

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

מעקב | דצמבר 2018

אנשי קשר:

אלון ליפשיץ, ראש צוות- מעריך דירוג ראשי
aloni@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרות א', ג' ו-ד') שהנפיקה נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתגז") ו/או "החברה". אופק הדירוג יציב.

להלן אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
29.12.2026	יציב	Aa1.il	1103084	סדרה א'
31.12.2031	יציב	Aa1.il	1125509	סדרה ג'
30.06.2033	יציב	Aa1.il	1147503 ¹	סדרה ד'

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בהפעלת מערכת הולכת הגז הטבעי בישראל (להלן: "מערכת ההולכה"); (2) התפתחות משק האנרגיה והחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם, לצד הצטרפות צרכנים חדשים למערכת ההולכה והרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, צפויים להביא להמשך הגידול בביקוש לגז טבעי; (3) מתווה הגז, היוצר סביבה רגולטורית ברורה, שקופה ויציבה למשך עשור; (4) מנגנון כיסוי עלויות והשקעות הולם; (5) עיקר הכנסות החברה נשענות על רכיב הקיבולת; (6) Track Record חיובי בקשר עם יכולת החברה להקים, לשדרג ולתפעל את מערכת ההולכה, תוך שמירה על יציבות היקף ההוצאות ההוניות והתפעוליות; (7) החברה חתמה על פרויקטי ייצוא לירדן וכן נמצאת בהליכי משא ומתן לחתימת הסכמי ייצוא נוספים, ביניהם, למצרים וג'נין; (8) לחברה קיימת תלות במקור יחיד ומהותי לאספקת גז טבעי, מאגר תמר, וספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נוזלי, אולם בימים אלו נערך המשק לתוספת אספקת גז טבעי ממקורות נוספים לרבות ממאגר לווייתן אשר חיבורו למערכת ההולכה צפוי להסתיים, להערכת החברה, במהלך שנת 2019 וממאגרי כריש ותנין אשר לגביהם נמצאת החברה בשלבי משא ומתן לרכישת מקטע הולכה; (9) חשיפה מהותית לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן "חח"י"), המדורגת Aa2.il באופק יציב², ומספקת כ- 52.5% מהכנסות החברה, נכון למחצית הראשונה לשנת 2018. נציין, כי היקף החשיפה לחח"י הולך ופוחת עם השנים, אולם להערכת החברה, חח"י צפויה להמשיך ולהוות לקוח משמעותי בעתיד הנראה לעין; (10) ביום 27 בדצמבר 2017, נכנסו לתוקף התיקונים לשטרי הנאמנות, שעיקרם שינוי אופן חישוב יחסי הכיסוי, כך שיתבססו על יחסים תפעוליים. שינוי זה עשוי להוביל את החברה לצרכי מימון קטנים יותר; (11) החלטת המועצה לענייני גז טבעי (להלן: "מועצת הגז") בדבר עדכון תעריף ההולכה³, אשר לפיה אושרו עלויות של כ- 2.2% בתעריף דמי הקיבולת, כ- 5.6% בתעריף ההזרמה וכ- 2.6% בתעריף ההזרמה במערכת ההולכה לצרכנים המחוברים לרשת החלוקה; (12) בתקופת המעקב, החברה שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה, אולם יחסי כיסוי החוב (בפרט, יחס FFO לחוב נטו) ויחסי המינוף של החברה נותרו חלשים, זאת כתוצאה מאופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות הדורשים השקעות מסיביות לטווח הארוך; (13) נזילות החברה מושתתת על יכולת ייצור מזומנים טובה ורווחיות גבוהה; (14) נכון לשנת 2017, יחס הכיסוי⁴ (ADSCR) עמד על כ- 2.51, יחס הכיסוי המאוחד⁵ (ADSCR) עמד על כ- 2.19, ויחס הכיסוי LLCR על כ- 1.91; (15) התחייבות רשות הגז הטבעי⁶ (להלן: "רשות הגז"), בקשר עם כיסוי כלל עלויות נתגז ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.30 ו- 1.15, בהתאמה, עומדת בעינה.

¹ ביום 7 ביוני 2018 נרשמו למסחר אגרות חוב סדרה ד' ברשימה הראשית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. טרם השינוי מספרה של אג"ח סדרה ד', רצף מוסדיים, 1131994

² [חברת החשמל לישראל בע"מ, מעקב ופעולת דירוג, אוקטובר 2018](#)

³ החלטה מספר 3/17 מיום 1 בנובמבר 2017.

