



# נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2014

**מחברים:**

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

ישי טריגר, אנליסט בכיר  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

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

מידרוג מותירה את דירוג אג"ח סדרות א' ו-ג', Aa1 באופק יציב, על כנו. מידרוג מודיעה על דירוג Aa1, באופק יציב, להנפקת אג"ח סדרה ד' בסך של עד כ- 500 מ' ש. ע.ג. (להלן: "סדרה ד"). סדרה ד' תונפק עבור צורכי ההשקעה של החברה, כפי שאושרו במסגרת רישיון החברה<sup>1</sup>, בכפוף לתעריף הרגולטורי הקיים, המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 (להלן: "יחס כיסוי")<sup>2</sup> יחס כיסוי מאוחד של 1.15 (להלן: "יחס כיסוי מאוחד")<sup>3</sup>. במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון מידת תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות"). מידרוג מעריכה את התמיכה כגבוהה מאוד ואת התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאוד. הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 20/03/2014.

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

סדרת אג"ח	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת התחייבויות בספרים במי ש (31/12/2013) <sup>4</sup>	יתרת שנות פירעון
סדרה א'	02/01/2007	5.6%	מדד המחירים לצרכן	1,266	2014-2026 <sup>5</sup>
סדרה ג'	29/12/2011	4.8%		912	2016-2031

<sup>1</sup> לפירוט בנוגע לתוכנית השקעות העתידיות של החברה, מצ"ב קישור [לדוח מעקב נתג"ז - נובמבר 2013](#).  
<sup>2</sup> יחס הכיסוי הינו תזרים המזומנים הפנוי לשירות חוב בניכוי התשלומים לחח"י, בגין הקמת המקטע הימי (ראה תת-פרק 2.2), חלקי שירות כלל חובות החברה (קרן וריבית), ללא שירות החוב בגין הלואות לחח"י.  
<sup>3</sup> יחס הכיסוי המאוחד לוקח בחשבון את כלל תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב חלקי סך שירות החוב (לרבות התשלום בגין הלואה לחח"י).  
<sup>4</sup> בניכוי חלויות שוטפות.  
<sup>5</sup> פירעון הסדרה החל בשנת 2012.

2011	2012	2013	נתוני רו"ה ו- FFO
256,539	276,662	399,419	סך הכנסות
237,980	248,056	366,675	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
18,559	28,606	32,744	הכנסות מדמי חיבור
(120,594)	(120,351)	(164,556)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
(69,982)	(51,438)	(19,610)	רווח נקי (הפסד)
179,380	199,646	318,629	EBITDA
186,395	197,975	319,930	FFO
31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	נתוני מאזן
4,251,258	4,591,536	4,557,701	סך מאזן
3,106,187	3,633,679	3,831,531	רישיון והקמת מתקני PRMS
269,444	644,952	359,141	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
271,031	255,030	300,502	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שיועדו
2,828,096	3,052,610	2,898,012	חוב פיננסי ברוטו <sup>7</sup>
2,558,652	2,407,658	2,538,871	חוב פיננסי נטו**
650,911	619,473	599,863	הון עצמי

\* מדיניות ההשקעה הינה השקעה באג"ח מדינת ישראל, מק"מים ופיקדונות. נכון למועד הדוח, החברה משקיעה באג"ח מדינת ישראל ובפיקדונות בנקאיים בלבד.  
\*\* בניכוי מזומנים ושווי מזומנים וני"ע סחירים שלא יועדו.

- **לפירוט שיקולים עיקריים לדירוג, ראה קישור לדוח מעקב מחדש נובמבר 2013 (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**
- **לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה קישור לדו"ח הדירוג הראשוני (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**

### 1. פעולת הדירוג

בכוונת החברה להנפיק סדרת אג"ח ד' בסך של עד כ- 500 מ' ש"ע. עבור המשך ביצוע תכנית ההשקעות בצורת ההולכה הארצית, כפי שעודכנה ברישינה במהלך חודש אוקטובר 2012<sup>6</sup>. בהתאם להערכות החברה, אג"ח סדרה ד' תונפק במהלך חודש אפריל 2014, כאשר פירעון הקרן והריבית של אג"ח סדרה ד' יהיו חצי שנתיים, ושנות פירעון הקרן יחולו בין השנים 2019-2033. יש לציין כי, בהתאם להערכותיה של החברה, במהלך השנים 2014-2016 צפויה החברה לגייס סך של כ- 1.0 מיליארד ש"ח, מעבר לסך הגיוס נשוא דוח דירוג זה, והכל בהתאם לתוכנית ההשקעות שלה, ובכפוף לתעריף גולטורי המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.15 (לפירוט בנוגע לתחזית החברה, ראה פרק 3).

<sup>6</sup> בשנת 2012 החברה אישרה מחדש את הדוחות הכספיים כך שהצגתם החדשה הינה בהתאם לכללי ה-IFRS.

