

# נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | יולי 2020

## אנשי קשר:

### אורי חרמוני

אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[uri.h@midroog.co.il](mailto:uri.h@midroog.co.il)

### אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

### ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל  
ראש תחום מימון כובנה, פרויקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

## נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג Aa1.il, להרחבת סדרת אג"ח ד', שתגייס נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז" ו/או "החברה"), בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב. אופק הדירוג יציב. הסכום שיוגיס צפוי לשמש לצרכי מימון תכנית ההשקעות המאושרת של החברה, ולצרכים שוטפים אחרים של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
נתיביגז אגחא-רמ	1103084	Aa1.il	יציב	29.12.2026
נתיביגז אגחג-רמ	1125509	Aa1.il	יציב	31.12.2031
נתיבי גז אגח ד	<sup>2</sup> 1147503	Aa1.il	יציב	30.06.2033

### 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, הכולל אפשרות לעדכון תקופתי של תעריפי ההולכה, כאשר בחינת התעריף האחרונה התבצעה בחודש אפריל 2019; (5) אי וודאות מסוימת בקשר עם השלכות המעבר להפעלה של מערכת ההולכה במשטר של בקרת זרימה; (6) עיקר הכנסות החברה נשענות כיום על רכיב הקיבולת; (7) Track Record חיובי בקשר עם יכולת החברה להקים, לשדרג ולתפעל את מערכת ההולכה, תוך שמירה על יציבות היקף ההוצאות ההוניות והתפעוליות; (8) ההפעלה המסחרית של מאגר לווייתן, הממנת את התלות במאגר תמר, אשר טרם הפעלתו של מאגר לווייתן שימש כמקור יחיד לאספקת גז טבעי, לצד ספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נזילי, וכן מאגרים כריש ותנין, אשר הקמת מקטעי ההולכה אליהם צפויה להסתיים במהלך המחצית השנייה של 2021; (9) החברה חתמה על חוזה אספקה מהותיים לירדן ומצרים וכן נמצאת בתהליכים ובחינות לאפשרויות הגדלת היקפי הייצוא; (10) תכנית השקעות רב שנתית משמעותית, אשר עתידה לאפשר הרחבה מהותית של היקפי ההזרמה; (11) חשיפה מהותית לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י"),<sup>3</sup> אשר סיפקה כ-48% מהכנסות החברה מהולכה בשנת 2019. נציין, כי היקף החשיפה לחח"י הולך ופוחת עם השנים, אולם להערכת החברה, חח"י צפויה להמשיך ולהוות לקוח משמעותי בעתיד הנראה לעין; (12) הכנסות החברה במגמת צמיחה, אשר צפויה להימשך, בין היתר, לאור חוזה הייצוא, גידול בהכנסות מלקוחות קיימים ולקוחות מקומיים חדשים; (13) החברה מציגה שיעור רווחיות תפעולית יציב, תוך שיפור הדרגתי בהיקף ה-EBITDA; (14) לחברה יחסי מינוף מאזני גבוהים, כתוצאה מאופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות, הדורשים השקעות מאסיביות לטווח הארוך. יחסים אלו צפויים להשתפר עם יישום מתווה עיבוי ההון; (15) תזרים תפעולי (FFO) במגמת עליה, אשר צפויה להימשך בשנים הקרובות; (16) נזילות ההולמת את רמת הדירוג; (17) נכון לשנת 2019, יחס הכיסוי<sup>4</sup> (ADSCR) עמד על כ-1.97, יחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) עמד על כ-1.76, ויחס הכיסוי LLCR עמד על כ-1.80; (18) התחייבות רשות הגז הטבעי<sup>5</sup> (להלן: "רשות הגז"), בקשר עם כיסוי כלל עלויות נתג"ז ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.30 ו-1.15, בהתאמה, עומדת בעינה ומחזקת, להערכתנו, בצורה משמעותית את וודאות יכולת שירות החוב החזויה של החברה.

<sup>2</sup> ביום 7 ביוני 2018 נרשמו למסחר אגרות חוב נתיבי גז אגח ד ברשימה הראשית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. טרם השינוי מספרה של האיגרת, רצף מוסדיים, 1131994.

<sup>3</sup> נכון למועד הדו"ח, מדורגת חח"י על ידי מידרוג בדירוג Aa2.il באופק חיובי.