⁴ יחסי הכיסוי כהגדרתם בשטר הנאמנות לאחר תיקונם מיום 27 בדצמבר 2017. להרחבה ראו פרק "תיקון שטרי הנאמנות".

⁵ מכיל את החוב של נתגז והחוב של חח"י בגין המקטע הימי.

⁶ החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 04.01.2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.

תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי החברה תשמור על יתרות נזילות ההולמות את פעילותה השוטפת, עם היקף השקעות (CAPEX) שנתי של כ-500 מיליון ₪ בשנה, בשנים 2019 - 2020. בד בבד, בשנים הקרובות, תשמור החברה על היקף EBITDA שנתי הנע בטווח שבין 470 - 590 מיליון ₪, כאשר בשנים אלו, ה-FFO השנתי ינוע בטווח שבין 280 - 400 מיליון ₪. יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) לא ירד מ-1.30, בעוד שיחס הכיסוי המאוחד הממוצע (ADSCR) לא ירד מ-1.15, זאת בהתאם להתחייבות רשות הגז. בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") כגבוהות מאוד, והינן מהוות יסודות משמעותיים לדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בכל הנוגע לתמיכה והתלות, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יש לציין, כי יישום החלטת הממשלה בקשר עם הנפקת המיעוט של החברה, עלולה להשפיע על הערכת התמיכה בין המדינה לחברה בנייתו ה-GRI⁷, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה.

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - נתונים עיקריים (מיליוני ₪):

2015	2016	2017	H1/2017	H2/2018	
520	531	553	273	293	סך הכנסות
92%	93%	91%	92%	89%	שיעור הכנסות מדמי קיבולת והזרמה (ללא דמי חיבור) מסך הכנסות החברה
91	108	80	36	34	רווח נקי (הפסד)
431	450	466	232	250	EBITDA
258	276	279	130	131	⁸ FFO
906	726	635	606	672	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
298	292	296	302	266	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים** שיועדו
4,001	3,854	3,654	3,742	3,592	חוב פיננסי ברוטו
3,095	3,129	3,019	3,136	2,920	חוב פיננסי נטו***
720	828	908	864	828	הון עצמי
12.4%	14.3%	15.2%	14.9%	13.9%	יחס הון עצמי למאזן

* מדיניות ההשקעה הינה השקעה בפיקדונות ובניירות ערך סחירים, בהתאם למדיניות ההשקעות של החברה.
 ** מדיניות ההשקעה הינה השקעה בפיקדונות או באג"ח בדירוג מקומי או בינלאומי, השווה לכל הפחות, לדירוג מדינת ישראל וזאת בהתאם להשקעות המותרות עפ"י שטרי הנאמנות אגב גיוסי אגרות החוב.
 *** בניכוי מזומנים ושווי מזומנים וני"ע סחירים שלא יועדו.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תמורות במשק הגז הטבעי בישראל

נתג"ז הינה חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בהפעלת מערכת הולכת הגז הטבעי בישראל. בששת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2018, הזרמת הגז בפועל הסתכמה בכ- BCM 5.24, לעומת תכנון של כ- BCM 5.46 ולעומת כ- BCM 5.04 בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לנתוני החברה, היקף הזרמת הגז בישראל עלה מ- BCM 9.7 בשנת 2016 לכ- 10.3 בשנת 2017 ובשנת 2018 צפוי להסתכם בכ- BCM 11. על פי תחזיות החברה, היקף הזרמת הגז הטבעי בשנת 2019 צפוי להסתכם בכ- BCM 12. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע מהגידול באוכלוסייה, בצריכת החשמל ומהפעלתם המסחרית של היחפ"ים⁹. כמו כן, מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר החלה בשנת 2016, צפויה להמשיך גם השנה לאור החלטת שר

⁷ ראה קישור מטה למתודולוגית לדירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) בפרק "דוחות קשורים".

⁸ הצגה מחדש לאור בצוע התאמות בקשר עם תשלומי המס.

⁹ יצרני חשמל פרטיים.

