תפעולה, עלויות מימונה ותשואה נאותה על הנכסים. בנוסף לכך, במסגרת החלטותיה, מועצת הגז קובעת את תעריף ההולכה כך שישמר 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 1:9 (דהיינו, כ-90% מהכנסות נתגז הינן קבועות), ללא תקרת תעריף או תקרת הכנסות. התעריף מתעדכן בהתאם להיקפי ההולכה, על-פי תחזיות ונתונים בפועל, באופן

<sup>18</sup> רצ"ב קישור למתודולוגיה באנגלית בסוף מסמך זה.

<sup>19</sup> Baseline Credit Assessment

שישמר, הן את היחס בין רכיבי תעריף ההולכה והן את כיסוי העלויות, כאמור לעיל. היבטים אלו מקנים לנתג"ז יציבות ורמת 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 הולכה, 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 גיאופוליטיים, 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"י<sup>20</sup>. תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת, בראש ובראשונה, בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצהרת הפקידות הבכירה, בדבר תמיכה בחברה<sup>21</sup>, 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.

## 7. גורמים תומכים עיקריים

### 7.1. מונופול טבעי ומוחלט במשק אנרגיה סגור מוטה הסבה לגז טבעי

החברה הינה מונופול טבעי בתחום הולכת הגז הטבעי בישראל, ובעלת רישיון ארוך-טווח למשך 30 שנה (החל משנת 2004). מדינת ישראל הגדירה את השימוש בגז טבעי לייצור חשמל כיעד אסטרטגי, זאת, בין היתר, לאור תגליות הגז הטבעי לחופי ישראל, תפקודה של מדינת ישראל כמשק אנרגיה סגור והרצון להקטין את העלות הכלכלית, את התלות ביבוא דלקים ואת הנזק הסביבתי, הכרוכים בייצור חשמל שמקורו בתזקי נפט ופחם. כאמור לעיל, משק החשמל מסוגל לייצר כ-40% מהחשמל במדינת ישראל, באמצעות גז טבעי. על-פי תחזיות רשות הגז, עד לשנת 2017, משק הגז בישראל יוכל לייצר כ-80% מהחשמל, באמצעות שימוש בגז טבעי. תחזיות אלו עומדות בבסיס מדיניות הממשלה, באשר לתמיכה בהקמה ותפעול מערכת הולכה לאומית

<sup>20</sup> על הקשר בין חח"י לבין המדינה, ראה גם דוח מעקב ופעולת דירוג חח"י - אוקטובר 2011.

<sup>21</sup> וכן אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה.

מתקדמת ואמינה. חסמי הכניסה לענף הינם גבוהים ביותר, הן בהיבט הטכני (אין סיבה להקים עוד מערכת הולכה ארצית בשטח כה קטן), והן בהיבט המעשי, לאור הצורך בעמידה באמות מידה מחמירות, השקעות נרחבות ומורכבות, ידע וניסיון רב בתחום. כ- 91% מהכנסות החברה לשנת 2010 מקורן בחח". להערכת מידרוג, תלות החברה בסיכון חח" מתאימה לרמת הדירוג של החברה, וזאת על רקע: חיוניות שרות ההולכה; שיעור הוצאות הולכה (תשלום לנתג"ז) נמוך ביחס לכלל הוצאותיה של חח"; קרנות הביטחון הקיימות; הערבות הבנקאית, שהעמידה חח", לשני תשלומים חודשיים בגין רכיב הקיבולת; תשלום מראש בגין שני חודשי קיבולת; זכות קיזוז הקיימת לחברה, כנגד החוב לחח"; מהותיות מרכיב הגז במשק האנרגיה המקומי, ומידת התמיכה והתלות בין המדינה לחברה.