<sup>4</sup> יחסי הכיסוי כהגדרתם בשטר הנאמנות לאחר תיקונם מיום 27 בדצמבר 2017.

<sup>5</sup> החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 4 לינואר 2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי לא צפוי שינוי מהותי בתעריפי החברה המפוקחים בטווח הקצר-בינוני. כנגזרת מכך, בשנים הקרובות, החברה תשמור על שיעור EBITDA שנתי בטווח של בין 80%-85%. כמו כן, היקפי ה-FFO של החברה צפויים להמשיך במגמת הצמיחה, כך שצפויים לנוע בטווח שבין 450-550 מיליון ₪ בשנה, בהשוואה לכ-376 מיליון ₪ בשנת 2019. להערכתנו, החברה צפויה לייצר תזרים שנתי שוטף (CFO) בטווח תנודתי יחסית של בין 550-850 מיליון ₪ בשנים הקרובות, בין היתר, כתוצאה משינויים בהון החוזר. צמיחת התזרים תלויה בהמשך הרחבת צריכת הגז במשק הישראלי ובייצוא משמעותי של גז טבעי למדינות השכנות. יחס המקורות לשימושים צפוי לנוע בשנים הקרובות בין 1.2-1.9, כאשר לצד גיוס החוב נשוא הדירוג, צפויה הזרמת הון נוספת של המדינה, בטווח הבינוני, בהיקף של כ-50 מיליון ₪. כמו כן, בשנים הקרובות הוצאות ה-Capex השנתיות צפויות לנוע בטווח רחב של בין 400 ל-900 מיליון ₪. אנו צופים כי החברה תשמור על יתרות נזילות ההולמות את פעילותה השוטפת, יחס הכיסוי (ADSCR) לא ירד מ-1.30 ויחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) לא ירד מ-1.15, זאת בהתאם להתחייבות רשות הגז. בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה והתלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והינן מהוות יסודות משמעותיים לדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בכל הנוגע לפרמטרים אלו, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יש לציין, כי יישום החלטת הממשלה בקשר עם הנפקת המיעוט של החברה, עלולה להשפיע על הערכת תמיכת המדינה בחברה בנימוח ה-GRI<sup>6</sup>, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הגדלה משמעותית של הכנסות החברה, תוך שמירה על שיעורי רווחיות גבוהים ויציבים, לצד טרק רקורד של הכנסות מיצוא
- שיפור משמעותי ברמת המינוף וביחסי הכיסוי

### 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

### נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

2017	2018	2019	31/03/2019	31/03/2020	
553	595	630	152	208	הכנסות
39.8%	38.6%	35.9%	38.7%	46.1%	שיעור EBIT <sup>7</sup>
15.2%	15.1%	16.3%	15.2%	16.8%	הון למאזן
2,968	2,853	2,838	2,865	2,715	חוב פיננסי נטו <sup>8</sup>
466	511	542	132	185	EBITDA
287	342	376	91	145	FFO
2.9	3.3	3.6	3.5	5.5	FFO + Int / Int
60%	57%	56%	56%	53%	חוב נטו ל-RAV <sup>9</sup>
9.7%	12%	13%	9.8%	15.8%	חוב נטו ל-FFO
0.7	1.3	1.0	0.8	1.6	RCF/Capex

<sup>6</sup> ראו קישור מטה למתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) בפרק "דוחות קשורים".

<sup>7</sup> לא כולל הכנסות אחרות.

<sup>8</sup> כולל יתרת מכשירי גידור והתחייבויות חכירה ובניכוי קרנות לשירות החוב, מזומנים ושווי מזומנים ויתרת תיק ני"ע שאינו מיועד.

<sup>9</sup> Regulated Asset Value

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### תמורות במשק הגז הטבעי בישראל