האנרגיה והשר להגנת הסביבה כי חח" תפחית את השימוש בפחם לייצור חשמל בשיעור של 30% באופן מידי¹⁰ ולאור פרסום משרד האנרגיה את יעדי משק האנרגיה לשנת 2030¹¹. במסגרת הפרסום מצוינים, בין היתר, אמצעים להפחתת השימוש בפחם, לרבות סגירת כל יחידות הייצור הפחמיות עד לשנת 2030. להערכת מידרוג, מגמת הגידול בביקושים לגז טבעי צפויה להימשך, הן לאור הצטרפות צרכנים חדשים למערכת ההולכה והן לאור הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים אשר הגדילו את היקף הקיבולת המוזמנת. בנוסף לאמור, המגמה צפויה להתעצם כתוצאה מתהליכי חתימה על הסכמי ייצוא שונים, ובפרט, חתימה על הסכמי ייצוא הולכה בין נתג"ז לבין יצואן הגז הטבעי הישראלי לירדן¹². ביום ה 3 ביוני 2018, אישרה הממשלה את הרפורמה בחברת החשמל, אשר עשויה לתמוך באופן חיובי בעלית ביקושים לגז טבעי, אולם טרם ניתן לכמת את השינויים הצפויים.

פרויקטי ייצוא עשויים להגדיל בטווח הבינוני את היקף הזרמת הגז הטבעי

לחברה הסכם להולכת גז בהיקפים מצומצמים, לשני מפעלים הממוקמים בגדה המזרחית של ים המלח, בירדן, אשר נחתם מול חברת NBL Eastern Mediterranean Marketing Ltd. בנוסף, בשנה האחרונה חתמה החברה על הסכם הולכה נוסף עם חברת NBL Jordan Marketing Ltd להולכת גז טבעי לחברת החשמל הירדנית NEPCO¹³. בד בבד, החברה מקיימת דיאלוג עם Energy Mediterranean Ltd (להלן: "נובל") ודלק קידוחים - שותפות מוגבלת (להלן: "דלק") בקשר עם האפשרות להולכת גז טבעי למצרים, לרבות אפשרות של תכנון מקטע חדש לצורך זה. יש לציין, כי למיטב ידיעתה של החברה, נבחנות על ידי נובל ודלק גם אפשרויות נוספות שלא באמצעות החברה. נוסף על אלו, רשות הגז מקדמת תכנון תבע"י¹⁴ למקטע הולכה חדש לחיבור תחנת כוח מתוכננת בג'נין¹⁵.

מתווה עיבוי ההון צפוי לחזק את יחס ההון למאזן של החברה

בהתאם לדיונים בשנים 2015-2016, הוחלט לחזק את ההון העצמי של החברה, ולפעול לכך שיחס ההון למאזן של החברה יגיע למינימום של 20% בשנת 2022 ("להלן: "מתווה עיבוי ההון" או "המתווה"). לצורך יישום מתווה זה הוגדרו מספר יעדים: (1) הארכת תקופת הרישיון עד 2049¹⁶; (2) ביצוע תיקון של יחסי הכיסוי בשטרות האג"ח; (3) אי חלוקת דיבידנדים עד שנת 2022; (4) הזרמת הון ושינוי התעריף - השקעות נוספות של החברה בשיעורים מסוימים, בהתאם למתווה שסוכם, ילוו בשיעור קבוע מראש של הזרמת הון והעלאת תעריף. בהתאם לתשקיף רישום למסחר של החברה מיום 31 במאי 2018 (להלן: "התשקיף"), השלמת יישום המתווה כפופה לאישור גורמים במדינה ובחברה ואין לחברה וודאות אם ומתי ייושם המתווה כולו או חלקו. נכון למועד הדוח, תיקון יחסי הכיסוי בוצע¹⁷, התבצעה העלאת תעריף¹⁸ וכן נחתם הסכם מותנה להזרמת 100 מיליון ₪ לחברה לצורך רכישת מקטע הולכה ממאגרי כריש ותנין¹⁹. יישום מלא של המתווה צפוי להגדיל באופן הדרגתי את ההון העצמי של החברה ולשפר את יחסי המינוף שלה לאורך השנים.

¹⁰ בהשוואה לשנת 2015, שנת הבסיס. החלטה מיום 3 בינואר 2018. מתוך [דיווח מידי של חברת החשמל מיום 4 לינואר 2018](#).

¹¹ [משרד האנרגיה, "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", אוקטובר 2018](#).

¹² להרחבה ראה פרק "פרויקטי ייצוא"

¹³ The National Electric Power Company

¹⁴ תכנית בנין ערים

¹⁵ יש לציין כי, בהתאם לתנאי הרישיון, הקמת מקטעי הולכה נוספים דורשת עדכון של נספח א' לרישיון.