## 7.2 מסגרת רגולטורית תומכת

החברה הינה מונופול, בבעלות מלאה (100%) של מדינת ישראל, ואחריותה על קווי ההולכה האסטרטגיים מהווה נדבך קריטי לתפקודו של משק האנרגיה במדינה. בהתאם לאבני הדרך ולוחות הזמנים שנקבעו להקמת מערכת ההולכה, ולאור ההשקעות המאסיביות הנדרשות לשם כך, קבעה רשות הגז עקרונות וכללים, באשר לאופן קביעת תעריף ההולכה. תעריף ההולכה מכסה את כלל הוצאותיה המוכרות של החברה, עפ"י אומדנים בטרם הביצוע, לרבות עדכונים בהתאם לביצועים, בפועל, ונועד לשמר יחס כיסוי ויחס כיסוי מאוחד מינימאליים. חריגה בעלויות ועיכובים בלוחות הזמנים, לרבות הפסד רווחים כתוצאה מאי-חיבור לקוחות במועד, מוכרים במסגרת התעריף, בין היתר, מתוך ההכרח לעמוד ביחסי הכיסוי האמורים. מהחברה נמסר כי, מחלוקות ספציפיות עם הרשות באשר להכרה בעלויות, לא מנעו את עדכון תעריף ההולכה על ידי מועצת הגז. להערכת החברה ולהערכת רשות הגז, המודלים לפיהם נקבע תעריף ההולכה משקפים נתונים דומים ולא קיימות מחלוקות מהותיות, באשר להכרה בעלויות. כאמור, תעריף ההולכה בנוי כך ש- 90% מהכנסות החברה מהולכה ינבעו מרכיב הקיבולת, גורם המפחית משמעותית את התלות בהיקפי הולכת הגז, בפועל. תעריף ההולכה מתעדכן בהתאם להיקפי ההולכה, עפ"י תחזיות ונתונים בפועל, באופן שישמר, הן את היחס בין רכיבי תעריף ההולכה והן את כיסוי העלויות, כאמור לעיל. התהליך נעשה בשקיפות (במסגרת התהליך מתקיים שימוע, בו לחברה ולכל גורם אחר מתאפשר להגיש השגות), ותוך שימוש ביועצים חיצוניים מומחים לתחום. היבטים אלו מקנים לנתג"ז יציבות ורמת ודאות גבוהות, באשר לתזרים המזומנים. ברישיון שהוענק לחברה, נקבע יעד הפרטה עד לתחילת שנת 2007. לדברי הפקידות הממשלתית הבכירה, ההחלטה להציב יעד הפרטה נתקבלה בשלבי ההקמה של החברה וטרם גילוי מאגרי הגז הטבעי המשמעותיים לחופי ישראל. להערכתם, לא צפויה הפרטה בשלבי ההשקעה המאסיבית ועד להתייצבות הענף (כ- 25 שנה), ואף צפויה הארכת תקופת הרישיון, לשם המשך ביצוע ההשקעות הנדרשות. בנוסף, משרד התשתיות ומשרד האוצר הצהירו כי, כל גוף חליף שיבוא בנעליה של נתג"ז, ככל שיבוא, יישא במלוא התחייבויותיה, לרבות התחייבויותיה הפיננסיות, באותם תנאים ולפי אותן אמות מידה.



### 7.3 מיקוד בעסקי הליבה ועמידה עקבית בתקציב העלויות

עלויות החברה בפועל נמוכות מהתקציב, באופן עקבי, משנת הקמתה, הן בהיבט התפעול והן בהיבט ההשקעות, כמשתקף בטבלה 3.

טבלה 3: פירוט תקציב מול ביצוע, 2004-2011 (א' ש)

שנה	השקעות		תפעול	
	תקציב	ביצוע	תקציב	ביצוע
2005	296	237	9	9
2006	688	334	28	9
2007	483	332	12	11
2008	526	428	34	22
2009	1,479	1,135	51	37
2010	440	339	57	53
Q1-3/11	406	121	55	41

מקור: חברת נתג"ז, בניכוי המקטע הימי עד לשנת 2009, מועד העברתו לאחריית החברה.

עיקר הפערים נובע מעיכובים בביצוע, לרוב כתוצאה מעיכובים בקבלת אישורי תמ"א והיתרי בניה, המובילים לתקצוב המקטע בשנה העוקבת. מאידך, החברה נוהגת בשמרנות ומציגה לרשות הגז תקציבים המשקפים בצ"מ לפי הערכותיה, וזאת ע"מ להימנע מפערי עיתוי בהכרה בעלויות. 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.<sup>22</sup>

### 7.4 שילוב קרנות ביטחון לחיזוק יתרות נזילות

לחברה קרנות ביטחון בגין סדרות האג"ח, כמפורט בפרק 4, המשפרות את יכולת החברה להתמודד עם פערי עיתוי תזרימיים.

## 8. גורמי סיכון עיקריים

### 8.1 אי-ודאות באשר להספקת גז סדירה

אי-הספקת סדירה של גז טבעי, בין היתר, כתוצאה מבעיות הספקת גז ממצרים, התכלות מאגר מרי-B, בטרם פיתוח מקורות הספקת אחרים<sup>23</sup>, עלולה לפגוע בתזרים המזומנים של החברה, כתוצאה מפערי עיתוי עד להכרה באובדן ההכנסות הנלוות לכך בתעריף ההולכה (הכנסות החברה מורכבות, בין היתר, מרכיב הזרמה, בפועל). לפי המודל הפיננסי, תרחיש הכנסות מרכיב קיבולת בלבד פוגע ביחסי הכיסוי (כמפורט בתת-פרק 9.3). מאידך, בתרחיש זה הלקוחות עשויים לתבוע שלא לשלם את רכיב הקיבולת, בהיעדר הספקת סדירה של גז טבעי. להערכת החברה ורשות הגז, הסבירות לתביעה, שבצדה השלכות שליליות לחברה, הינה קטנה, שכן

<sup>22</sup> אחת הדוגמאות לכך הינה ההכרה בעלויות ואובדן ההכנסות בגין עיכובים בהקמת המקטע הצפוני בדצמבר 2009.

<sup>23</sup> להערכת החברה ורשות הגז, אי-קיום הספקת גז עלולה להימשך כשנה, לכל היותר.

