



נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

פעולת דירוג | יולי 2014

1

מחברים:

ישי טריגר, אנליסט בכיר
yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, אנליסט בכיר
yuvals@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
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', ג' ו-ד', Aa1 באופק יציב, על כנו. מידרוג מודיעה על דירוג Aa1, באופק יציב, להרחבת סדרה ד' בסך של עד כ- 300 מ' ש ע.ג. (להלן: "ההרחבה"), שבכוונת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או "נתג"ז"). סך אגרת החוב מסדרה ד', לאחר ההרחבה, יעמוד על כ- 800 מיליון ש"ח ע.ג.¹, ודירוגה נותר על כנו. הרחבת סדרה ד' תונפק עבור צורכי ההשקעה של החברה, כפי שאושרו במסגרת רישיון החברה,² בכפוף לתעריף הרגולטורי הקיים, המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 (להלן: "יחס כיסוי")³ יחס כיסוי מאוחד של 1.15 (להלן: "יחס כיסוי מאוחד")⁴. 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 10/07/2014. כמו כן, הדירוג כפוף להעברת המידע המפורט בפרק 5, "השלמות".

להלן נתונים עיקריים בגין האג"ח המדורג, סדרות א', ג' ו-ד':⁵

סדרת אג"ח	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת התחייבויות בספרים במו' ש (31/03/2014) ⁶	יתרת שנות פירעון
סדרה א'	02/01/2007	5.6%	מדד המחירים לצרכן	1,281	2014-2026 ⁷
סדרה ג'	29/12/2011	4.8%		869	2016-2031
סדרה ד'	10/04/2014	2.95%		1,500	2019-2033

• **לפירוט אודות הנושאים שלהלן, ראה קישור בסוף המסמך:**

- גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים (דוח הדירוג הראשוני);
- שיקולים עיקריים לדירוג (דוח מעקב מיוחד נובמבר 2013);
- ניתוח היקפי הזרמת הגז הטבעי במשק והתפלגות צריכת הגז הטבעי לפי סוג לקוחות (דוח פעולת דירוג מרץ 2014);
- תחזית הכנסות החברה ופילוח הכנסותיה לפי רכיב קיבולת, רכיב הזרמה וריבית (דוח פעולת דירוג מרץ 2014).

¹ ביום 10/04/2014 ביצעה החברה הנפקת אג"ח סדרה ד' בהיקף כולל של 500 מ' ש ע.ג. מידרוג דירגה סדרה זו במהלך חודש מרץ 2014, בדירוג Aa1, באופק יציב.

² לפירוט בנוגע לתוכנית ההשקעות העתידיות של החברה, מצ"ב קישור [לדוח מעקב נתג"ז - נובמבר 2013](#).

³ יחס הכיסוי הינו תזרים המזומנים הפנוי לשירות חוב, בניכוי התשלומים לחח"י, בגין הקמת המקטע הימי, חלקי שירות כלל חובות החברה (קרן וריבית), ללא שירות החוב בגין הלואות חח"י.

⁴ יחס הכיסוי המאוחד לוקח בחשבון את כלל תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב, מחולק סך שירות החוב (לרבות התשלום בגין הלואה לחח"י).

⁵ טרם הרחבת סדרה ד' בכ- 300 מ' ש ע.ג.

⁶ כולל חלויות שוטפות, ללא יתרות ניכיון/פרמיות.

⁷ פירעון הסדרה החל בשנת 2012.

1. פעולת הדירוג

ביום 10/04/2014 ביצעה החברה הנפקת אג"ח סדרה ד' בהיקף כולל של 500 מ' ש"ח. בכונת החברה להנפיק אגרות חוב נוספות מסדרה ד' ולגייס בדרך של הרחבה, סך של עד כ- 300 מ' ש"ח, וזאת עבור המשך ביצוע תכנית ההשקעות בצנרת ההולכה הארצית, כפי שעודכנה ברישונה במהלך חודש אוקטובר 2012.⁸ אגרות החוב הנוספות מסדרה ד' יובטחו באותן בטוחות (פרי-פסו) שנקבעו בשטר הנאמנות, והן תהווה סדרה אחת לכל דבר ועניין. פירעון הקרן והריבית של אגרות החוב סדרה ד' יהיו חצי שנתיים, ושנות פירעון הקרן יחולו בין השנים 2019-2033. בהתאם להערכות החברה, הנפקת אגרות החוב הנוספות מסדרה ד' תבוצע במהלך חודש יולי 2014.