¹⁶ בהתאם לתשקיף החברה, הנושא דורש תיקון חקיקה ואין וודאות שיקודם

¹⁷ להרחבה ראה פרק "תיקון שטרי הנאמנות"

¹⁸ להרחבה ראה פרק "עדכון תעריף ההולכה"

¹⁹ להרחבה ראה פרק "רכישת מקטע ההולכה ממאגרי כריש ותנין"

תיקון שטרי הנאמנות יוביל להקטנת צרכי המימון וירידה ברמת יתרות הנזילות

ביום 27 בדצמבר 2017, נכנסו לתוקף התיקונים לשטרי הנאמנות, שעיקרם שינוי אופן חישוב יחסי הכיסוי. יחס הכיסוי ADSCR מחושב כחלוקה של התזרים הפנוי לשירות החוב בסכום שירות החוב הפיננסי בתקופה הרלוונטית²⁰. טרם השינוי, אופן חישוב יחסי הכיסוי הביא בחשבון את גיוסי החוב של החברה והשקעותיה, ובכך לדברי החברה, גרם לעיוות פיננסי שחייב את החברה להגדיל את נטל החוב כנגד כל השקעה חדשה, תוך צבירת יתרת מזומן הולכת וגדלה. התיקון לשטרי הנאמנות כולל, בין היתר, שינוי בחישוב יחסי הכיסוי, כך שמהתזרים הפנוי לשירות החוב נוכו גיוסי החוב כמקור וההשקעות כשימוש, תוך הוספת מנגנון ריפוי להפרה באמצעות הזרמת כספים לקרן ייעודית. להערכת מידרוג, שינוי אופן חישוב יחסי הכיסוי עשוי להוביל לצרכי מימון קטנים יותר וכנגזרת מכך להוצאות מימון נמוכות יותר בעתיד. ברם, תיקון השטר יוביל לירידה ביתרות המזומנים של החברה, וזאת בהשוואה למצבן טרם התיקון.

רכישת מקטע הולכה ממאגרי כריש ותנין

כיום, לחברה קיימת תלות במקור יחיד ומהותי לאספקת גז טבעי, מאגר תמר, וספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נוזלי. בימים אלו נערך המשק לתוספת אספקת גז טבעי ממקורות נוספים, לרבות ממאגר לווייתן, הנמצא בתהליכי פיתוח. בהתאם לתחזיות החברה, הקמת קו ההולכה ממאגר זה צפויה להסתיים ביוני 2019. בנוסף, בהמשך להחלטת הממשלה²¹ נקבע כי החברה תפעל לרכישת מקטע מערכת הולכה לקבלת גז ממאגרי כריש ותנין וממאגרים נוספים שעשויים להתגלות בעתיד. הפרויקט ימומן באמצעות 100 מיליון ש"ח מתקציב המדינה שיועברו לחברה כנגד הקצאת מניות החברה למדינה וכן באמצעות הכרה בתעריף בסכום השקעה של 286 מיליון ש"ח. ההסכם, שנחתם בין המדינה לחברה ביום 26 במרץ 2018 כהסכם מותנה, קיבל את אישור ועדת הכספים של הכנסת וכן את אישור דירקטוריון החברה ומותנה באישורה של האסיפה כללית של החברה, אשר נכון למועד הדוח טרם התקבל. פרטי ההסכם נמצאים כעת בשלבי משא ומתן מול חברת אנרג'יאן ישראל בע"מ. להערכת החברה, הזרמת הגז ממאגרי כריש - תנין תחל, לכל המוקדם, בשנת 2021. שינויים אלו, להערכת מידרוג, צפויים לתמוך בהגדלה משמעותית נוספת במערכת הולכת הגז הטבעי.

עדכון תעריף ההולכה יביא לגידול בהכנסות החברה

ביום ה-19 בנובמבר 2017, החליטה מועצת הגז לעדכן את תעריף ההולכה, כתוצאה מהרחבת מערכת ההולכה. בהתאם להחלטה, החל מיום ה-1 בינואר 2018 עודכנו התעריפים בעלייה של כ-2.2% בתעריף דמי הקיבולת, כ-5.6% בתעריף ההזרמה וכ-2.6% בתעריף ההזרמה במערכת ההולכה, לצרכנים המחוברים לרשת החלוקה. כמו כן, במסגרת ההחלטה עודכנה סך ההשקעה המוכרת לצורך קביעת התעריף לכ-5.9 מיליארד ש"ח. בנוסף, עודכן היקף הביקוש בשל הרחבת פעילותם של צרכנים קיימים, ביקושים לייצוא ותוספות ביקושים לגז טבעי לייצור חשמל. עדכון תעריף ההולכה עשוי להוביל לשיפור ביחסי המינוף של החברה.