משק הגז הטבעי מתאפיין במגמת צמיחה בביקושים לגז טבעי בשנים האחרונות. בהתאם לנתוני החברה, הצריכה הכוללת של גז טבעי עמדה בשנת 2019 על כ-11.25 BCM לעומת כ-11.11 BCM בשנת 2018 וכ-10.34 BCM בשנת 2017. להערכת מידרוג, צפויה הזרמת הגז בשנת 2020 לנוע בטווח שבין 13.5-14.0 BCM. עיקר הגידול בצריכת הגז הטבעי לאורך השנים נובע מהגידול באוכלוסייה, מהגידול בצריכת החשמל ומהגידול בביקושים של יצרני החשמל הפרטיים. מגמת הגידול בביקושים לגז טבעי צפויה אף להתעצם כתוצאה מייצוא הגז הטבעי למדינות השכנות, אשר החל עם הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן. כמו כן, נתמך הגידול במדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר באה לידי ביטוי, בין היתר, בדוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030<sup>10</sup>, שפרסם משרד האנרגיה. בהמשך לדוח זה, ביום 24 לנובמבר 2019, פורסמה החלטתו של שר האנרגיה, לפיה החליט השר על קיצור לוחות הזמנים להסבת יחידות ייצור החשמל מפחם לגז טבעי של יחידות הייצור 5-6 בתחנת הכוח "אורות רבין" ויחידות הייצור 1-4 בתחנת הכוח "רוטנברג". בהתאם ללוחות הזמנים המעודכנים, צפויה הסבת התחנות לשימוש בגז טבעי עד לשנת 2026. להערכת החברה, יישום ההחלטה עשוי להשליך מהותית על הכנסות החברה ותוצאותיה הכספיות, הן מבחינת היקף ההשקעות הנדרשות והן כתוצאה מגידול בהכנסות החברה. כמו כן, כחלק מביצוע התוכנית הנ"ל, ביום 8 בדצמבר 2019, חתמה החברה על תוספת להסכם ההולכה עם חח"י, לצורך חיבור של שתי יחידות ייצור חשמל חדשות, המוקמות בתחנת הכוח אורות רבין. להערכת החברה, הכנסותיה הצפויות מהתוספת מוערכות בטווח שבין 30-40 מיליון ₪ בשנה<sup>11</sup>.

### חיבור מערכת ההולכה למאגר לווייתן ולמאגרי גז נוספים צפוי להגדיל את היקפי ההזרמה, לצד הפחתת התלות בספק יחיד ובלקוח מהותי

החל מתחילת שנת 2020, עם הפעלתו של מאגר לווייתן, לחברה ישנם שני מקורות לאספקת גז טבעי, וזאת לעומת תקופות קודמות בהן לחברה היה תלות במאגר גז יחיד - מאגר תמר, וספק משני ומוגבל להזרמת גז טבעי נזלי. בנוסף, בהמשך להחלטת הממשלה בנושא<sup>12</sup>, נקבע כי החברה תפעל לרכישת מקטע מערכת הולכה לקבלת גז ממאגרי כריש ותנין וממאגרים נוספים, אשר עשויים להתגלות בעתיד. בהתאם להחלטה, הפריקט ימומן באמצעות 100 מיליון ₪ מתקציב המדינה, אשר יועברו לחברה כנגד הקצאת מניות החברה למדינה וכן באמצעות הכרה בתעריף בסכום השקעה של 286 מיליון ₪. בהתאם לדיווחי החברה, התנאים הנדרשים ע"פ הסכם המימון עם המדינה הושלמו ולכן, ביום 31 לדצמבר 2018, השקיעה מדינת ישראל בהון החברה סכום של 50 מיליון ₪, וזאת כנגד הקצאת 50 אלף מניות רגילות של החברה. הזרמת 50 מיליון ₪ נוספים צפויה להתבצע עם סיום הקמת הקו ורכישתו על ידי החברה. חברת אנרג'יאן החלה להקים את מקטע ההולכה בחודש דצמבר 2018, ומועד המסירה המיועד על פי ההסכם בין החברה לאנרג'יאן צפוי במהלך החציון השני של שנת 2021. להערכתנו, הזרמת הגז ממאגר לווייתן והשלמת הקווים למאגרי כריש-תנין צפויה לתמוך בהגדלה משמעותית נוספת בהיקפי הזרמת הגז הטבעי, וכן עתידה להוביל להפחתת התלות בספק יחיד ובתשתית גז יחידה ובכך לתמוך בדירוג. כמו כן, נכון למועד הדוח, לחברה תלות בחח"י כלקוח מהותי. בין השנים 2018-2019 היוו הכנסות החברה מחח"י שיעור של כ-48% וכ-54% מהכנסות החברה מדמי הולכה באותן השנים, בהתאמה. לצורך השוואה, הכנסות החברה מדמי הולכה מכלל יצרני החשמל הפרטיים בתקופות האמורות עמד על כ-31% וכ-24%, בהתאמה.

