



# נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

דוח מעקב | נובמבר 2013

1

## 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'

מידרוג מותירה את דירוג אג"ח סדרות א' ו-ג', Aa1 באופק יציב, על כנו<sup>1</sup>.  
 במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון מידת תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות"). מידרוג מעריכה את התמיכה כגבוהה מאוד, וזאת בשונה ממועד המעקב הקודם, בו הערכת התמיכה הייתה גבוהה, ואת התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאוד.

הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 21/11/2013.

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

שנות פירעון	יתרת התחייבויות בספרים במי ש' (30/06/2013)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	סדרת אג"ח
2012-2026	<sup>2</sup> 1,290	מדד המחירים לצרכן	5.6%	02/01/2007	סדרה א'
2016-2031	<sup>3</sup> 864		4.8%	29/12/2011	סדרה ג'

תמצית נתונים כספיים, בא' ש'<sup>4</sup>:

2010	2011	2012	1H2012	1H2013	נתוני רו"ח ו- FFO
238,702	256,539	276,662	135,593	182,336	סך הכנסות
224,873	237,980	248,056	122,395	167,196	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
13,829	18,559	28,606	13,198	15,140	הכנסות מדמי חיבור
(178,814)	(120,594)	(120,351)	(78,890)	(64,779)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
(80,293)	(69,982)	(51,438)	(41,420)	(7,945)	רווח נקי (הפסד)
176,859	179,380	199,646	96,208	141,372	EBITDA
169,737	186,395	201,104	101,184	142,434	FFO
31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/06/12	30/06/13	נתוני מאזן
3,033,622	3,106,187	3,633,679	3,314,041	3,709,662	רישיון והקמת מתקני PRMS
3,669,326	4,251,258	4,591,536	4,167,510	4,515,937	סך מאזן
27,230	269,444	644,952	548,630	454,051	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
263,962	271,031	255,030	264,420	270,733	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שיועדו
2,289,059	2,828,096	3,052,610	2,760,722	3,027,210	חוב פיננסי ברוטו
2,261,869	2,558,652	2,407,658	2,212,092	2,573,159	חוב פיננסי נטו**
700,893	650,911	619,473	629,491	611,528	הון עצמי

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

<sup>1</sup> סך הגיוס של אג"ח א' במועד הגיוס הסתכם בכ- 1.1 מיליארד ש"ח (ע.ג.); סך הגיוס של אג"ח ג' במועדי הגיוס השונים הסתכם בכ- 846 מ' ש"ח (ע.ג.).

<sup>2</sup> סדרה זו הורחבה במספר מועדים, כאשר האחרון בהם הינו 28/12/2010.

<sup>3</sup> החברה ביצעה הרחבה לסדרה זו בסך כ- 400 מ' ש"ח במהלך חודש דצמבר 2012.

<sup>4</sup> בשנת 2012 החברה ביצעה ניסוח מחדש (Restatement) של הדוחות הכספיים כך שהצגתם מחדש הינה בהתאם לכללי ה-IFRS.

בדירוג נתגז מיושמת מתודולוגיית Moody's לדירוג חברות הולכת חשמל וגז, הפועלות תחת רגולציה (Regulated Electric and Gas Networks)<sup>5</sup> עבור קביעת דירוג ה-BCA<sup>6</sup>. כמו כן, מיישמת מידרוג את מתודולוגיית דירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer, להלן: "GRI"<sup>7</sup>), 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 והצפייה 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.

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 הטבעי בישראל, הכוללות, בין היתר, את ההפעלה המסחרית של מאגר תמר החל מחודש אפריל 2013, ועל-פי התבטאויות הפקידות הבכירה, חשיבות פיתוח משק הגז הטבעי 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-9 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות, שקיפות ועדכון תעריף ההולכה, בהתאם לצורך ובמועד.

במהלך חודש אוקטובר 2012 עודכן רישיון ההולכה של החברה, כך שסך ההשקעות המוכרות של החברה מסתכמות בכ-4.8 מיליארד ש"ח (לעומת כ-3.7 מיליארד ש"ח טרם העדכון) בעוד מועצת הגז הטבעי פרסמה מסמך שימוע בנוגע לעדכון תעריף ההולכה החל מיום 01/01/2015 (להלן: "שימוע"), בנוגע לעדכון תעריף ההולכה החל משנת 2015, אך טרם קיבלה החלטה סופית בנושא. יש לציין כי, 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<sup>8</sup> ויחס כיסוי חוב מאוחד<sup>9</sup> של 1.30 ו-1.15, בהתאמה, עומדת בעינה.