תכנית השקעות רחבה בטווח הבינוני

בהתאם לתכנית ההשקעות המאושרת של החברה, צפויה בשנים הקרובות השקעה של כ-1.6 מיליארד ש"ח, כאשר 1 מיליארד ש"ח מתוכם ישמש להשקעה במקטעי הולכה, כ-386 מיליון ש"ח ישמשו למימון מקטע ההולכה ממאגרי כריש ותנין, וכ-250 מיליון ש"ח ישמשו להוצאות הקמת מתקנים שונים. תכנית ההשקעות תמומן באמצעות הכרת עלויות השקעה בתעריף, השתתפות היצואנים בעלויות, דמי חיבור, הזרמת הון מהמדינה וגיוסי חוב הצפויים לעמוד על כ-300 מיליון ש"ח בטווח הזמן הקצר-בינוני.

רווחיות תפעולית ותזרימי מזומנים גבוהים ויציבים

נכון למועד הדוח, החברה שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה אשר נובעת מביקוש גובר לגז טבעי והזרמתו הסדירה למשק הישראלי, וזאת במקביל להרחבת מערכת ההולכה. אולם, בשנים האחרונות חלה שחיקה מסוימת ברמת הרווחיות. בשנת 2016 הציגה החברה רמת רווחיות תפעולית של כ-45%, בשנים 2017-2018 נשחקה רווחיות זו לכ-40%. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקר מגידול בהוצאות

²⁰ יחס הכיסוי ADSCR מחושב בניכוי התשלומים עבור החוב לח"ח בתקופה הרלוונטית בעוד יחס הכיסוי ADSCR המאוחד כולל תשלומים אלו
²¹ החלטה מספר 2592, מיום 02.04.2017 - "עידוד מאגרים קטנים והכרזה על שעת חירום במשק הגז הטבעי".

פחת בעקבות מתקנים חדשים אשר החלו לפעול במהלך החציון הראשון של שנת 2017 ובתקופות שלאחר חציון זה²². לעומת זאת, ה- EBITDA של החברה ממשיכה במגמת עליה, והסתכמה בשנת 2017 בכ- 466 מיליון ₪, ובמחצית הראשונה לשנת 2018 בכ- 250 מיליון ₪. היקף ה- FFO, רשם עליה בשנת 2017, והסתכם בכ- 279 מיליון ₪, ובמחצית הראשונה לשנת 2018 הסתכם בכ- 130 מיליון ₪. העלויות ב- EBITDA וב- FFO נובעות בעיקר מעליית התעריף ומגידול בהיקף הזרמת הגז. על אף האמור לעיל, יחסי כיסוי החוב הפיננסי (בפרט, יחס FFO לחוב נטו) ויחסי המינוף של החברה נותרו חלשים²³, זאת כתוצאה מאופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות הדורשים השקעות מסיביות לטווח הארוך. כאמור לעיל, על פי תחזיות החברה, יישום מתווה עיבוי ההון צפוי לחזק את יחסי המינוף של החברה, ובפרט, שינוי אופן חישוב היחסים עתיד להפחית את צרכי המימון והגיוסים וכן להוביל להפחתת ביתרות המזומנים בחברה. כמו כן, לאור המתווה, לא צפויה חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תשמור על היקף EBITDA שנתית הנע בין 470-590 מיליון ₪, כאשר ה- FFO השנתי צפוי לנוע בין 280-400 מיליון ₪, בשנים הקרובות.