<sup>7</sup> לרבות חוב חח"י.

<sup>8</sup> לפירוט בנוגע לתוכנית השקעות העתידיות של החברה, מצ"ב קישור [לדוח מעקב נתג"ז - נובמבר 2013](#).

להלן פירוט התפתחויות עסקיות עיקריות אשר התרחשו לאחר פרסום דוח מעקב נתג'ז מחודש נובמבר 2013<sup>9</sup>:

2.1. תקציב מול ביצוע לשנת 2013

סך תקבולי החברה לשנת 2013 מקיבולת והזרמת גז טבעי הסתכמו בכ- 367 מ' ש<sup>10</sup> לעומת כ- 359 מ' ש בתקציב, מתוכם כ- 336 מ' ש בגין רכיב קיבולת (91.6%). הכנסות מרכיב קיבולת בשנת 2013 היו גבוהות בכ- 8 מ' ש לעומת התקציב - הגידול נובע בעיקר מחיוב חח"י בגין חריגה מקיבולת חוזית בסך כ- 6.9 מ' ש<sup>11</sup>, ובעקבות הסדרת השימוש בקיבולת דוראד בהתאם להחלטת רשות הגז הטבעי מיום 26/06/2013 ע"י חח"י<sup>12</sup>. הכנסות מרכיב קיבולת הציגו גידול של כ- 98 מ' ש, לעומת הכנסות רכיב הקיבולת בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול נובע מעדכון תעריף ההולכה בשיעור של כ- 15%, חיבור תחנות הכוח אופי.סי רותם בע"מ ודוראד בע"מ, סיום עבודות הרחבה בבז"ן וחייבים עבור חריגות מקיבולת חוזית ע"י חח"י ופז"א.

סך הוצאות התפעול של החברה בשנת 2013 הסתכמו בכ- 61 מ' ש, קיטון בשיעור של כ- 21.8% ביחס לתקציב. עיקר הקיטון בהוצאות התפעול ביחס לתקציב נבע מקיטון בהוצאות בקשר עם תחזוקת הקווים הימיים, אשר הסתכמו בכ- 0.8 מ' ש לעומת כ- 7.7 מ' ש אשר תוקצבו לפעולות אלו. עיקר הפער בעלויות אלו נובע מחיסכון בעלויות תחזוקת המצוף הימי, אשר נחסכה עקב אי-הקמת מרכז תחזוקה לפרויקט הנ"ל באזור העיר חדרה ואי-גיוס עובדים ייעודיים עבור תחזוקה זו<sup>13</sup>.

סך הוצאות המימון של החברה לשנת 2013 הסתכמו בכ- 171 מ' ש (לפני היוון הוצאות המימון), קיטון בשיעור של כ- 14.3% ביחס לתקציב. עיקר הקיטון נבע כתוצאה מאי גיוס חוב של כ- 0.5 מיליארד ש, אשר תוכנן להתבצע במהלך שנת 2013. יש לציין כי החברה רשמה הפסד מעסקאות הגנה בסך כ- 65 מ' ש עקב פער הריביות בין הריבית השקלית לריבית הדולרית בעסקאות ה-swap שביצעה. מנגד, רשמה החברה הכנסות בגין הפרשי ש"ח ושחיקות בסך כ- 49 מ' ש.

סך ההשקעות במערכת ההולכה בשנת 2013 הסתכמו בכ- 373 מ' ש, קיטון בשיעור של כ- 32% ביחס לתקציב, שהושקעו, בין היתר, בהקמת מתקני PRMS וחיבורי צנרת ללקוחות (כ- 119 מ' ש), בתכנון והקמת המצוף הימי (כ- 99 מ' ש) ורכש צנרת ואביזרים עבור פרויקטים עתידיים (כ- 151 מ' ש). עיקר הקיטון ביחס לתקציב נבע מסך ההשקעות בפרויקטים חדשים, שהסתכמו בכ- 133 מ' ש לעומת 237 מ' ש בתקציב, הנובע מאי-ביצוע ודחייה בלוחות הזמנים בהקמת פרויקטים חדשים כתוצאה מאי-קבלת היתרים סטטוטוריים במועד שצפתה החברה. במהלך חודש יוני 2013 החלה החברה בעבודות ההקמה של מקטע ירושלים מערב אשר צפויות להימשך כשנה. בחודש ספטמבר 2013 החלה החברה בעבודות ההקמה של מקטע דוברת-ציפורית אשר צפויות להימשך כשנה. בחודש אוקטובר 2013 החלה החברה בעבודות ההקמה של מקטע אשדוד-שורק אשר צפויות להימשך כ-16 חודשים.

<sup>9</sup> במסגרת דוח מעקב מחודש נובמבר 2013 פורטו כלל ההתפתחויות העיקריות בקשר עם פעילות החברה במהלך שנת 2013.