בנוסף, פועלת החברה יחד עם Natural Gas Submarine Interconnector Greece-Italy-Poseidon S.A לצורך בחינת היתכנות של פרויקט משותף שעניינו הקמת מקטע של צינור הולכת גז טבעי, לצורך חיבור אזור המים הכלכליים של ישראל, עם יוון, איטליה, קפריסין ומרכז אירופה, באופן שיאפשר ייצוא של גז טבעי מישראל לאירופה. במידה ויוקם הקו, הוא עתיד להוליך כ-10 BCM בשנה. פרויקטי ייצוא אלה, עתידים לתמוך בגידול בביקושים להזרמת גז טבעי ותומכים בדירוג החברה.

<sup>10</sup> משרד האנרגיה, "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", אוקטובר 2018.

<sup>11</sup> על פי דיווחי החברה, מועד תחילת ההזרמה הצפוי הינו 24-27 חודשים ממועד החתימה או 21 חודשים לאחר אישור התמ"א הרלוונטית ופרסומה ברשומות.

<sup>12</sup> החלטה מספר 2592, מיום 02.04.2017 - "עידוד מאגרים קטנים והכרזה על שעת חירום במשק הגז הטבעי".

### הגדלה מהותית של תכנית ההשקעות הרב שנתית של החברה, אשר צפויה להביא לגידול בהכנסות

על פי תכנית ההשקעות הרב שנתית המעודכנת של החברה, היקף הוצאות ה-Capex השנתיות צפוי לנוע בין 400-900 מיליון ₪ בשנים 2020-2022. בין ההשקעות, ניתן למנות את הכפלת מקטע קריית גת - אשל הנשיא, הכפלת מקטע אשל הנשיא רמת חובב והשקעות נוספות. התוכנית כוללת גם, בין היתר, השקעות בבחינה, אשר אם יבשילו יאפשרו ייצוא גז רציף בהיקפים משמעותיים. חלק קטן יותר מההשקעות עתיד לממן הקמת מתקני PRMS חדשים. תכנית ההשקעות תמומן, בין היתר, באמצעות הכרת עלויות השקעה בתעריף, השתתפות היצואנים בעלויות, דמי חיבור, הזרמת ההון הצפויה מהמדינה בסך של 50 מיליון ₪ וגיוסי חוב.

### גידול מהותי ב-EBITDA הצפוי בטווח הקצר, לצד שמירה על שיעורי רווחיות יציבים

נכון למועד הדוח, החברה שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה, אשר נובעת ממעמדה המונופוליסטי של החברה, מרגולציה תומכת ומביקוש גובר לגז טבעי. בפרט, ניכרת מגמת גידול בהיקף ה-EBITDA לאורך השנים, תוך שמירה על שיעור יציב של EBITDA מהכנסות הנע בין 80%-85%. הגידול ב-EBITDA נובע בעיקר מגידול בהכנסות, אשר נתמך בהרחבת מערכת ההולכה והגדלת היקפי ההזרמה לצרכנים קיימים וחדשים, בהכנסות הגדלות מדמי חיבור ובהעלאת תעריפים. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי היקף ה-EBITDA השנתי ינוע בטווח שבין 650-700 מיליון ₪, בשנים הקרובות, בהשוואה ל-EBITDA של כ-542 מיליון ₪ בשנת 2019.