בהתאם להחלטת מועצת הגז הטבעי, תעריף ההולכה מורכב מרכיב קיבולת ורכיב הזרמה, ביחס 9:1 (דהיינו, כ-90% מהכנסות נתגז הינן 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 לנתגז יציבות ורמת ודאות גבוהות באשר לתזרים המזומנים.

נתגז מתאפיינת בעמידה עקבית ביעדי התקציב (שעיקריהם - עלויות הפיתוח וההקמה), על אף היקפם ומורכבותם, אשר ימשיכו להיות משמעותיים ביותר. יש לציין כי, החברה השלימה את הקמת המצוף הימי, פרויקט מורכב בלב ים, במהלך חודש ינואר 2013, במועד ובעלויות נמוכות מהתקציב. חשיפותיה בהיבטי בצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות, ממותנות משמעותית, בעיקר באמצעות: מנגנון קביעת תעריף הולכה, לרבות שימוש ברכיב בצ"מ בקביעת התקציב,

<sup>5</sup> רצ"ב קישור למתודולוגיה באנגלית בסוף מסמך זה.

<sup>6</sup> Baseline Credit Assessment.

<sup>7</sup> מצ"ב קישור למתודולוגיה הנ"ל בסוף מסמך זה.

<sup>8</sup> יחס הכיסוי הינו המזומנים הפנויים לשירות חוב (לרבות מזומנים שטרם שימשו לפעילות השקעה), בניכוי התשלומים לחח"י, בגין הקמת המקטע הימי, חלקי שירות כלל חובות החברה (קרן וריבית), ללא שירות החוב בגין הלוואת חח"י.

<sup>9</sup> 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"י).

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 הטבעי. מינוף החברה, כפועל יוצא מתכניות ההשקעה הנרחבות, משקף יחסים פיננסיים חלשים יחסית. 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. יש לציין כי תשלומי החוב בשנים 2012-2013 בוצעו כסדרן.

במסגרת יישום מתודולוגיית ה-GRI על חברת נתג"ז, מידרוג מעריכה את הסבירות לתמיכה מיוחדת כגבוהה מאד, וזאת בשונה ממועד המעקב הקודם, בו הסבירות לתמיכה מיוחדת הוערכה כגבוהה, והתלות בין החברה למדינה מוערכת כגבוהה מאד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכונים אשראי דומים של החברה ושל המדינה, בחשיפה למשברים גיאופוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זרים, המהווים את כלל המשק הישראלי, בבעלות מלאה של המדינה (כ-100%), ובהשפעת התנהלות משק הגז הטבעי על סיכון האשראי של חח"י<sup>10</sup>. תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת, בראש ובראשונה, בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצרת הפקידות הבכירה בדבר תמיכה בחברה, במידת הצורך, ובחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה. להלן פירוט הסיבות, אשר הובילו לשיפור בהערכת התמיכה כגבוהה מאד:

1. התחייבות המדינה, במסגרת החלטת מועצת הגז הטבעי, לקבוע תעריף המשמר יחס כיסוי חוב של 1.3 יחס כיסוי מאוחד של 1.15 ויישומה בפועל. רשות הגז הטבעי מעדכנת את תעריף ההולכה, מעת לעת, לשם הבטחת העמידה ביחסי הכיסוי הנ"ל. העדכון האחרון חל בינואר 2013 ומועד העדכון הבא, כפי שנקבע מראש בהחלטת המועצה, צפוי לחול בינואר 2014. בנוסף, מועצת הגז הטבעי פרסמה שימוע בחודש מאי 2013 בגין עדכון תעריף ההולכה החל משנת 2015, כתוצאה מעדכון היקף ההשקעות המוכרות של החברה ברישיונה.
2. מחויבות המדינה באה לידי ביטוי, בין היתר, בגיבוי ללא סייג מצד הרגולטור, להמשיך ולגבות את רכיב הקיבולת מלקוחות נתג"ז, חרף בעיות הספקת גז טבעי למשק במהלך השנים 2011-2012, ועל אף בקשות לקוחות מסוימים שלא לשלם בתקופה זו. יצוין כי, מקורן של כ-96% מהכנסות נתג"ז במהלך שנת 2012 היו רכיב הקיבולת.
3. יצוין כי, בשיחות עם הרגולטור נמסר כי בהינתן מצב, בו ביצוע השקעות יוביל לשחיקה ביחסי הכיסוי עליהם התחייבה מועצת הגז הטבעי, כאמור לעיל, תוכנית ההשקעות של החברה תיפרס על פני זמן, כך שיחסי הכיסוי יישמרו. זאת, בין היתר, באמצעות הארכת תקופת הרישיון של נתג"ז.
4. המדינה ממשיכה לתמוך ולהרחיב את תכנית ההשקעות של נתג"ז, בין היתר, בהיבטי יתירות בראייה לטווח-ארוך, דבר המשקף את חשיבות מערכת ההולכה עבור המדינה והתלות המשקית במערכת זו.
5. תחילת הזרמת הגז הטבעי ממאגר תמר בחודש אפריל 2013 והשפעת משאב זה על כלכלת ישראל ועל משק החשמל, בפרט. בהתאם לפרסום תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל מחודש מרץ 2013, צמיחת התמ"ג ב-2013 צפויה לעמוד על כ-3.8%, מתוכה כ-1% מקורו בתחילת הזרמת הגז למשק הישראלי. בהתאם לתחזיות, תרומתו של הגז הטבעי לצמיחת התמ"ג בשנת 2014 תהא כ-0.7%. להערכת בנק ישראל, הפקת הגז צפויה להתבטא, בין היתר, בהאטה משמעותית בצמיחת היבוא בשל הירידה ביבוא דלקים.

<sup>10</sup> על הקשר בין חח"י לבין המדינה, ראה גם דוח מעקב ופעולת דירוג חח"י - נובמבר 2012 ([קישור למסמך](#)).

2.1. המשך תכנית ההשקעות

במהלך חודש אוקטובר 2012, בכפוף לאישור שר האנרגיה והמים ושר האוצר, עודכן רישיון החברה כך שסך ההשקעות המוכרות של החברה עודכנו לכ- 4.8 מיליארד ₪, ביחס לתוכנית ההשקעות שאושרה ביום 12/12/2011 בסך כ- 3.7 מיליארד ₪. להלן טבלה המפרטת את סך ההשקעות העתידיות הנוספות שהוכרו לחברה:

השקעות	עלות במיליוני ₪
קו מזרחי נתב"ג - חגית	652.1
הכפלת קו אשדוד - שורק	158.3
קו כפר ברוך- בית גבריאלי	66.1
קו אשדוד - פלמחים	77.6
קו דוברת - בית קשת	68.0
קו בית קשת - ציפורית	56.6
הכרה בעלויות PRMS לחלוקה	48.0
הכרה בעלויות Rock Dumping	37.2
עדכוני עלויות אחרים	19.1
<b>סה"כ השקעות עתידיות מוכרות ועדכוני</b>	<b>1,183.0</b>

במהלך חודש ינואר 2013, החלה הזרמת גז טבעי לחח"י באמצעות המצופ הימי (BUOY, לפירוט ראה תת-פרק 2.2)<sup>11</sup>. נכון למועד הדוח, החברה מצויה בשלבי ההקמה של קו ההולכה בין יסודות למסילת ציון (קו ירושלים) והקווים הצפוניים הכוללים את קו דוברת-בית קשת, וקו בית קשת-ציפורית. בהתאם לתחזית החברה לשנת 2014, סך ההשקעות המתוכננות (CAPEX) לשנה זו יסתכמו בכ- 650 מ' ₪ ויכללו, בין היתר, את הקמתם של 21 מתקני PRMS והמשך הקמת קו ירושלים והקווים הצפוניים, הקו למפעל פניציה, קו נילית, הקו לפלמחים ותחילת הקמת הקו המזרחי<sup>12</sup>.