<sup>10</sup> סך הכנסות החברה הסתכמו בכ- 400 מ' ש (כ- 33 מ' ש מדמי חיבור).

<sup>11</sup> עקב צריכה מוגברת של חח"י בחודשי הקיץ, מעבר לקיבולת אותה הזמינה, חויבה חח"י בתשלום נוסף בהתאם להנחיות רשות הגז הטבעי.

<sup>12</sup> סך התקבולים הנוספים מחח"י שהתקבלו בשנת 2013 הסתכמו בכ- 21 מ' ש.

<sup>13</sup> תחזוקת המצוף הימי נעשת בעיקר ע"י עובדיה הקיימים של נתג'ז.

## 2.2 תיקון שטר נאמנות עבור סדרות אג"ח א' ו-ג'

בתחילת חודש דצמבר 2013, זימנה החברה אסיפת מחזיקים עבור תיקון שטרי נאמנות בקשר עם סדרות אג"ח א' ו-ג'. החברה ביקשה לבצע תיקון בהגדרת "תזרים המזומנים לשירות חוב" בשטרי הנאמנות של סדרות אלו, כך שתזרים המזומנים אשר ישמש לחישוב יחס כיסוי חוב יחס כיסוי מאוחד יכלול את המזומנים מפעילות שוטפת, בניכוי השקעות בפועל של החברה בתקופה הרלוונטית, בתוספת יתרת המזומנים אשר גויסה בתקופה הרלוונטית (להלן: "יתרת המזומנים להשקעות"), וזאת בהתאם לתיקון שטרי הנאמנות לפיו, יתרות גיוסי החוב של החברה שטרם נוצלו, יופקדו בחשבון ייעודי הנתון לבקרת הנאמן של סדרות אג"ח א' ו-ג', כך שמשרכת כספים מחשבון זה ישמשו עבור השקעות מאושרות בלבד. יתרת המזומנים להשקעות שתיוותר בחשבון הייעודי לא תיכלל במסגרת חישוב יחס כיסוי חוב יחס כיסוי מאוחד בתקופה הרלוונטית, ותשמש בסיס לחישוב במזומנים ששימשו להשקעות בתקופה העוקבת. ביום 30/12/2013 נכנסו לתוקף תיקוני שטרות נאמנות עבור סדרות אג"ח א' ו-ג' של החברה.

## 2.3 שינוי בבעלי תפקידים בחברה

במהלך חודש דצמבר 2013 סמנכ"ל הכספים ומנהל מחלקת מימון וכלכלה של החברה סיימו את תפקידם. במהלך חודש ינואר 2014 מונה מר דניאל סובל לתפקיד סמנכ"ל הכספים של החברה. למר דניאל סובל ניסיון של כ- 20 שנים בתפקידים בכירים בחברות שונות בארץ ובעולם, כיהן ב- 4 חברות שונות כסמנכ"ל כספים, בעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות והינו רו"ח.

## 3. ניתוח כמותי

### 3.1 ניתוח נתונים כספיים

#### יחסים פיננסיים עיקריים:

2011	2012	2013	2013P <sup>14</sup>	
2.67	2.38	3.13	3.13	יחס FFO לריבית <sup>15</sup>
82.1%	66.1%	66.1%	79.1%	יחס חוב נטו ל- RAV <sup>16</sup>
7.3%	8.2%	12.6%	10.5%	יחס FFO לחוב נטו
1.03	0.33	0.84	0.84	יחס RCF ל- CAPEX

כפי שניתן לראות בטבלה לעיל, מרבית יחסי הכיסוי שנבחנו מציגים שיפור ניכר, בין היתר, כתוצאה מגידול משמעותי בתזרים המזומנים הפרמננטי של החברה (FFO). ה- FFO של החברה בשנת 2013 הסתכם בכ- 319.9 מ' ש, גידול בשיעור של כ- 61.1% ביחס לשנת 2012 אשר נובע, בעיקר, מגידול בהכנסות מהזרמת גז טבעי כתוצאה מהפעלת מאגר תמר והמצוץ הימי, לרבות חיבור צרכנים חדשים למערכת ההולכה אשר הוביל לגידול בתשלומי רכיב הקיבולת. עם זאת, כשבוחנים את היחסים הפיננסיים המובאים בטבלה לעיל, ניתן לראות כי היחסים הפיננסיים לשנת 2013 נותרים חלשים יחסית. הסיבה העיקרית לכך נובעת מרמת המינוף הגבוהה יחסית של החברה, כתוצאה מהמשך צמיחה מואצת המתאפיינת בגיוס חוב המשמש לביצוע השקעות בהיקפים מהותיים.