עפ"י הסכמי החברה מול לקוחותיה, אי-הספקת גז, כתוצאה מבעיות הפקה ו/או מיצוי ו/או התרוקנות של מאגר, אינם בגדר כוח-עליון, ואינם מסירים מהלקוחות את ההתחייבות לשלם את רכיב הקיבולת. יצוין כי, במהלך שנת 2011, בעקבות אי-הספקת גז סדירה ממצרים, שנבעה מאירועי חבלה בצנרת ההולכה המצרית, פנו לקוחות לחברה בבקשה להכיר בכך כאירוע כוח-עליון, נענו בחיוב, ולפי ההסכמים, לא חויבו בתשלום רכיב הקיבולת למשך שבועיים. פנייתם לרשות הגז בדרישה, שלא לשלם את רכיב הקיבולת כלל, נענתה בשלילה. לדברי הרגולטור, רשות הגז תגבה את החברה בכל תביעה בנושא זה, אולם אינה יכולה להעריך את החלטת בית-המשפט, במידה ותביעה מעין זו אכן תוגש.

## 8.2 תכנית השקעות מורכבת ורחבה בשנים הקרובות

החברה נמצאת בעיצומה של תנופת צמיחה מאסיבית, לעיבוי וחיזוק מערכת הגז, הדורשת השקעות משמעותיות. במהלך 3 השנים הקרובות, על-פי התכנון, צפויות השקעות של כ- 900 מ' ש, המהוות כ- 34% מסך השקעות החברה לסוף הרבעון השלישי 2011 (כ- 2.6 מיליארד ש). כאמור לעיל, להערכת מידרוג, קיימת סביבת רגולציה תומכת, המזמזמרת חשיפות לבצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות. עם זאת, גובה ההשקעות ומורכבותן (לרבות עבודות בלב ים לשם הקמת המצוף), עבודה מול קבלנים שונים ופריסתה הגיאוגרפית הנרחבת של מערכת ההולכה (מעבר בשטחים מסוגים שונים ודרישה לאישורי תמ"א, היתרי בניה ואישורים אחרים), עלולים ליצור חשיפה לפערי עיתוי, בין ספיגת העלות לבין מועד ההכרה בתעריף ההולכה וההכנסה בגינה. כנגד חשיפות אלו, קיימים גורמים ממתנים: (1) במסגרת הערכת העלויות, טרם ההשקעה, נלקחים בחשבון מרכיבי בצ"מ; (2) החברה מעסיקה יועץ חיצוני, חברת E.On<sup>24</sup>, נכון להיום (עשויה להשתנות בעתיד) המסייעת לה בשלבי התכנון, ההקמה וההפעלה מיום הקמתה; (3) קבלני הביצוע מאושרים על-ידי רשות הגז, ומחויבים בעמידה בתקני איכות בינלאומיים מחמירים; (4) חוזים מול קבלני הביצוע הינם בחלוקה למקטעים (תשלום לפי ביצוע בפועל), כוללים התחייבות ללוחות-זמנים, ומגובים בערבויות מכרז, ביצוע ואיכות; (5) עפ"י תנאי הרישיון, לוחות הזמנים המוכרים להקמת מקטע, מחושבים החל ממועד אישור התמ"א, גורם המקטין את החשיפה לעיכובים; (6) ביטוח כנגד אובדן הכנסות למשך 12 החודשים העוקבים<sup>25</sup>. יצוין כי, היקפי ההשקעות המשמעותיים, והחוב הפיננסי שמגויס בגינן, מובילים ליחסים פיננסיים חלשים (לפירוט, ראה פרק 9), אולם אלו מגובים בתזרים מזומנים יציב וצפוי, בשילוב מנגנונים לשמירת נזילות, כדוגמת כריות הביטחון.

## 8.3 החברה אינה הבעלים של הנכסים

מערכת ההולכה, על כל מתקניה, נותרת בבעלות מלאה ובלעדית של המדינה (לחברה קיימת זכות שימוש בלבד במתקנים). כתוצאה מכך, נתג"ז אינה יכולה להנזיל את הנכסים הללו, באמצעות מכירה או שעבוד, עובדה הפוגמת בגמישותה הפיננסית. מנגד תמיכת הרגולטור, בקביעת תעריף הולכה, המחייב שמירה על

<sup>24</sup> מחברות האנרגיה הגדולות בעולם; פעילה בייצור חשמל קונבנציונאלי וירוק, בהולכת חשמל וגז ועוד, החברה מעסיקה כ- 85,000 עובדים ברחבי העולם ובעלת מחזור מכירות של כ- 93 מיליארד יורו (2010).

<sup>25</sup> ביטוח של חברת הפניקס (איתנות פיננסית מדורגת בדירוג Aa1, באופק יציב).

יחסי כיסוי מינימאליים, ממתנת משמעותית חשיפה זו. בנוסף, כפי שצוין לעיל, להערכת הפקידות הבכירה, צורכי השקעה נוספים צפויים להוביל להארכת תקופת הרישיון.