שחיקה ביתרות הנזילות של החברה

נזילות החברה מושתתת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על רווחיות יציבה. נכון ליום 30 ביוני 2018, יתרת המזומנים, שווי המזומנים וניירות ערך סחירים הסתכמו בכ- 672 מיליון ₪ (להלן: "מזומנים"), בהשוואה לכ- 606 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. על פי תרחיש הבסיס, עד ליום 31 בדצמבר 2018, הוצאות ה- CAPEX השנתיות יעמדו על כ- 380 מיליון ₪ ותשלום החוב (ריבית וקרן) השנתי יעמוד על כ- 338 מיליון ₪. להערכת מידרוג, תזרים המזומנים השוטף של החברה, יתרות המזומנים וכריות הביטחון, מעידים על רמת נזילות אשר הולמת את הדירוג. בהתאם לתחזיות החברה, מקורותיה כוללים, בין היתר, יתרות מזומנים וניירות ערך, וינעו בטווח שבין 650 מיליון ₪ ל 350 מיליון ₪, ב- 12 החודשים הקרובים. השימושים של החברה בתקופה זו יכללו החזר חוב של כ- 400 מיליון ₪ והשקעות בהיקף מוערך של כ 500 מיליון ₪. להערכתנו, לחברה נגישות טובה לשוק ההון וגמישות פיננסית טובה יחסית, וזאת, בין היתר, לאור הרישום למסחר של סדרה ד'.

יחסי ADSCR וקרנות ביטחון

נכון לשנת 2017, יחס הכיסוי (ADSCR) עמד על כ- 2.51, יחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) על כ- 2.19, ויחס הכיסוי LLCR על כ- 1.91²⁴. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בהתאם להתחייבות רשות הגז, יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) אינו צפוי לרדת מ- 1.30, בעוד שיחס הכיסוי המאוחד הממוצע (ADSCR) לא ירד מ- 1.15. בנוסף, נכון למועד הדוח, לחברה יתרת מזומנים ושווי מזומנים, ניירות ערך סחירים מיועדים וקרנות ביטחון, בהיקף כולל של כ- 266 מיליון ₪, המוחזקים כבטוחות לבעלי אגרות החוב, בהתאם להוראות שטר הנאמנות, כנגד הוצאות CAPEX, שירות חוב, תפעול ותחזוקה, וכן עסקאות גידור.

יחסים פיננסיים עיקריים

2015	2016	2017	²⁶ H1/2017	²⁵ H1/2018	
2.49	2.59	2.65	2.53	2.58	(FFO+הוצאות מימון)/הוצאות מימון ²⁷
69.0%	66.4%	61.2%	65.8%	58.9%	יחס חוב נטו ל- RAV ²⁸
8.3%	8.8%	9.2%	8.3%	8.9%	יחס FFO/חוב נטו
0.58	0.74	0.68	0.75	0.84	יחס RCF ²⁹ ל- CAPEX

²² בעיקר המקטע המזרחי ומקטע נשר נתב"ג.

²³ להוציא יחסי הכיסוי ADSCR אשר עברו שינוי באופן החישוב. להרחבה ראה פרק "תיקון שטרי הנאמנות"

²⁴ לעניין חישוב יחסי הכיסוי ראו הערת שוליים 3

²⁵ הנתונים הכספיים החצי שנתיים הותאמו לצורך חישוב יחסים אלו על מנת לשקף שנה מלאה.

²⁶ הנתונים הכספיים החצי שנתיים הותאמו לצורך חישוב יחסים אלו על מנת לשקף שנה מלאה.

²⁷ הוצאות הריבית התזרימית בפועל.

²⁸ 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.

²⁹ Retained Cash Flow - מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והינן מהוות יסודות משמעותיים בדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג מהותית. יש לציין כי יישום החלטת הממשלה מיום 19 לאוקטובר 2014, בנוגע להנפקת המיעוט של החברה, עלולה להשפיע על הערכת התמיכה בין המדינה לחברה בנייתוח ה-GRI, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות וההשלכות של הנפקת המיעוט על דירוג החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ביחסי הכיסוי, תוך שמירה על יציבות תזרים המזומנים של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