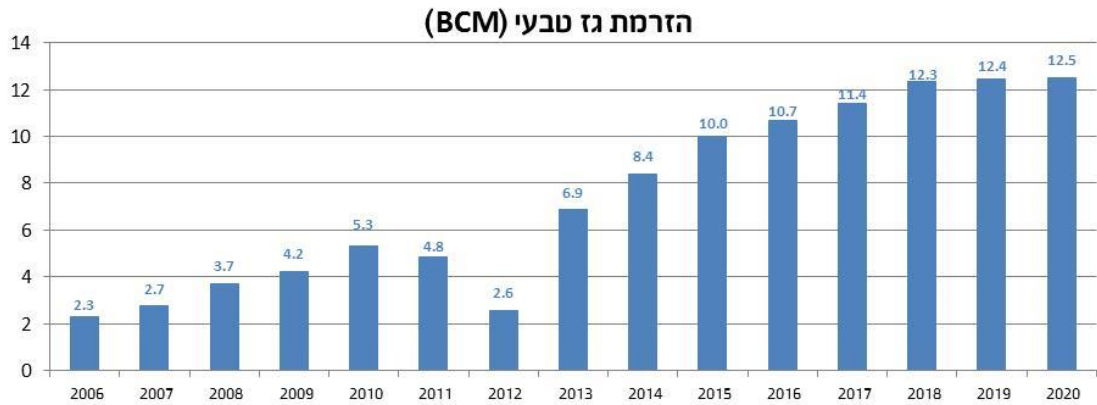
<sup>14</sup> הפרופורמה כוללת את גיוס החוב נשואת פעולת דירוג זו בסך כ- 500 מ' ש ע.ג..

<sup>15</sup> הריבית איננה כוללת את הוצאות הריבית בגין גיוס החוב נשואת פעולת דירוג זו.

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

יש לציין כי נזילות החברה הינה טובה יחסית- יתרת המזומנים ושווי מזומנים, לרבות ני"ע שלא מיועדים (להלן: "יתרות נזילות") נכון ליום 31/12/2013 הסתכמו בכ- 359.1 מ' ש, המהווים יתרות מזומנים גבוהות יחסית לתוכנית ההשקעות של החברה בטווח הקצר (תחזית השקעות החברה לשנת 2014 הינה כ- 628 מ' ש).

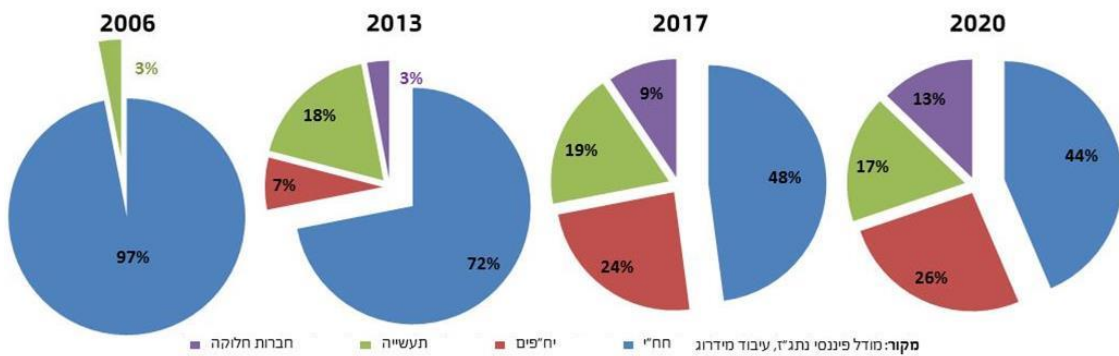
**3.2 ניתוח היקפי הזרמת הגז הטבעי**



מקור: מודל פיננסי נתג'ז, עיבוד מידרוג  
הנתונים לשנים 2014-2020, נלקחו מתחזית החברה

הזרמת הגז הטבעי גדלה משמעותית בשנת 2013 והסתכמה בכ- BCM 6.9, לעומת BCM 2.6 בשנת 2012- גידול של כ- 165%. יש לציין כי, שיעור הגידול הגבוה בהיקף ההזרמה בשנת 2013 נובע משתי סיבות עיקריות: (1) בחודש פברואר 2011 הופסקה אספקת הגז ממצרים ובמהלך שנת 2012 הידלדל משמעותית מאגר ים תטיס, כך שלא נותרו מקורות גז טבעי המסוגלים להעניק מענה ראוי לביקוש הגז הטבעי המאסיבי במשק. לאור האמור לעיל, חל קיטון משמעותי בהזרמת הגז הטבעי, בשיעור של כ- 60% ביחס לשנת 2011; (2) ביום 28/01/2013 החלה הפעלת המצוף הימי וביום 31/03/2013 החלה הפעלה מסחרית ממאגר תמר. בהתאם לתחזית החברה, היקף הזרמת הגז הטבעי בשנת 2014 יסתכם בכ- 8.4 BCM אשר מהווה גידול של כ- 22% ביחס לשנת 2013. כמו כן, מעריכה החברה שהיקף הזרמת הגז הטבעי ימשיך לגדול באופן ניכר בשנים 2015-2018 ויגיע לכ- BCM 12.3 בסוף התקופה האמורה, גידול שנתי ממוצע של כ- 10%, ולאחר מכן יתמתן וימשיך בגידול שנתי מינורי אשר יוביל להיקף הזרמה של כ- BCM 13.0 בשנת 2033.