#### 8.4. אירוע כוח-עליון

מערכת ההולכה חשופה לאירועי כוח-עליון. במסגרת הסכמי החברה מול לקוחותיה מוגדרים אירועי כוח-עליון, כאירועים ו/או נסיבות, שמעבר לשליטת הצד בהסכם שטען לאירוע כוח-עליון. אירוע כוח-עליון של נתגז מאפשר ללקוחות נתגז להפסיק את ההתקשרות, ובכך להוביל לפגיעה בתזרים המזומנים. על מנת לצמצם את החשיפה לאירועי כוח-עליון, לחברה מנגנון ביטוחים, בהתאם לתקנים בינלאומיים, הכולל: (1) פוליסת רכוש יבשתי, המבטחת מפני נזקי טבע, בסכום של כ- 271 מ' דולר לאירוע ולתקופה (השתתפות עצמית של עד 500 א' דולר); (2) פוליסת צינור ימי ומתקני PRMS נלווים - הפוליסה כוללת כיסוי ל- ROCK DUMPING, תמורת 35 א' דולר, כאשר יבוצע וכוללת כיסוי לשבר מכאני, מתקני PRMS ותחנות קבלה. הכיסוי הכולל הינו 1 מ' דולר ארה"ב לכל מקרה ביטוחי (השתתפות עצמית של חצי מ' דולר); (3) פוליסת חבויות בהקמה מעניקה כיסוי בגובה 74 מ' דולר ארה"ב (השתתפות עצמית של מיליון דולר); (4) פוליסת חבויות בתפעול - גבול האחריות הינו 50 מיליון דולר ארה"ב למקרה ולתקופה (השתתפות עצמית, בגובה 25 א' דולר ביבשה, ו- 50 א' דולר בים); (5) פוליסת אובדן רווחים, המכסה עד כ- 76 מ' דולר, (45 יום הראשונים לאירוע הביטוחי לא מכוסים); (6) ביטוח סיכוני מלחמה וטרור, המכסה על 30 מ' דולר ארה"ב, (45 יום הראשונים לאירוע הביטוחי לא מכוסים). נזכיר כי, אי-הספקת גז סדירה, הקשורה בקושי של ספקי הגז להפיק את הגז או כתוצאה מחוסר בגז, אינה נחשבת כוח-עליון. כאמור לעיל, אי-הספקת גז, שאינו באחריות החברה, אינו בגדר אירוע כוח-עליון (ראה בתת-פרק 8.1).

## 9. ניתוח פיננסי

### 9.1. נתוני מאזן

נתוניה המאזניים של החברה לרבעון השלישי של שנת 2011 (ראה טבלה 4) משקפים גידול משמעותי ביתרות הנזילות של החברה (מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים). היתרות הנזילות המיועדות, בסך כולל של כ- 319 מ' ש (כ- 20% גידול מנתוני 2010), כוללות את קרנות הביטחון הנדרשות, סכום לתשלום לחח" בגין המקטע הימי<sup>26</sup> וביטחונות, כנגד עסקאות SWAP. היתרות שאינן מיועדות, בסך כ- 268 מ' ש (פי 3 מהיקפן ב- 2010) צפויות לשמש, בין היתר, לפירעון אג"ח ב' (הלוואת בלון) בסך כ- 110 מ' ש במרץ 2012, לפירעון הלוואה הבנקאית, בסך כ- 53 מ' ש (במקרה של מימוש אופציית הפירעון המוקדם של הבנק) ולפעילותה השוטפת של החברה. הרישיון, בסך של כ- 2.6 מיליארד ש (מסווג במאזן ככנס בלתי מוחשי), מהווה כ-72% מהמאזן, ומשקף את עלות מערכת ההולכה.

<sup>26</sup> עבור מפרט במקטע הימי שטרם נתקבלה ביגנו תעודת השלמה מאת רשות הגז.

כחלק מהמדיניות החשבונאית, החברה מיישמת את הוראות התקינה האמריקאית לחברות ממשלתיות בפיקוח<sup>27</sup>. עפ"י תקן זה, ישות, שתעריפיה מפוקחים ונקבעים ביחס לעלויות, תיצור בדוחות הכספיים התחייבויות פיקוח (או נכס פיקוח), וזאת במטרה להקביל את ההכנסות להוצאות. התחייבויות בפיקוח משקפות תקבולים מלקוחות, שנועדו לכסות עלויות עתידיות, ואינם מוכרים כהכנסות בדוח רו"ה. נכסים בפיקוח משקפים הוצאות שטרם הוכרו כהוצאות בתעריף ההולכה, וצפויות להיות מוכרות בשנים הבאות; כפועל יוצא מכך, אינן מוכרות בדוח רווח והפסד. הירידה בהתחייבויות פיקוח, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 משקפת הכרה בהכנסה.