2.2. השלמת הקמת המצופ הימי (BUOY)

ביום 03/02/2011 הטיל שר האנרגיה והמים על החברה להקים מצופ ימי לקליטת גז מאוניות LNG<sup>13</sup> מגזזות (BUOY). ביום 14/06/2011 הוכרה הקמת המצופ הימי במסגרת רישיון החברה, כאשר מועד סיום ההקמה עודכן לחודש דצמבר 2012. הקמת המצופ הימי החלה במהלך חודש יולי 2012 ובמהלך חודש ינואר 2013 החלה הזרמת הגז הטבעי באמצעותו לחח"י. הקמת המצופ הימי הסתכמה בעלות כוללת של כ- 492.7 מ' ₪ לעומת עלות תקציבית מוערכת בסך כ- 530 מ' ₪ (חיסכון בשיעור של כ- 7% לעומת התקציב). בנוסף, עלויות תפעול ותחזוקה בפועל של המצופ הימי הינן כ- 5 מ' ₪ בשנה, לעומת כ- 15 מ' ₪ שנלקחו בחשבון במסגרת תקציב החברה<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> המצופ הימי ממוקם בלב ים, אליו מתחברת אוניה מגזזת, המשמשת לשינוי מצב הצבירה של גז טבעי מנוזל לגז, ודרכו מועבר הגז הטבעי ליבשה.

<sup>12</sup> הקו המזרחי הינו קו מקביל לקו ההולכה הימי אשר מטרתו להביא ליתירות במערכת ואמינות באספקה. נכון למועד הדוח, החברה מצויה בתהליכי אישור תמ"א סופית לקו זה.

<sup>13</sup> Liquid Natural Gas.

<sup>14</sup> עדכונים אלו נלקחו בחשבון במסגרת פרסום השימוע לתעריף ההולכה של החברה החל משנת 2015 (לפירוט ראה תת-פרק 2.4).

### 2.3 הפקה מסחרית ממאגר תמר

ביום 01/04/2013 החל שלב הרצת מערכות ההפקה והאספקה של גז טבעי ממאגר תמר. ביום 30/06/2013 הסתיימה תקופת הרצת מערכות ההפקה והאספקה בהצלחה. החל ממועד זה, החלה ההפקה המסחרית ממאגר תמר והזרמת גז טבעי למערכת ההולכה. הזרמת הגז הטבעי במהלך המחצית הראשונה לשנת 2013 הסתכמה בכ- BCM 2.76 לעומת 1.1 BCM בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר שיעור ההזרמה לתחנות חח" במחצית הראשונה לשנת 2013 עמד על כ- 77.9% והסתכם בכ- BCM 2.16, לעומת BCM 0.79 בתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי, נכון למועד הדוח, הזרמת הגז הטבעי במערכת ההולכה נובעת הן ממאגר תמר והן באמצעות גז טבעי נוזלי המוזרם באמצעות המצוף הימי, כאשר שיעור הגז הטבעי שהוזרם למערכת ההולכה באמצעות המצוף הימי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013 מהווה כ- 13.5% מסך הגז הטבעי שזרם במערכת ההולכה בתקופה זו.

### 2.4 שימוע בנוגע לעדכון תעריף ההולכה החל משנת 2015

ביום 01/05/2013 פרסמה רשות הגז הטבעי שימוע בנוגע לעדכון תעריף ההולכה החל מיום 01/01/2015, וזאת בהמשך לעדכון תוכנית ההשקעות המוכרת של החברה במסגרת רישיונה (לפירוט ראה תת-פרק 2.1). להלן טבלה המציגה את עדכוני תעריף ההולכה שנקבעו ע"י מועצת הגז הטבעי החל משנת 2013<sup>15</sup>, לרבות עדכון תעריף ההולכה שהוצע במסגרת השימוע:

תקופת החלה	רכיב קיבולת (ש"מ' MMBTU)	רכיב הזרמה (ש"מ' MMBTU)
01/01/2013	0.7053	0.1188
01/01/2014	0.7423	0.1233
01/01/2015	0.7727	0.1284