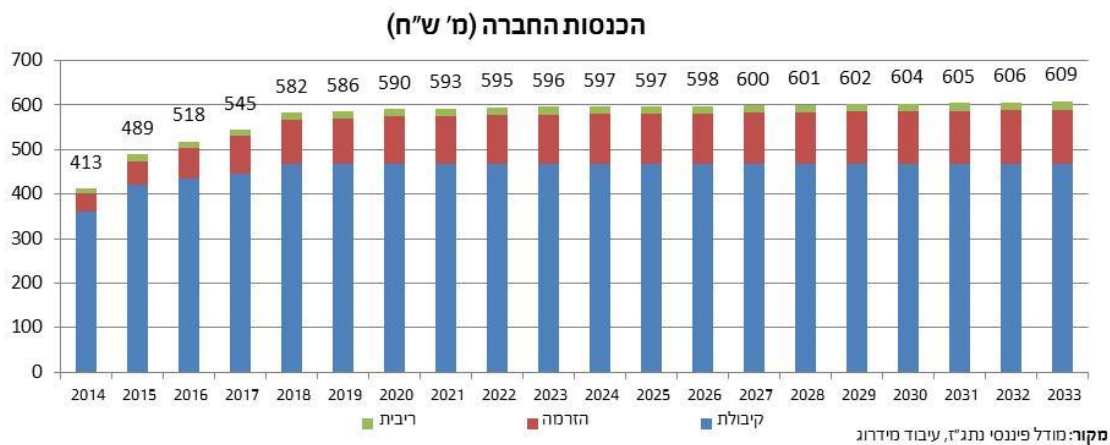
**התפלגות צריכת הגז הטבעי**



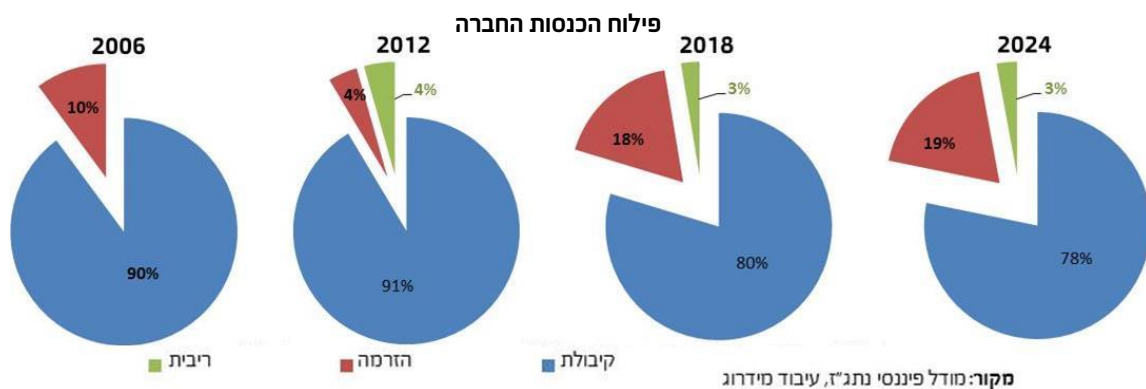
כפי שניתן לראות לעיל, בשנת 2006 צרכה ח"י כ- 97% מסך הגז הטבעי שהוזרם במערכת ההולכה הארצית. החל משנת 2008 התחילו בענף התעשייה לבצע הסבות מסיבית לגז טבעי, אשר הובילו בשנת 2013 לצריכה ענפית של כ- 18% (כ- BCM 1.3) בשנת 2013 חודש יולי החלה ההפעלה המסחרית של תחנת הכוח OPC רותם, וכתוצאה מכך היקף הצריכה של היח"פים הגיע לכ- BCM 0.5. כמו כן, בשנה זו הגיעה ח"י לצריכת שיא אשר

הסתכמה בכ- BCM 5.5. בהתאם למודל הפיננסי של החברה, הצריכה של חח" תשמר בהיקף דומה לשנת 2013 (כ- BCM 5.5) לאורך כל שנות רישיון החברה שנותרו (עד שנת 2034). בנוסף, צופה החברה כי בשנת 2017 חברות החלוקה תצרוכנה BCM 1.1 לערך, ובשנת 2020 הן צפויות להגיע לכ- BCM 1.6. בד בבד, כניסתם של יחפ"ים נוספים, כגון: דוראד, דליה רמת נגב, אשדוד אנרגיה, רמת גבריאל ואלון תבור תוביל לעליה בצריכת הגז הטבעי, ובשנת 2017 תסתכם צריכתם בכ- BCM 2.7, ובשנת 2020 בכ- BCM 3.3.