**טבלה 4: תמצית נתוני מאזן עיקריים, ויחסי איתנות, באלפי ₪**

2008	2009	2010	Q1-3/10	Q1-3/11	
10,188	55,998	27,230	81,166	149,574	מזומנים ושווי מזומנים
95,645	63,594	131,248	78,711	182,934	מזומנים ושווי מזומנים מיועדים
-	-	-	-	118,561	ני"ע סחירים שלא יועדו
80,373	91,296	132,714	187,166	136,273	ני"ע סחירים שיועדו
13,319	19,692	312,989	9,196	15,939	חייבים ויתרות חובה*
213,802	262,307	632,209	395,824	637,384	סה"כ נכסים שוטפים
1,598,232	2,515,362	2,638,231	2,597,154	2,646,688	נכס בלתי מוחשי- רשיון
1,940,107	3,047,238	3,634,244	3,343,605	3,680,074	סה"כ נכסים
-	31,460	57,985	61,087	55,135	חלות שוטפת של החוב לחח"
-	-	-	-	113,096	חלות שוטפת של אגרות חוב
167,605	174,957	177,335	212,230	314,142	סה"כ התחייבויות שוטפות
253,031	299,101	171,323	168,323	3,664	התחייבויות פיקוח
-	50,239	51,385	51,051	52,798	הלוואה מתאגיד בנקאי
341,672	894,935	793,594	839,653	803,958	החוב לחח"
565,779	847,496	1,386,095	1,077,882	1,309,414	אגרות חוב
1,430,413	2,497,266	2,947,788	2,683,717	2,941,799	סה"כ התחייבויות
509,694	549,972	686,456	659,888	738,275	הון עצמי
1,940,107	3,047,238	3,634,244	3,343,605	3,680,074	סה"כ התחייבויות והון
907,476	1,824,130	2,289,059	2,029,673	2,334,401	חוב פיננסי
897,288	1,768,132	2,261,829	1,948,507	2,066,266	חוב פיננסי, נטו
52%	64%	75%	66%	68%	חוב פיננסי, נטו, לנכס בלתי מוחשי
47%	60%	63%	61%	63%	חוב פיננסי לסך מאזן
26%	18%	19%	20%	20%	הון עצמי למאזן

\* בסעיף חייבים ויתרות חובה ניתן לראות גידול חד פעמי בשנת 2010 שנובע מהנפקת אג"ח ב' (תמורתו התקבלה לאחר פרסום הדוחות הכספיים השנתיים).

החברה מציגה יחסי מינוף ואיתנות חלשים, ביחס לחברות תשתיות אחרות, באופן עקבי. נכון לרבעון שלישי 2011, היחס חוב נטו לנכסים בלתי מוחשיים, הינו כ- 68%<sup>28</sup>, ויחס הון עצמי למאזן הינו כ- 20%. נציין כי, החברה נמצאת בעיצומה של תכנון והקמת מערכת הולכה, וכי טרם הגיעה לבשלות (לעומת חברות תשתיות אחרות, הנמצאות בשלב הבשלות). כמו כן, במסגרת קביעת תעריף ההולכה נשמר יחס כיסוי של 1.3 ויחס כיסוי מאוחד של 1.15, וזאת כדי לגדר, במידת מה, חולשה זו.

<sup>27</sup> ASC980 – REGULATED OPERATIONS, הידוע גם כ-RE6 או כ-FAS 71.  
<sup>28</sup> הממוצע הינו בגין השנים 2009, 2010 ו-3Q2011, לכל היחסים המאזניים.

## 9.2 נתוני רווח והפסד

נכון לרבעון שלישי של שנת 2011, נרשם גידול בהכנסות של כ-17%, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הכנסות החברה משקפות שיעור רווח גולמי ושיעור EBITDA גבוהים, של כ-60% וכ-85%, בהתאמה. שיעור הוצאות הנהלה וכלליות הינו כ-5%.

טבלה 5: נתוני רווח והפסד ויחסי רווחיות עיקריים, באלפי ש"ח

2008	2009	2010	Q1-3/10	Q1-3/11	
99,600	132,742	353,398	284,973	328,592	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
13,538	17,930	32,903	25,890	33,865	הכנסות מדמי חיבור
113,138	150,672	386,301	310,863	362,457	סה"כ הכנסות
(56,066)	(101,476)	(158,726)	(125,810)	(146,553)	הוצאות הפעלה
57,072	49,196	227,575	185,053	215,904	רווח גולמי
(11,956)	(12,947)	(17,262)	(12,372)	(17,265)	הוצאות מכירה הנהלה וכלליות
45,116	36,249	210,313	172,681	198,639	רווח תפעולי
(8,568)	9,717	(81,950)	(64,195)	(87,351)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
36,548	45,966	128,363	108,486	111,288	רווח לתקופה לאחר מימון
35,848	44,731	129,861	109,954	111,878	רווח לפני מיסים על הכנסה
(18,223)	(4,453)	(21,377)	(18,038)	(60,059)	הוצאות מיסים על הכנסה
17,625	40,278	108,484	91,916	51,819	רווח נקי לתקופה
50%	33%	59%	60%	60%	% רווח גולמי
71%	66%	84%	84%	85%	EBITDA %
11%	9%	4%	4%	5%	% הוצאות הנהלה וכלליות מהכנסות
16%	27%	28%	30%	14%	% רווח נקי

## 9.3 נתוני תזרים, יחסי כיסוי ותחזית מודל פיננסי

להלן ריכוז נתוני תזרים עיקריים (ללא יתרות נזילות מיועדות, בסך של כ-319 מיליון ₪), לסוף הרבעון השלישי של שנת 2011, כאמור) ויחסי כיסוי עיקריים.