פרסום השימוע בגין עדכון תעריף ההולכה החל מיום 01/01/2015 נבע ממספר מרכיבים מרכזיים, בין היתר, על רקע עדכון סך ההשקעה המוכרת של החברה לכ- 4.8 מיליארד ש"מ לעומת כ- 3.7 מיליארד ש"מ, כפי שנקבע בהחלטת מועצת הגז הטבעי מיום 12/12/2011, עדכון היקפי הביקושים המקסימאלי לצורכי חישוב תעריף ההולכה, עדכון עלויות ההקמה ותפעול ותחזוקה של המצוף הימי (קיטון בעלויות בפועל לעומת העלויות שנלקחו בחשבון במסגרת תקציב החברה) ושמירה על יחסי כיסוי וכריות ביטחון, בהתאם להתחייבויות החברה אל מול המממנים. נכון למועד הדוח, טרם התקבלה החלטת מועצת הגז הטבעי בגין עדכון תעריף ההולכה שפורסם במסגרת השימוע. עם זאת, לדברי הפקידות הבכירה ברשות הגז הטבעי, התחייבות רשות הגז הטבעי לכיסוי כלל עלויות נתג"ז, לרבות הקמת מערכת ההולכה, תפעולה, עלויות מימונה ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.30 ו- 1.15, בהתאמה, עומדת בעינה.

### 2.5 תקציב מול ביצוע למחצית הראשונה של שנת 2013

סך תקבולי החברה במחצית הראשונה לשנת 2013 מקיבולת והזרמת גז טבעי הסתכמו בכ- 167.2 מ' ש"מ, מתוכם כ- 155.2 מ' ש"מ בגין רכיב קיבולת (92.8%). סך התקבולים במחצית הראשונה לשנת 2013 מקיבולת והזרמת גז טבעי הינם

<sup>15</sup> תעריפי הקיבולת וההולכה המוצגים בטבלה לשנים 2013 ו- 2014 התקבלו במהלך שנת 2011, והינם בהתאם למנגנון ההצמדה המפורט בהחלטת מועצת הגז הטבעי.



גבוהים בשיעור של כ- 2% מהתקציב, בדומה לגידול בסך ההכנסות מרכיב הקיבולת בלבד ביחס לתקציב. הגידול בתקבולים מרכיב הקיבולת נובע בעיקר מחיוב חח"י בגין חריגה מקיבולת חוזית בסך כ- 6.9 מ' ש"16.

התקבולים בגין הזרמת גז טבעי בפועל במחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו בכ- 12 מ' ש"17, בהתאם להנחות התקציב.

סך הוצאות התפעול של החברה למחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו בכ- 29.3 מ' ש"18, קיטון בשיעור של כ- 24.5% ביחס לתקציב. עיקר הקיטון בהוצאות התפעול ביחס לתקציב נבע מקיטון בהוצאות בקשר עם קבלני משנה ותחזוקת מקטעים (קיטון של כ- 6.9 מ' ש"19), הנובע מדחיית עבודות תחזוקה שתוכננו למקטע הימי וקיטון בעלויות תחזוקת המקטע היבשתי כתוצאה מהשתתפות חח"י בהוצאות אלו.

סך הוצאות המימון של החברה למחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו בכ- 64.8 מ' ש"20, קיטון בשיעור של כ- 30.2% ביחס לתקציב. עיקר הקיטון נבע כתוצאה מהכנסות שנבעו לחברה מהפרשי מט"ח ושחיקת הלואות בסך כ- 4.9 מ' ש"21 לעומת הוצאות מימון בסך כ- 23.6 מ' ש"22 בתקציב.

סך ההשקעות במערכת ההולכה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו בכ- 156.9 מ' ש"23, קיטון בשיעור של כ- 67% ביחס לתקציב. עיקר הקיטון ביחס לתקציב נבע מסך ההשקעות בפרויקטים חדשים, שהסתכם בכ- 37.6 מ' ש"24 לעומת 298.6 מ' ש"25 בתקציב. עיקר הפער בין הביצוע לתקציב נובע מאי-ביצוע ודחייה בלוחות הזמנים בהקמת פרויקטים חדשים, הנובע בעיקר מאי-קבלת היתרים סטטוטוריים במועד שצפתה החברה.