### 3.3 תחזית הכנסות החברה



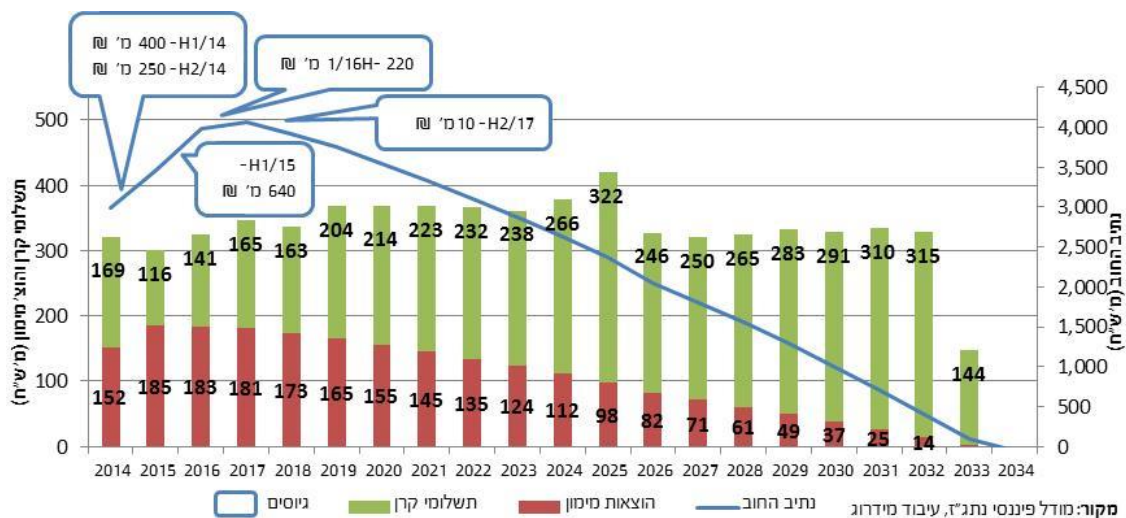
כפי שצוין לעיל, הכנסות החברה בשנת 2013 הסתכמו בכ- 400 מ' ש, גידול בשיעור של כ- 44.4% ביחס לשנת 2012. הגידול בהכנסות החברה נובע בעיקר משתי סיבות: (1) גידול בהכנסות מקיבולת אשר נובע, בעיקר, מעדכון תעריף ההולכה מיום 01/01/2013 בשיעור של כ- 15%, אשר הוביל לגידול של כ- 35 מ' ש, וחיבור תחנות כוח אנפ.סי רותם בע"מ ודוראד אנרגיה בע"מ, אשר הוביל לגידול של כ- 30 מ' ש; (2) גידול בהיקף של כ- 21 מ' ש בהכנסות מהזרמת גז טבעי בשנת 2013, ביחס לשנת 2012, כתוצאה מהפעלת המצוף הימי והזרמת הגז הטבעי ממאגר תמר. החברה מעריכה כי הכנסותיה בין השנים 2014-2018 יגדלו בכ- 169 מ' ש, גידול שנתי ממוצע של כ- 7%, ולאחר מכן תתייצב ההכנסה השנתית על כ- 600 מ' ש. יש לציין כי תחזית החברה לוקחת בחשבון רק כ- 90% מסך ההכנסות מרכיב הקיבולת מלקוחותיה, למעט הכנסה של 100% מחח"י.



בהתאם להחלטת מועצת הגז משנת 2005, 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>17</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 1:9 (להלן: "יחס הכנסות"), דהיינו, 90% מהכנסות נתגז מהולכה ינבעו מרכיב הקיבולת. כפי שניתן לראות לעיל, יחס ההכנסות שנקבע ע"י מועצת הגז הטבעי נשמר בין השנים 2006-2013, אולם על פי הערכות החברה, החל משנת 2014 מתחיל רכיב הקיבולת להצטמצם ביחס לרכיב ההזרמה. בהתאם למודל הפיננסי, בשנת 2018 רכיב הקיבולת צפוי להוות רק כ- 80% מסך הכנסות החברה, והחל משנת 2024 ועד שנת 2033 צפוי רכיב הקיבולת להוות 78% לערך מסך הכנסות החברה. יש לציין כי לדברי הפקידות הבכירה ברשות הגז הטבעי, יחס ההכנסות יכול להשתנות, אולם זאת במידה והרשות תיתן מענה רגולטורי מלא ומיידי למצבים בהם עלולה החברה להיחשף לסיכוני הכנסות. כלומר, יצירת מנגנון תעריפי המאפשר מעבר מיידי, בהיתן אירועים שונים, כגון: אי-אספקת גז ממאגר תמר, לתעריף מעודכן המגלם יחס של 1:9.