יש לציין, כי בהתאם להערכותיה של החברה, צפויה החברה לגייס סך של כ- 700 מ' ש"ח עד לשנת 2016, מעבר לסך הגיוס נשוא דוח דירוג זה, והכל בהתאם לתוכנית ההשקעות שלה, ובכפוף לתעריף רגולטורי המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.15.

2. ניתוח כמותי

2.1 תמצית נתונים כספיים, באלפי ש"ח

2011	2012	2013	Q1/2013	Q1/2014	נתוני רו"ה ו- FFO
256,539	276,662	399,419	85,758	110,375	סך הכנסות
237,980	248,056	366,675	78,485	101,689	הכנסות קיבולת והזרמה, נטו
18,559	28,606	32,744	7,273	8,686	הכנסות מדמי חיבור
(120,594)	(120,351)	(164,556)	(34,352)	(29,684)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
(69,982)	(51,438)	(19,610)	(9,779)	9,913	רווח נקי (הפסד)
179,380	199,646	318,629	63,686	88,674	EBITDA
186,395	197,975	318,857	64,762	92,185	FFO
31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/03/2013	31/03/2014	נתוני מאזן
4,251,258	4,591,536	4,557,701	4,545,304	4,635,781	סך מאזן
3,106,187	3,633,679	3,831,531	3,660,626	3,946,430	רישיון והקמת מתקני PRMS ¹⁰
269,444	644,952	359,141	542,635	305,668	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
271,031	255,030	300,502	292,574	308,255	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שיועדו
2,828,096	3,052,610	2,898,012	3,034,140	2,939,186	חוב פיננסי ברוטו ¹¹
2,558,652	2,407,658	2,538,871	2,491,505	2,633,518	חוב פיננסי נטו**
650,911	619,473	599,863	609,694	609,776	הון עצמי

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

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

⁹ בשנת 2012 אישרה החברה מחדש את הדוחות הכספיים כך שהצגתם החדשה הינה בהתאם לכללי ה-IFRS.

¹⁰ מתקני הפחתת לחץ ומדידה (Pressure Reduction and Metering Station)

¹¹ לרבות חוב חח".

ברבעון הראשון לשנת 2014 הסתכמו תקבולי החברה מקיבולת¹² והזרמת גז טבעי בכ- 102 מ' ש¹³ (בדומה לתקציב החברה), לעומת כ- 78 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד- גידול של כ- 23.5 מ' ש. עיקר הגידול נובע מחיבור תחנת הכוח דוראד ביולי 2013 (כ- 11 מ' ש), עדכון תעריף ההולכה בשיעור של כ- 6.9% (כ- 6 מ' ש), חיוב חח"י עבור חריגה מקיבולת חוזית (כ- 0.8 מ' ש), הרחבת קיבולת נשר (כ- 0.7 מ' ש) והרחבת קיבולת בתי הזיקוק (כ- 0.6 מ' ש). הוצאות התפעול של החברה ברבעון הראשון לשנת 2014 הסתכמו בכ- 17 מ' ש, ומהוות כ- 90% מסך התקציב שנלקח לתקופה האמורה. עיקר הפער נובע מביצוע נמוך, יחסית לתקציב, בעבודות תחזוקה בקו הימי וקיטון בהוצאות שגר ונלוות¹⁴. ברבעון הראשון לשנת 2014 רשמה החברה רווח נקי אשר הסתכם בכ- 10 מ' ש, לעומת הפסד של כ- 10 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד.

ברבעון הראשון לשנת 2014 הסתכמו הוצאות המימון נטו של החברה בכ- 31 מ' ש (לאחר היוון הסתכמו בכ- 29.7 מ' ש), לעומת כ- 37 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד. הקיטון בהוצאות המימון נבע בעיקר מירידת המדד בשיעור של כ- 0.7% ברבעון הראשון לשנת 2014, לעומת עליית מדד של 0.1% בתקופה המקבילה אשתקד.

ההשקעות במערכת ההולכה ברבעון הראשון לשנת 2014 הסתכמו בכ- 161 מ' ש, מתוך כך כ- 48 מ' ש הושקעו במתקני PRMS וחיוברי צנרת ללקוחות והיתר הושקע בפרויקטים עתידיים. ביום 31/03/2014 הסתכם תזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) של החברה בכ- 92 מ' ש, לעומת כ- 65 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע בעיקר ממעבר לרווח נקי בתקופה המדוברת (תמורה של כ- 20 מ' ש) וקיטון בהוצאות המימון נטו התזרימיות (תמורה של כ- 3 מ' ש). ביום 31/03/2014 הסתכמו המזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים שלא יועדו בכ- 306 מ' ש, לעומת כ- 359 מ' ש ביום 31/12/2013. הקיטון נובע בעיקר מפעילות השקעה אשר קוזזה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