טבלה 6: נתונים ויחסים תזרימיים עיקריים, באלפי ₪

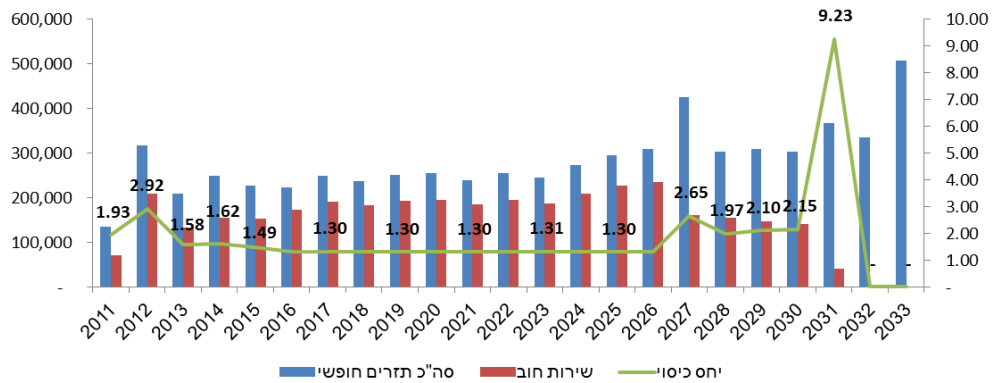
2008	2009	2010	Q1-3/10	Q1-3/11	
120,715	238,404	218,487	129,280	142,525	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
(200,825)	(489,680)	(467,225)	(335,167)	(289,511)	מזומנים נטו ששמשו לפעילות השקעה
68,665	297,086	219,970	231,055	269,330	מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון
(11,445)	45,810	(28,768)	25,168	122,344	עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים
10,188	55,998	27,230	81,166	171,360	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף תקופה
63,480	74,515	235,894	203,232	237,185	FFO
352,720	521,650	387,817	240,879	141,469	CAPEX
2.43	2.30	4.53	5.83	5.52	הוצאות מימון/ הוצ' מימון+FFO
14.30	24.48	9.70	9.99	9.84	חוב/FFO פיננסי
14.13	23.73	9.59	11.98	10.89	חוב/FFO פיננסי, נטו
11.09	17.69	6.97	9.31	8.43	חוב/EBITDA פיננסי, נטו
10.1%	12.2%	29.5%	36.9%	76.1%	פחת/CAPEX

החברה מציגה עלייה עקבית ב- FFO, כתוצאה מגידול מתמשך בפעילות וחיבור לקוחות חדשים למערכת ההולכה. עם זאת, יחסי כיסוי ריבית ויחס החוב ל- FFO משקפים את החוב הגבוה, כמו גם את תלות החברה בגיוסי חוב חיצוניים.

נכון למועד הדוח, לחברה מסגרת אשראי לא מנוצלת מבנק מקומי, בסך 100 מ' ש"ח עד ל- 31/03/2012. החברה פועלת על-פי מודל פיננסי, המועבר מדי זמן לרשות, ומתעדכן, אחת לחצי שנה (התאמות מדויקות מבוצעות אחת לשנה, בתום שנה קלנדרית). המודל משקף את תחזית ההכנסות, לרבות תחזית הכנסות רכיב הזרמה בפועל, אומדני עלויות השקעה, תפעול, מימון ואומדנים אחרים, במבט צופה פני עתיד. וכל זאת, בהתאמה לנתונים, בהם עושה מועצת הגז שימוש בקביעת תעריף ההולכה. התזרים החופשי מושפע, בין היתר, מן ההתקדמות בתכנית ההשקעות; על כן, בשנים מסוימות פוחת לרמה המשקפת את יחס הכיסוי הנדרש.