**3.4. נתיב החוב**

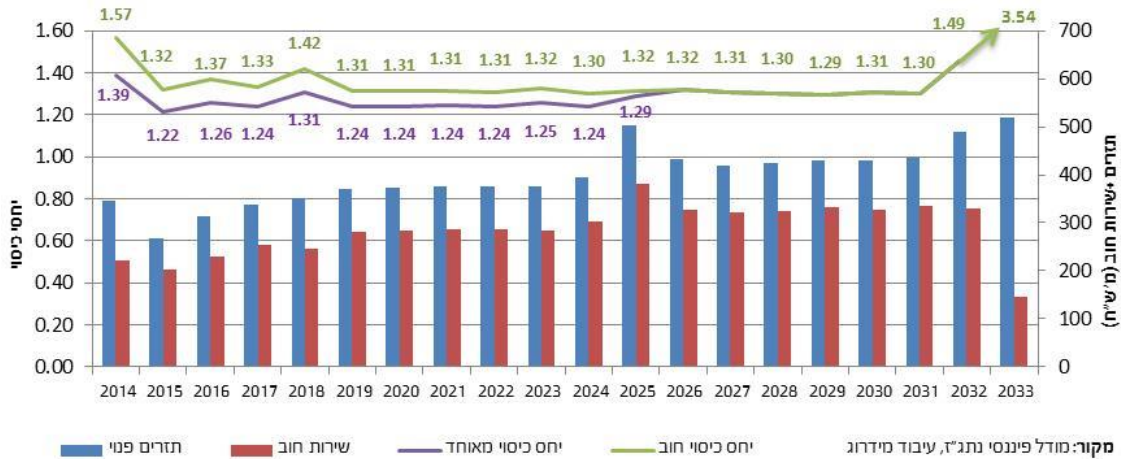


בהתאם לתכנית ההשקעות הרב שנתית של החברה, בשנים 2014-2016 יסתכמו ההשקעות בכ- 1,450 מ' ש, בשנת 2014 כ- 628 מ' ש, בשנת 2015 כ- 672 מ' ש ובשנת 2016 כ- 150 מ' ש. בהתאם למודל הפיננסי של החברה, צרכי המימון שלה בשנים אלו עומדים על כ- 1.5 מיליארד ש. החברה פרסה את גיוסי החוב בהתאם ללוחות הזמנים הצפויים של הפרויקטים, כך שבמהלך שנת 2014 צפויה לגייס החברה כ- 650 מ' ש, בשנת 2015 כ- 640 מ' ש, ובשנת 2016 כ- 220 מ' ש. נכון ליום 31/12/2013, סך החוב הפיננסי של החברה עומד על כ- 2.9 מיליארד ש, והוא צפוי להגיע לאחר גיוסי החוב שצוינו לעיל לכ- 4.0 מיליארד ש בסוף שנת 2016. החל משנת 2017, מתחילה החברה לצמצם את היקף החוב הפיננסי שלה בכ- 240 מ' ש בשנה, ולסיים את פירעון החוב בשנת 2033, כלומר כשנה טרם פקיעת רישיון ההולכה.

<sup>17</sup> קיבולת מגלמת את הצריכה השעתית המקסימאלית של הצרכן.



### 3.5 יחסי הכיסוי וקרנות הביטחון



החברה מנהלת מודל פיננסי, אשר מגלם את פעילותה השוטפת והעתידי. המודל הפיננסי מכיל את תחזית הביקושים במשק, תחזית ההכנסות (רכיב הקיבולת / הזרמה והכנסות מריבית), אומדני עלויות השקעה, עלויות תפעול, הוצאות מימון ואומדנים נוספים. בהתאם לתוצאות פעילות החברה יחס הכיסוי עבור דצמבר 2013 הינו 2.05 ואילו יחס הכיסוי המאוחד הינו 1.75<sup>18</sup>. יחסים אלו נמצאים מעבר ליחסי הכיסוי, עליהם התחייבה מועצת הגז הטבעי (1.30 ו- 1.15, בהתאמה<sup>19</sup>).

בהתאם למודל הפיננסי, יחס הכיסוי הממוצע בשנים 2014-2033 הינו 1.34 והמינימאלי הינו 1.29 בשנת 2029, יחס הכיסוי המאוחד<sup>20</sup> הממוצע הינו 1.29<sup>21</sup> והמינימאלי הינו 1.22 בשנת 2015. לדברי הפקידות הבכירה ברשות הגז הטבעי, התחייבות רשות הגז הטבעי לכיסוי כלל עלויות נתגז, לרבות הקמת מערכת ההולכה, תפעולה, עלויות מימונה ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי מאוחד של 1.15 ו- 1.30, בהתאמה, עומדת בעינה.

#### להלן פירוט הסכומים המופיעים בכריות הביטחון נכון ל- 31/12/2013:

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- 95 מ'ש (בגין אג"ח א' ו- ג), מלאה כנדרש.
2. 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; יתרת הקרן הינה כ- 29 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- 48 מ'ש, מלאה כנדרש.