2.2 ניתוח יחסים פיננסיים עיקריים

2011	2012	2013	2014P ¹⁵ חוב ברטו	2014P ¹⁵ חוב נטו ¹⁶	
2.67	2.38	3.12	3.41	3.41	יחס FFO לריבית ¹⁷
82.1%	66.1%	66.1%	85.4%	65.2%	יחס חוב ל- RAV ¹⁸
7.3%	8.2%	12.6%	7.7%	10.0%	יחס FFO לחוב
1.03	0.33	0.84	0.69	0.69	יחס RCF ¹⁹ ל- CAPEX

כשבוחנים את היחסים הפיננסיים המובאים בטבלה לעיל, ניתן לראות כי היחסים הפיננסיים של הפרופורמה לשנת 2014 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. עם זאת, ניתן לראות כי יחס FFO לריבית השתפר במעט לאורך השנים. נציין, כי יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות מימוןה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית, מוטת השקעות הוניות משמעותיות וגיוסי חוב.

¹² ההכנסות מקיבולת בתקופה המדוברת הסתכמו בכ- 93 מ' ש (כ- 90%).

¹³ סך הכנסות החברה הסתכמו בכ- 110 מ' ש (כ- 9 מ' ש מדמי חיבור).

¹⁴ תחזוקת המצוף הימי נעשית בעיקר ע"י עובדיה הקיימים של נתג"ז.

¹⁵ הפרופורמה מתבססת על הדוחות הכספיים ליום 31/03/2014, וכוללת את גיוס החוב, נשוא פעולת דירוג זו, בסך כ- 300 מ' ש ע.ג., וכן את הגיוס שביצעה החברה במהלך חודש אפריל, בהיקף כולל של 500 מ' ש ע.ג..

¹⁶ לא כולל את החוב של סדרה ד', בהיקף כולל של 800 מ' ש ע.ג..

¹⁷ הריבית איננה כוללת את הוצאות הריבית בגין גיוס החוב נשוא פעולת דירוג זו.

¹⁸ 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.

¹⁹ Retained Cash Flow - מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.

2.3. יחסי הכיסוי וקרנות הביטחון



בהתאם לתוצאות פעילות החברה, יחס הכיסוי עבור דצמבר 2013 הינו 2.02 ויחס הכיסוי המאוחד הינו 1.73.²⁰ יחסים אלו נמצאים מעבר ליחסי הכיסוי, עליהם התחייבה מועצת הגז הטבעי (1.30 ו- 1.15, בהתאמה²¹). בהתאם למודל הפיננסי, יחס הכיסוי הממוצע בשנים 2014-2033 הינו 1.46 והמינימאלי הינו 1.31 בשנת 2031, ויחס הכיסוי המאוחד²² הממוצע הינו 1.26 והמינימאלי הינו 1.22 בשנת 2017. נציין כי בהתאם לתיקון שטר הנאמנות²³, חישוב התזרים הפנוי לשירות החוב לצורך יצירת יחס הכיסוי התקופתי, ייעשה על בסיס התזרים התפעולי התקופתי, בניכוי השקעות שביצעה החברה ובתוספת הגיוסים אשר שימשו את החברה בתקופה האמורה, בעוד שיתרת הגיוסים שלא נוצלה תועברנה לתקופה העוקבת. תיקון זה מאפשר לחברה גמישות פיננסית אשר עשויה לשפר את תוצאות גיוסי החברה.

ראוי לציין, כי לדברי הפקידות הבכירה ברשות הגז הטבעי, התחייבות²⁴ 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 1.15 ו- 1.30, בהתאמה, עומדת בעינה.

להלן פירוט הסכומים המופיעים בכריות הביטחון נכון ל- 31/03/2014:

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 (בגין אג"ח א' ו- ג'), מלאה מעבר לנדרש.²⁵
2. קרן לשירות החוב לח"י - מחצית מסך התשלומים הקבועים בלוח הסילוקין של ההסכם המשולש²⁶, ב- 12 החודשים הקלנדריים העוקבים- הקרן תישמר עד לתום תקופת ההסכם המשולש; יתרת הקרן הינה כ- 30 מ'ש, מלאה כנדרש.