## 2.6. הרחבת סדרת אג"ח ג'

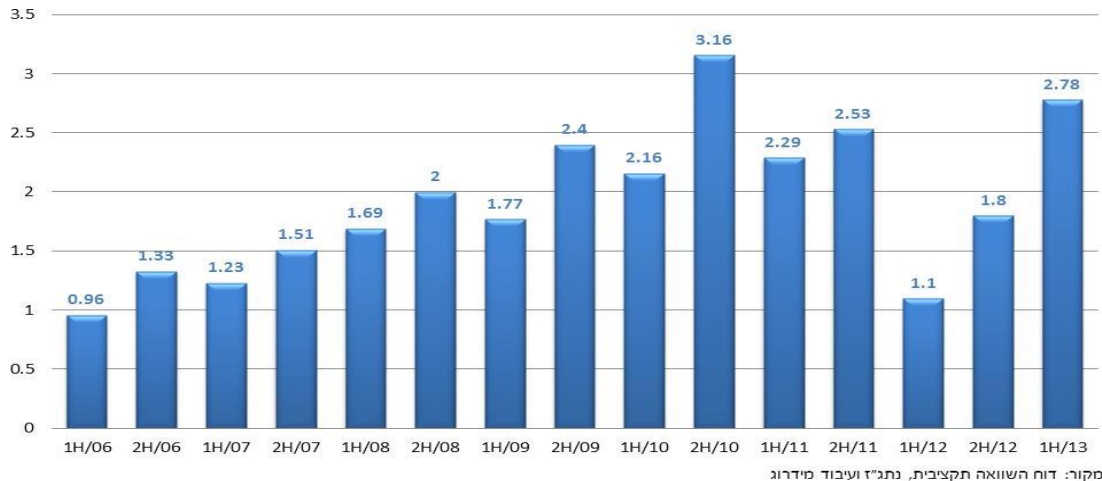
בהמשך להחלטת מועצת הגז הטבעי מחודש דצמבר 2011 על הגדלת תעריף ההולכה, וזאת, בין היתר, לשם המשך ביצוע ההשקעות המוכרות במערכת ההולכה, החברה גייסה במהלך חודש דצמבר 2012 את יתרת החוב שאושרה לה לגיוס, במסגרת הרחבת אג"ח סדרה ג', בסך כ- 400 מ' ש"26. קרן האג"ח תיפרע החל מחודש יוני 2016, במועדים חצי-שנתיים, ותיפרע במלואה בחודש דצמבר 2031.

<sup>16</sup> עקב צריכה מוגברת של חח"י בחודשי הקיץ, מעבר לקיבולת אותה הזמינה, חויבה חח"י בתשלום נוסף בהתאם להנחיות רשות הגז הטבעי.

<sup>17</sup> הרחבת סדרה ג' בוצעה בשלבים, כאשר החברה גייסה חוב בסך כ- 500 מ' ש"27 במהלך חודש ינואר 2012, מתוך היקף גיוס מאושר בסך כ- 900 מ' ש"28.

3.1. ניתוח היקפי זרימת הגז הטבעי

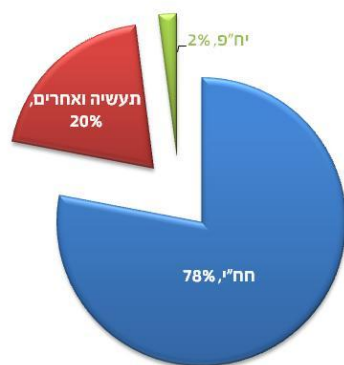
הזרמת הגז על פני ציר הזמן (BCM)



הזרמת הגז הטבעי במחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמה בכ- 2.76 BCM, לעומת תחזית הזרמה של כ- 2.55 BCM. הזרמת הגז הטבעי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013 גדלה בשיעור של כ- 153% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי, שיעור הגידול הגבוה בהיקף ההזרמה במחצית הראשונה של שנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נובע משתי סיבות עיקריות: (1) בחודש פברואר 2011 הופסקה אספקת הגז ממזרים ובמהלך שנת 2012 הידלדל משמעותית מאגרי תמיס, 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- 56% ביחס למחצית השנייה של שנת 2011; (2) ביום 28/01/2013 החלה הפעלת המצוף הימי ובמהלך חודש אפריל 2013 החלה הפעלה מסחרית ממאגר תמר.

בהתאם לנתונים המובאים לעיל, ניתן לראות כי במחצית השנייה של שנת 2010 היקף הזרמת הגז הטבעי הגיעה לשיא של כ- 3.16 BCM. בבחינת היקף הזרמת הגז הטבעי ברמה הרבעונית, סך הזרמת הגז הטבעי במהלך הרבעון השני

התפלגות צריכת הגז הטבעי במהלך המחצית הראשונה לשנת 2013



לשנת 2013 הסתכם בכ- 1.82 BCM. למעשה, ברבעון זה, סך הזרמת הגז הטבעי במערכת ההולכה הארצית הגיעה לשיא חדש, לאחר שהיקף ההזרמה הגבוה ביותר שהיה עד למועד זה, נרשם במהלך הרבעון השלישי של שנת 2010.