<sup>18</sup> בהתאם לשטרי הנאמנות, על החברה לדווח לנאמן כי לא קיימת הפרה מצידה של התחייבויותיה, מדי 31 בדצמבר בכל שנה.  
<sup>19</sup> יצוין כי יחס כיסוי המהווה חדלות פירעון הינו יחס כיסוי ADSCR של 1.1, ויחס כיסוי LLCR של 1.15.  
<sup>20</sup> החוב של חח"י נפרע במלואו בשנת 2025.  
<sup>21</sup> רשות הגז מכירה את הנ"ל, ולדבריה היא תיתן מענה נקודתי במידת הצורך.

4. קרבן השקעה בחידוש ציוד - קרבן 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 הקרבן; יתרת הקרבן הינה כ-15 מ'ש, מלאה כנדרש.

#### 4. פרופיל החברה

חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז" 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. על החברה חלות הוראות חוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975 והוראות חוק החברות, התשנ"ט-1999, לרבות התקנות שהותקנו לפיו וחוקים נוספים. 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, הנקבעת ע"י רשות הגז הטבעי (להלן: "רשות הגז הטבעי" או "הרשות"), הפועלת כאורגן במשרד התשתיות. מועצת הגז הטבעי (להלן "מועצת הגז הטבעי") מונה חמישה חברים<sup>22</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 הטבעי, 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.

החברה מתפעלת מערכת הולכת גז טבעי בלחץ גבוה, בחלוקה לארבעה מקטעים פעילים: ימי, מרכזי, דרומי וצפוני. החברה נמצאת במהלכה של תכנית פיתוח מקיפה למשק הגז הטבעי בישראל לשנים הקרובות, הנקבעת ע"י רשות הגז הטבעי. צרכני החברה כוללים 4 קבוצות עיקריות: חברת החשמל לישראל (להלן: "חח"י"), יח"פים, מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות.

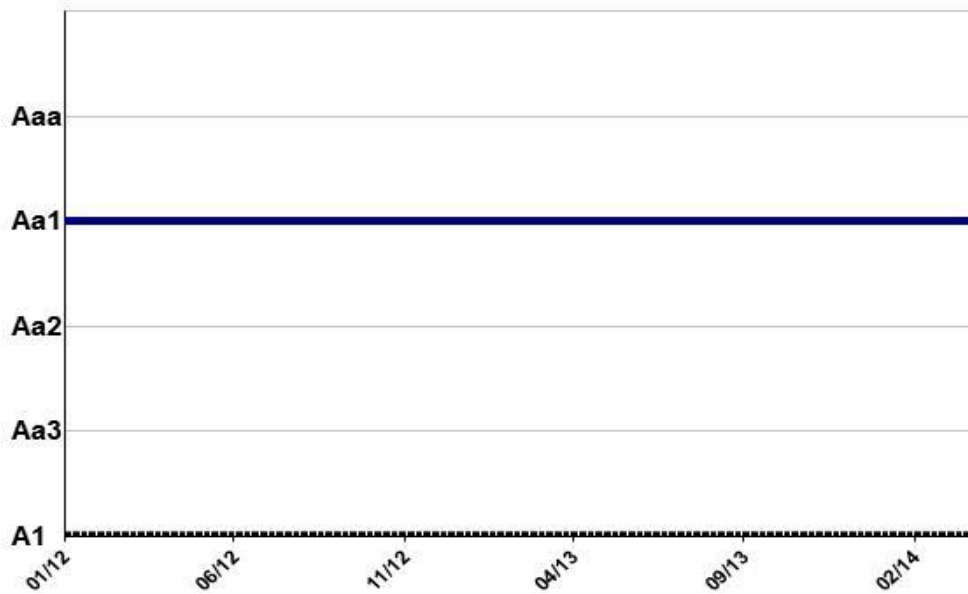
<sup>22</sup> חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג משרד האוצר, נציג משרד התשתיות ושני נציגי חיבור, הממונים, האחד ע"י משרד האוצר והשני ע"י משרד התשתיות.

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- המשך הספקה סדירה של גז טבעי למשק הישראלי באופן שיביא לגידול משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וביחסי כיסוי
- 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 ויחס כיסוי חוב מאוחד
- ירידה מהותית בשיעור ההכנסות מרכיב קיבולת, 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 טבעי העלול לגרור עיכוב או אי-תשלום רכיב הקיבולת



7. מידע מקצועי רלוונטי

תאריך פרסום דוח אחרון: נובמבר 2013

[דוח דירוג ראשוני: נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - נובמבר 2013](#)

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

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

מתודולוגית [דירוג מפיק הקשור למדינה \(Government Related Issuer\)](#) - אוקטובר 2013

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוטה 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, וככאלה עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הינן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שאלה 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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 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 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 בייעוץ 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.