²⁰ בהתאם לטערי הנאמנות, על החברה לדווח לנאמן כי לא קיימת הפרה מצידה של התחייבויותיה, מדי 31 בדצמבר בכל שנה.
²¹ יצוין כי יחס כיסוי המהווה חדלות פירעון הינו יחס כיסוי ADSCR של 1.0, ויחס כיסוי LLCR של 1.13.
²² מכיל את החוב של נתג"ז והחוב של חח"י אשר נפרע במלואו בשנת 2025.
²³ לפירוט ראה דוח פעולת דירוג מרץ 2014.
²⁴ החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 04/01/2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.
²⁵ במהלך חודש אפריל 2014 קיבלה החברה אישור מהנאמן למשוך את יתרות הקרן אשר מעבר לנדרש בשטרי הנאמנות. כמו כן, לאור הנפקת סדרה ד' ביום 10/04/2014, הוסיפה החברה כ- 20 מ'ש לקרן לשירות החוב. נכון ל- 2/07/2014, יתרות הקרן לשירות החוב עומדות על כ- 116 מ'ש, בהתאם לנדרש.

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-54 מ'ש, מלאה מעבר לנדרש.²⁷
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-14 מ'ש, מלאה כנדרש.

3. פופיל 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: "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 חברים²⁸, 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 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 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.

²⁶ בשנת 2004 נחתם הסכם בין החברה, מדינת ישראל וחח"י, באשר להקמת מערכת ההולכה הימית (להלן: "ההסכם המשולש"). בהתאם להסכם המשולש, חח"י התחייבה לתכנון והקמת המקטע הימי, שתחילתו בחוף אשדוד וקצהו בחוף דור, וכן מקטע יבשתי מחוף דור לתחנת הכוח חגית. בגין הקמת המקטע הימי (שהושלם בשנת 2009) נטלה חח"י הלוואה דולרית, בהיקף של 223 מ' דולר, ל-20 שנה בריבית. עפ"י ההסכם משולש, התחייבה נתג"ז לשלם לחח"י את כל הסכומים שעל חח"י לשלם בגין הלוואה הדולרית (Back-to-Back).

²⁷ במהלך חודש אפריל 2014 קיבלה החברה אישור מהנאמן למשוך את יתרות הקרן אשר מעבר לנדרש בהסכמי המימון. נכון ל-2/07/2014, יתרות קרן התפעול והתחזוקה עומדות על כ-49 מ'ש, בהתאם לנדרש.

²⁸ 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

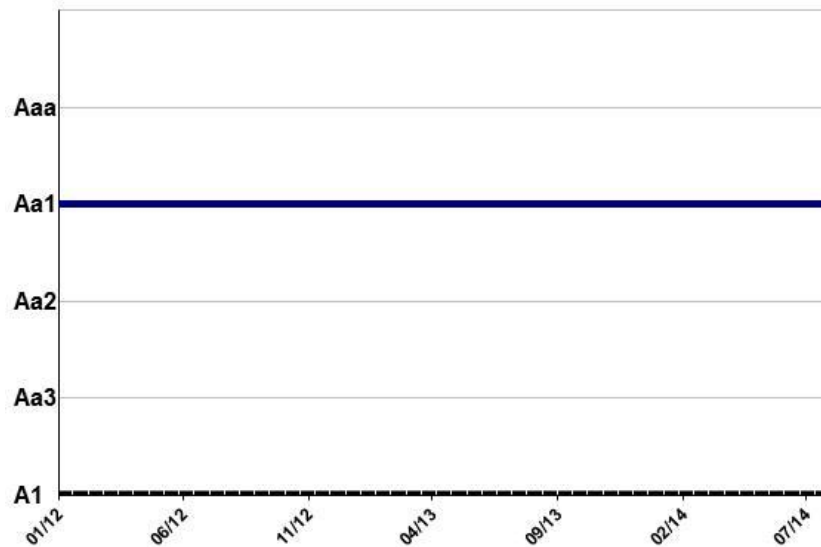
- המשך הספקה סדירה של גז טבעי למשק הישראלי באופן שיביא לגידול משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וביחסי הכיסוי
- חיבור לקוחות נוספים, לרבות חברות חלוקה, באופן שישפר את יחסי הכיסוי, ללא פגיעה ביציבות תזרים המזומנים

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 לאפיקי השקעה מסוכנים יותר
- שינוי במבנה בעלות החברה
- מחסור ארוך ומתמשך בגז טבעי העלול לגרור עיכוב או אי-תשלום רכיב הקיבולת

5. השלמות

- אישור המדינה בקשר עם הרחבת סדרה ד'
- תיקון שטר הנאמנות בקשר עם הרחבת סדרה ד'



7. מידע מקצועי רלוונטי

תאריך פרסום דוח אחרון: מרץ 2014

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

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

דוח פעולת דירוג: [נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ - מרץ 2014](#)

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

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הינן ספקולטיביות מאוד 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאיגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

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. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכונתו 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.