### יחסי מינוף מאזני גבוהים, לצד מגמת שיפור בטווח הקצר, תוך יישום מתווה עיבוי ההון של החברה

לחברה היקף חוב פיננסי גבוה יחסית אשר מביא אותה ליחסי מינוף חלשים. נכון ליום 31 לדצמבר 2019, עמד יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה על כ-76.5%, יחס ההון למאזן שלה עמד על כ-16.3% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV (רכוש קבוע רגולטורי) עמד על כ-56%. יחסים אלו משקפים, בין השאר, את אופי פעילות החברה, אשר מתמקדת בפרויקטי תשתיות הדורשים השקעות הוניות מסיביות לטווח הארוך. עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת מגמת שיפור מתונה ביחסים אלו, כתוצאה מפירעונות החוב ומהשיפור בתזרימים. בהתאם לתרחיש של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ל-CAP צפוי לרדת ולנוע בטווח של כ-65%-75%, יחס ההון למאזן צפוי להשתפר ולנוע בטווח שבין 17%-23% ויחס החוב הפיננסי נטו ל-RAV צפוי לרדת ולנוע בטווח שבין 50%-55%. בהתאם לדיונים בשנים 2015 - 2016, הוחלט לחזק את ההון העצמי של החברה, ולפעול לכך שיחס ההון למאזן של החברה ישתפר למינימום של 20% בשנת 2022 ("להלן: "מתווה עיבוי ההון" או "המתווה"). לצורך יישום מתווה זה הוגדרו מספר יעדים: (1) הארכת תקופת הרישיון עד 2049; (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. נכון למועד הדוח, תיקון יחסי הכיסוי בוצע, בינואר 2018 התבצעה העלאת תעריף וכן נחתם הסכם מותנה להזרמת 100 מיליון ₪ לחברה, לצורך רכישת מקטע הולכה ממאגרי כריש ותנין, כאשר 50 מיליון ₪ מתוך הסכום הנ"ל הוזרמו לחברה ביום 31 לדצמבר 2018.

ביום 8.7.2020 פורסם תזכיר<sup>13</sup> לתיקון חוק משק הגז הטבעי, הכולל, בין היתר, תיקון מוצע שיאפשר לשר האנרגיה להאריך את תקופת רישיון ההולכה של החברה לתקופה נוספת של 15 שנים, וזאת בהתאם להמלצות הצוות הבין-משרדי לעניין חיזוק ההון העצמי של החברה. לצד זאת, המליץ הצוות האמור כי תוגדר קרן ייעודית לצבירות הכנסות החברה מייצוא, כאשר הקרן האמורה ייעודה ושימושה יוגדרו על ידי מועצת משק הגז הטבעי. יישום מלא של המתווה צפוי להגדיל באופן הדרגתי את ההון העצמי של החברה ולשפר את יחסי המינוף שלה במהלך השנים הקרובות.

<sup>13</sup> דיווח החברה מיום 09.07.2020.

## תזרים תפעולי במגמת עליה אשר צפויה להמשיך בשנים הקרובות

החברה מציגה עליה בתזרים התפעולי (FFO) בשנים האחרונות, כאשר בשנת 2019 עמד היקף ה-FFO בחברה על כ-376 מיליון ₪, לעומת כ-342 מיליון ₪ בשנת 2018. כמו כן, בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2020 עמד היקף ה-FFO על כ-145 מיליון ₪ לעומת היקף של כ-91 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור בתזרים נובע בעיקר לאור גידול בהכנסות, שנתמך בהרחבת מערכת ההולכה והגדלת היקפי ההזרמה לצרכנים קיימים וחדשים. יחס FFO לחוב הפיננסי נטו, נכון ל-12 חודשים אחרונים, אשר הסתיימו ביום 31 לדצמבר 2019, עמד על כ-13.2%, שיפור מתמשך לעומת יחס של 12% בסוף שנת 2018, על רקע הקטנת החוב הפיננסי נטו והשיפור ב-FFO. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך גידול בהיקפי ה-FFO של החברה בשנים הקרובות, אשר צפוי לנוע בהיקף של כ-450-550 מיליון ₪ וכתוצאה מכך שיפור נוסף ביחס הכיסוי התזרימי נטו. הגידול בהיקפים תלוי בהמשך הרחבת צריכת הגז במשק הישראלי ובייצוא משמעותי של גז טבעי למדינות השכנות.

## נזילות ההולמת את רמת הדירוג

נזילות החברה מושתתת, בין היתר, על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, אשר נשענת על רווחיות יציבה. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לייצר תזרים שנתי שוטף (CFO) תנודתי יחסית של 550-850 מיליון ₪ בשנים הקרובות, בין היתר, עקב שינויים בסעיפי הון חוזר. כמו כן, להערכתנו, יחס מקורות לשימושים של נת"צ צפוי לנוע בשנים הקרובות בין 1.2-1.9 והוצאות ה-Capex השנתיות צפויות לנוע בין 400-900 מיליון ₪. להערכת מידרוג, תזרים המזומנים השוטף של החברה, יחד עם כריות הביטחון לשירות החוב שהחברה מחזיקה ומדיניות הנזילות המינימלית שהתווה דירקטוריון החברה, מעידים על רמת נזילות מספקת, ההולמת את הדירוג ותואמת את תכנית ההשקעות הצפויה. כמו כן, להערכתנו, לחברה נגישות טובה לשוק ההון וגמישות פיננסית טובה יחסית.

## תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והן 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 בנייתו ה-GRI, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות וההשלכות של הנפקת המיעוט על דירוג החברה.

## שיקולים נוספים לדירוג

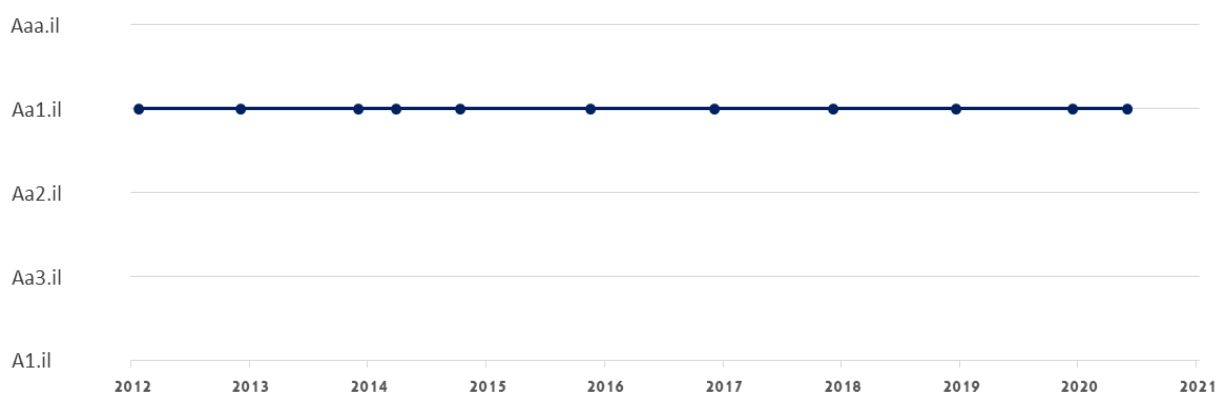
### החלטת הרגולטור על שמירת יחסי כיסוי בחברה וכריות הביטחון הקיימות מחזקים את וודאות שירות החוב

בהתאם להחלטות מועצת הגז שניתנו ביחס לקביעת התעריף, נקבע כי המודל לחישוב התעריף נועד, בין היתר, לדאוג לעמידה של החברה ביחסי הכיסוי של החברה, כך שיחס הכיסוי (ADSCR) לא ירד מ-1.30, בעוד שיחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) לא ירד מ-1.15, לאורך תקופת הרישיון. בהתאם לדיווחי החברה, נכון לשנת 2019 עמד יחס הכיסוי (ADSCR) על כ-1.97, יחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) עמד על כ-1.76 ויחס הכיסוי LCCR עמד על כ-1.80. הצהרת הרגולטור בדבר שמירה על יחס הכיסוי המינימאלי והטמעה עקבית של החלטה זו בתעריפי החברה, מחזקות בצורה משמעותית את וודאות יכולת שירות החוב החזויה של החברה ותומכות בדירוג. כמו כן, כחלק מהוראות שטר הנאמנות, שומרת החברה על כריות ביטחון לבעלי אגרות החוב, הכוללות קרן לשירות חוב, קרן תפעול ותחזוקה, קרן השקעה וחדוש ציוד וקרן חח". כריות הביטחון מספקות נזילות נוספת לחברה ותומכות בוודאות שירות החוב שלה ועל כן תומכות בדירוג.

## 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 מיום 7 לאוגוסט 2003, לפיה יוענק לחברה רישיון להקמה והפעלה של מערכת הולכת גז טבעי, כל זאת, בהתאם לחוק משק הגז הטבעי התשס"ב-2002. 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 חברים<sup>14</sup>, 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, החברה נמצאת במהלכה של תכנית פיתוח מקיפה למשק הגז הטבעי בישראל לשנים הקרובות, הנקבעת ע"י רשות הגז. צרכני החברה כוללים 5 קבוצות עיקריות: חח"י, יח"פים, ייצוא, מפעלי תעשייה וחברות חלוקה אזוריות.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות הולכת חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>14</sup> חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג שר האוצר, נציג שר האנרגיה ושני נציגי חיבור, הממונים ע"י משרד האוצר ומשרד האנרגיה.

**מידע כללי**

15.07.2020	תאריך דוח הדירוג:
11.12.2019	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 הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 ביועץ 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 מוכח 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>