בבחינת התפלגות צריכת הגז הטבעי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013, ניתן לראות כי חח" צרכה כ- 2.16 BCM, תעשייה ואחרים צרכו כ- 0.55 BCM והיח"פים צרכו כ- 0.055 BCM בלבד.



### 3.2. ניתוח נתונים כספיים

הכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2013 גדלו באופן משמעותי, בשיעור של כ- 34.5%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בסך ההכנסות של החברה, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נובע משלוש סיבות: (1) הכנסות מקיבולת, גידול של כ- 35 מ' ש; כתוצאה מעדכון בתעריף ההולכה מיום 01/01/2013 אשר הוביל לגידול של כ- 16 מ' ש, גידול ביתרת ההכנסות מחח"י בכ- 6 מ' ש, כתוצאה מהגדלת הקיבולת. בנוסף לכך, החל מהרבעון הרביעי של 2012 חל גידול בהכנסות בגין בז"ן 2 ו- OPC בכ- 13 מ' ש; (2) הכנסות מהזרמת גז טבעי בפועל, גידול של כ- 8 מ' ש, כתוצאה מהפעלת המצוף הימי ביום 28/01/2013 והזרמת הגז ממאגר תמר, החל מחודש אפריל 2013. היקף הזרמת גז טבעי במחצית הראשונה של שנת 2013 הינו גדול בכ- 1.66 BCM לעומת התקופה המקבילה אשתקד; (3) הכנסות מדמי חיבור, גידול של כ- 2 מ' ש, המיוחס להפעלת מתקני PRMS באשכול 2, בז"ן ו- OPC, אשר לא הופעלו בתקופה המקבילה אשתקד.

#### יחסים פיננסיים עיקריים:

2010	2011	2012	1H2012	1H2013 <sup>18</sup>	
3.14	2.67	2.40	2.68	2.94	יחס FFO לריבית
74.3%	82.1%	66.1%	66.6%	69.2%	יחס חוב נטו ל- RAV <sup>19</sup>
7.5%	7.3%	8.4%	9.1%	11.1%	יחס FFO לחוב נטו <sup>20</sup>
0.61	1.03	0.34	0.38	0.67	יחס RCF ל- CAPEX

כפי שצוין לעיל, תקבולי החברה מקיבולת והזרמת גז טבעי גדלו בכ- 46.7 מ' ש (שיעור גידול של כ- 34.5%) במחצית הראשונה של שנת 2013 ביחס למחצית הראשונה של שנת 2012, וכפועל יוצא מכך, ה- FFO של החברה גדל בשיעור של כ- 41%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. עם זאת, כשבוחנים את היחסים הפיננסיים המובאים בטבלה לעיל, ניתן לראות כי היחסים הפיננסיים למחצית הראשונה של שנת 2013 נותרים חלשים יחסית. הסיבה העיקרית לכך נובעת מגידול במינוף החברה, כתוצאה מגיוס יתרת מסגרת החוב שאושרה בגין אג"ח ג', בסך 400 מ' ש, במהלך דצמבר 2012 והמשך צמיחה מואצת, המתאפיינת בביצוע השקעות בהיקף כספי משמעותי.

על אף האמור לעיל, להערכת החברה, היחסים הפיננסיים צפויים להשתפר בטווח הבינוני, כתוצאה מהמשך אספקת גז טבעי למערכת ההולכה וחיבור תחנות כוח נוספות למערכת (כגון: דוראד, רמת נגב אנרגיה, אשדוד אנרגיה ועוד).

כשבוחנים את יתרת המזומנים ושווי מזומנים, לרבות ני"ע שלא מיועדים (להלן: "יתרות נזילות") בסוף המחצית הראשונה של שנת 2013, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, נמצא כי חל קיטון של כ- 17%. עם זאת, סך היתרות הנזילות של החברה, נכון לסוף מחצית ראשונה של שנת 2013, הינן גבוהות יחסית, ומסתכמות בסך כ- 454 מ' ש.

<sup>18</sup> במהלך חודש דצמבר 2012 הנפיקה החברה אג"ח סדרה ג' בסך 400 מ' ש.