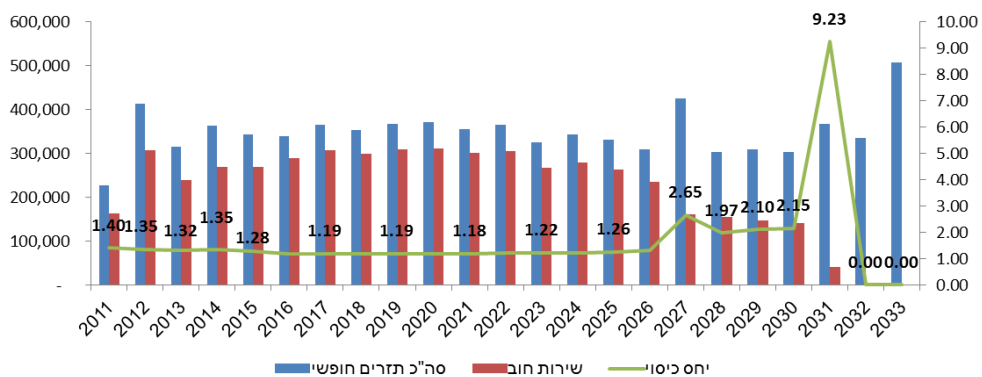
**להלן, גרפים המציגים את התזרים החופשי לשירות החוב ויחסי הכיסוי, בהתאם למודל הפיננסי:**

**גרף 3: התזרים החופשי, שירות החוב (בא' ש"ח) ויחס כיסוי החוב לאורך השנים (ללא התשלומים לחח"י, מכוח ההסכם המשולש)**



מקור: המודל הפיננסי, סה"כ תזרים, בניכוי תקבולי רכיב הקיבולת מתחנות הכוח אשכול, רידינג וחגית, ושירות החוב בגינן.

**גרף 4: התזרים החופשי, שירות החוב (בא' ש"ח) ויחס כיסוי החוב המאוחד לאורך השנים (לרבות התשלומים לחח"י, מכוח ההסכם המשולש)**



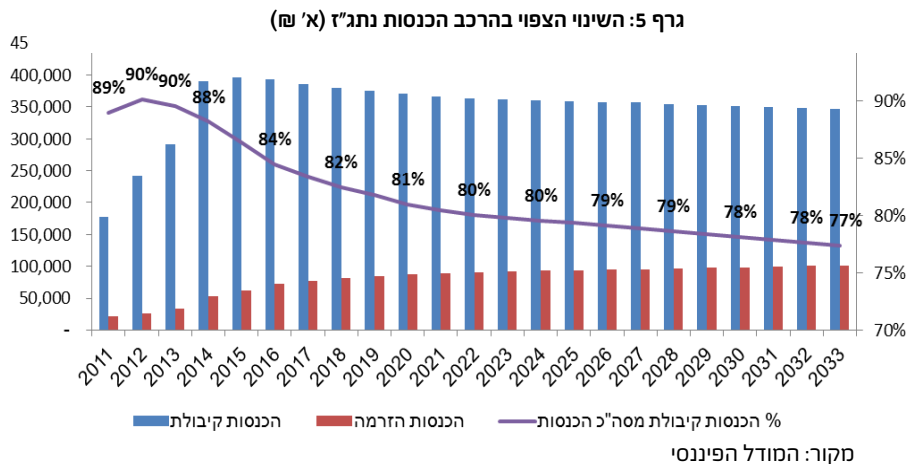
מקור: המודל הפיננסי, סה"כ תזרים, לרבות תקבולים מרכיב הקיבולת מתחנות הכוח אשכול, רידינג וחגית, ובתוספת שירות החוב בגינן.

תרחיש בסיס	השבתת מקטע ימי לחצי שנה**	תרחיש בלבד	יחס כיסוי
*1.30	1.18	0.85	יחס כיסוי מינימאלי
1.95	1.91	1.44	יחס כיסוי ממוצע
*1.19	1.10	0.89	יחס כיסוי מינימאלי
1.87	1.85	1.44	יחס כיסוי ממוצע

\* מועצת הגז, כאמור, מחויבת בשמירה על יחס כיסוי מינימאלי של 1.30 יחס כיסוי מאוחד של 1.15.  
 \*\* תרחיש זה נבחן, לאור הסיכונים הגלומים בתשתית ימית.

יצוין כי, יחס הכיסוי, המהווה עילה לפירעון מידי של האג"ח, הינו 1.10 (בניכוי ההתחייבויות כלפי חח"י, מכוח ההסכם המשולש), וכן יחס LLCR הנמוך מ- 1.13 (יחס ה- LLCR המינימאלי בתרחיש הבסיס הינו 1.71). במודל הפיננסי נלקח בחשבון תעריף ההולכה, כפי שהוצע בטיטת עדכון תעריף ההולכה (13/12/2011), ואינו מניח עדכונים על פני זמן. בתרחיש הכנסות מרכיב קיבולת בלבד לאורך כל שנות הפרויקט, החברה אינה עומדת ביחס הכיסוי המינימאלי לפירעון מידי, לראשונה בשנת 2015. יצוין כי, המודל אינו לוקח בחשבון הפחתה בהוצאות תפעול ואחזקה, הנגזרות מכמות הגז המוזרמת, בפועל. עם זאת, סיכון זה ממותן, כפי שתואר בתת-פרק 8.1. בנוסף, במודל נלקח בחשבון גידול בביקוש לגז טבעי על פני זמן, בין היתר, כתוצאה מהשתלבות חברות חלוקה ומשווקי גז טבעי, אשר ישלמו תעריף הולכה, שלא יכלול רכיב קיבולת,<sup>29</sup> אלא רכיב הזרמה גבוה יותר. כפועל יוצא מכך, עולה שיעור רכיב ההזרמה, בפועל, בהכנסות החברה (תוך שחיקת היחס 1:9, בין רכיב הקיבולת לרכיב ההזרמה, ראה גרף 5).