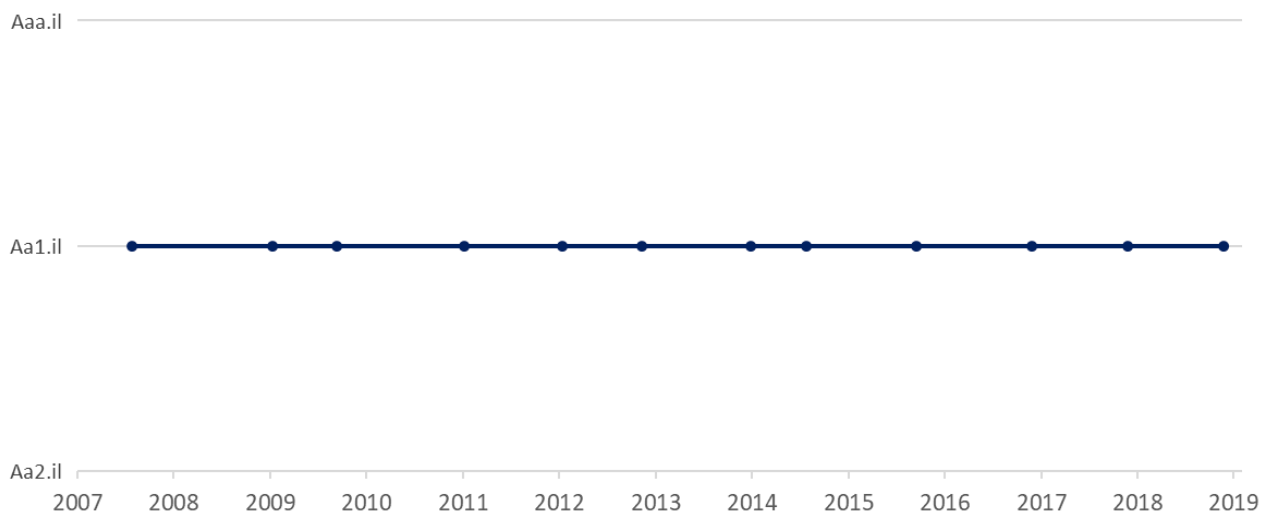
- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ומידת התלות ביחסים מול המדינה, לרבות שינוי מבנה הבעלות של החברה
- שינוי רגולטורי באשר להכרה בעלויות ובאשר לשמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד
- ירידה מהותית בשיעור ההכנסות מרכיב הקיבולת, באופן שיחשוף את החברה לתנודתיות בקשר עם היקפי ההזרמה בפועל
- אי-שמירה על יתרות נזילות ברמה ההולמת את הדירוג, ביחס להיקפי הפעילות ועומס הפירעונות הצפויים
- מחסור ארוך ומתמשך בגז טבעי אשר עלול לגרום לעיכוב ו/או אי-תשלום בגין רכיב הקיבולת

אודות החברה

חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ נוסדה ביולי 2003, והחלה לפעול במהלך שנת 2004. החברה הינה בבעלות מלאה של מדינת ישראל והוקמה על פי החלטת ממשלה 649 מתאריך 07.08.2003, לפיה יוענק לחברה רישיון להקמה והפעלה של מערכת הולכת גז טבעי, 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"). הרישיון הינו למשך תקופה של 30 שנים (עד לשנת 2034), וזאת בכפוף לתוכנית אב למשק הגז הטבעי בישראל, הנקבעת על ידי רשות הגז, הפועלת כאורגן במשרד האנרגיה. מועצת הגז הטבעי מונה 5 חברים³⁰, ובאחריותה, בין היתר, לקבוע תעריפים לבעל רישיון, לקבוע אמות מידה לשירות וייעוץ לשר ולמנהל רשות הגז בעניינים שונים. הכנסות החברה נובעות מדמי חיבור חד-פעמיים, ותעריף הולכה הנקבע ע"י מועצת הגז, הכולל רכיב קיבולת ורכיב הזרמה בפועל. תעריף ההולכה משקף כיסוי של כלל הוצאות החברה, לרבות שימור יחס כיסוי (ADSCR) שנתי מינימאלי, בשיעור של 1.30 ויחס כיסוי (ADSCR) שנתי מאוחד, בשיעור 1.15, לכל הפחות. החברה מתפעלת מערכת הולכת גז טבעי בלחץ גבוה, בחלוקה ל-4 מקטעים פעילים: ימי, מרכזי, דרומי וצפוני. החברה נמצאת במהלכה של תכנית פיתוח מקיפה למשק הגז הטבעי בישראל לשנים הקרובות, הנקבעת ע"י רשות הגז. צרכני החברה כוללים 4 קבוצות עיקריות: חח", יח"פים, מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות.

³⁰ חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג שר האוצר, נציג שר האנרגיה ושני נציגי ציבור, הממונים ע"י משרד האוצר ומשרד האנרגיה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוחות דירוג של חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות הולכת חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה](#)

[מתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה \(Government Related Issuer\)](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

17.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
04.12.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.01.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>