<sup>19</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.

<sup>20</sup> יחס זה מוצג בגילום שנתי.

### 3.3. יחסי הכיסוי וקרנות הביטחון

יחס הכיסוי עבור דצמבר 2012 הינו 2.72 ואילו יחס הכיסוי המאוחד הינו 2.35.<sup>21</sup> יחסים אלו נמצאים מעבר ליחסי הכיסוי, עליהם התחייבה מועצת הגז הטבעי (1.30 ו-1.15, בהתאמה<sup>22</sup>). יצוין כי, יחס הכיסוי נתמך, בין היתר, בגיוסים המיועדים לביצוע השקעות שונות במהלך הזמן. 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 חוב מאוחד של 1.15 ו-1.30, בהתאמה, עומדת בעינה. להלן פירוט הסכומים המופיעים בכריות הביטחון נכון ל- 30/09/2013:

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- 125 מ' ש"ח (בגין אג"ח א' ו- ג'), גבוהה מהנדרש.
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- 50 מ' ש"ח, 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 מ' ש"ח, 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- 15 מ' ש"ח, מלאה כנדרש.

<sup>21</sup> בהתאם לשטרי הנאמנות, על החברה לדווח לנאמן כי לא קיימת הפרה מצידה של התחייבויותיה, מדי 31 בדצמבר בכל שנה.  
<sup>22</sup> יצוין כי יחס כיסוי המהווה חדלות פירעון הינו יחס כיסוי ADSCR של 1.1.

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<sup>23</sup>. 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>24</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 יחס 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 תוכנית פיתוח מקיפה למשק הגז הטבעי בישראל לשנים הקרובות, הנקבעת ע"י רשות הגז הטבעי. צרכני החברה כוללים 3 קבוצות עיקריות: יצרני חשמל, בראשם חברת החשמל לישראל (להלן: "חח"י"), מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות.

<sup>23</sup> לפירוט בקשר עם החוקים הנוספים, ראה דוח דירוג ראשוני, תת-פרק 2.1.

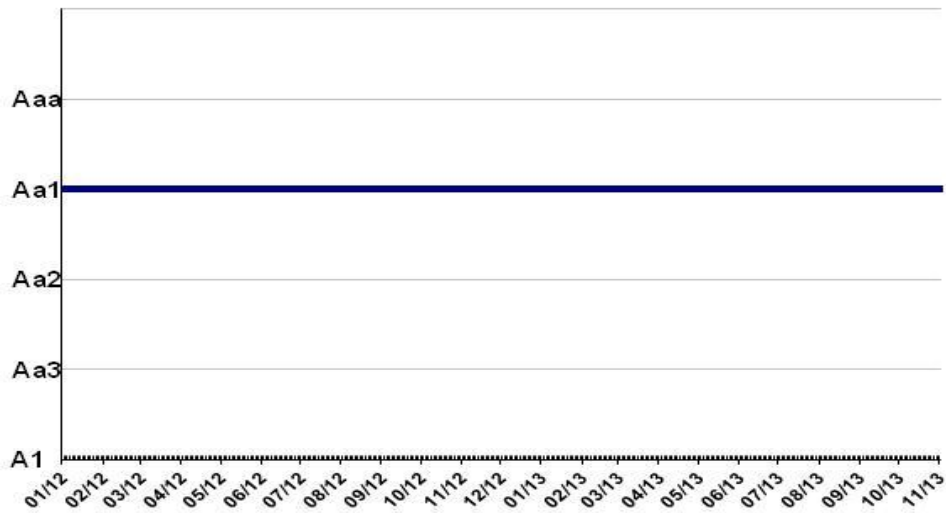
<sup>24</sup> חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג משרד האוצר, נציג משרד התשתיות ושני נציגי ציבור, הממונים, האחד ע"י משרד האוצר והשני ע"י משרד התשתיות.

**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 יתרונות 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 לגרום עיכוב או אי-תשלום רכיב הקיבולת



7. מידע מקצועי רלוונטי

תאריך פרסום דוח אחרון: נובמבר 2012

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

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

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

מתודולוגיות דירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) - [אוקטובר 2013](#)

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	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.
דרגת השקעה ספקולטיבית	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 שאלה 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") 2013.

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 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.