המודל אינו לוקח בחשבון את החלטת מועצת הגז משנת 2005, בדבר שמירת יחס 1:9, בין הכנסות מרכיב קיבולת להכנסות מרכיב הזרמה. לדברי החברה, המודל אינו לוקח זאת בחשבון, כיוון שתעריפים אלו טרם אושרו. בבסיס הדירוג עומדת ההנחה כי, מועצת הגז תמשיך ותשמר את היחס, באמצעות עדכון תעריף ההולכה, וזאת על מנת למנוע חשיפת החברה לתנודתיות היקפי הזרמת הגז, בפועל.



<sup>29</sup> לשם הקלה על חדירת חברות החלוקה ומשווקי הגז הטבעי לצרכנים הפרטיים, לאפשר Ramp-Up, בהיקפי הולכת הגז הטבעי ולמנוע חשיפה של המשווקים לתשלומים קבועים, אשר יובילו לפגיעה בשוק.

## 10. אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הספקה סדירה של גז טבעי למשק הישראלי
- חיבור לקוחות נוספים, לרבות חברות חלוקה, באופן שישפר 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

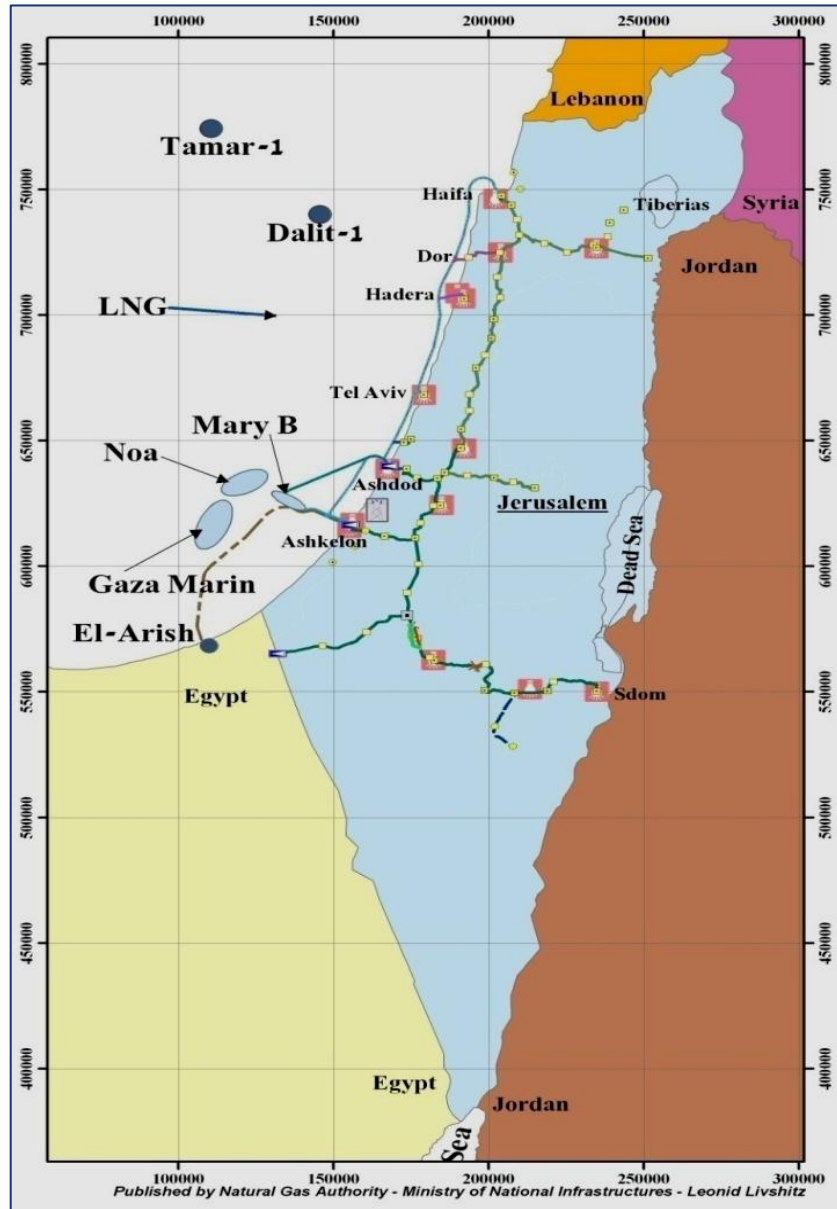
## 11. מידע מקצועי רלוונטי

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

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



נספח א': מפת רשת הולכת הגז הטבעי בישראל:



**סולם דירוג התחייבויות**

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

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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאיגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית 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](http://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](http://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 לסיכוני 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 מניפק, 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.