



# נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

דוח מעקב ופעולת דירוג | נובמבר 2015

**אנשי קשר:**

ישי טריגר, ראש צוות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

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

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

אופק	דירוג	יתרת שנות פירעון	יתרת התחייבויות בספרים במ' ש <sup>1</sup> (30/06/15)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	שנת הנפקה	סדרה
יציב	Aa1.il	<sup>2</sup> 2015-2026	1,216	מדד המחירים לצרכן	5.6%	2007	סדרה א'
יציב	Aa1.il	2016-2031	869		4.8%	2011	סדרה ג'
יציב	Aa1.il	2019-2033	801		2.95%	2014	סדרה ד'

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג אגרות החוב סדרות א', ג' ו-ד' של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או

"נתג"ז") על כנו, בדירוג Aa1.il באופק יציב.

מידרוג מודיעה על דירוג Aa1.il, באופק יציב, להרחבת סדרה ד' בסך של עד כ- 400 מ' ש ע.ג. (להלן: "ההרחבה"), שבכוננת החברה לגייס במהלך חודש נובמבר 2015 או בסמוך לכך. סך אגרת החוב מסדרה ד', לאחר ההרחבה, יעמוד על כ- 1.2 מיליארד ש ע.ג. הרחבת סדרה ד' תונפק עבור צורכי ההשקעה של החברה, כפי שאושרו במסגרת רישיון החברה, וכן לצורך עמידתה בהתניות הפיננסיות בהן מחויבת החברה לעמוד באופן שוטף, בכפוף לתעריף רגולטורי הקיים, המשקף, בין היתר, יחס כיסוי חוב של 1.3 (להלן: "יחס כיסוי")<sup>3</sup> ויחס כיסוי מאוחד של 1.15 (להלן: "יחס כיסוי מאוחד")<sup>4</sup>. במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון מידת תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות"). מידרוג מעריכה את התמיכה כגבוהה מאוד ואת התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאוד. הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 09.11.2015.

1. פעולת הדירוג

במהלך חודש אפריל 2014 ביצעה החברה הנפקת אג"ח סדרה ד' בהיקף של כ- 500 מ' ש ע.ג. ובמהלך יולי 2014 ביצעה החברה הרחבה לסדרה ד' בהיקף של כ- 300 מ' ש ע.ג. בכוננת החברה להנפיק אגרות חוב נוספות מסדרה ד' ולגייס בדרך של הרחבה סך של עד כ- 400 מ' ש ע.ג., וזאת עבור המשך ביצוע תכנית ההשקעות בצנרת ההולכה הארצית, כפי שעודכנה ברישיונה במהלך חודש אוקטובר 2012, וכן לצורך עמידתה בהתניות הפיננסיות בהן מחויבת החברה לעמוד באופן שוטף. אגרות החוב הנוספות מסדרה ד' יובטחו באותן בטוחות (פרי-פאסו) שנקבעו בשטר הנאמנות, והן תהווה סדרה אחת לכל דבר ועניין. פירעון הקרן והריבית של אגרות החוב סדרה ד' הינם חצי שנתיים, ושנות פירעון הקרן יחולו בין השנים 2019-2033. בהתאם להערכות החברה, הנפקת אגרות החוב הנוספות מסדרה ד' תבוצע במהלך חודש נובמבר 2015 או בסמוך לכך. לפי הערכות החברה, במהלך שנת 2016 היא צפויה לבצע הרחבה נוספת לסדרה ד', כך שסך היקף הסדרה לאחר ההרחבה בשנת 2016 יעמוד על כ- 1.5 מיליארד ש, 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. התפתחויות עיקריות

2.1 תכנית הפיתוח של מערכת ההולכה

השקעות החברה במערכת ההולכה בחציון הראשון לשנת 2015 הסתכמו בכ- 235 מ' ש, כ- 45 מ' ש בהקמת מתקני PRMS וחיבור צנרת ללקוחות וכ- 190 מ' ש הושקעו בפרויקטים עתידיים. בהתאם לנתוני החברה, סך ההשקעות הצפויות במקטעים עד סוף שנת 2017 יסתכמו בכ- 873 מ' ש וכוללות, בין היתר, את השלמת המקטע המזרחי, מקטע פלמחים,

<sup>1</sup> כולל חלויות שוטפות, ללא יתרות ניכיון/פרמיות.

<sup>2</sup> פירעון הסדרה החל בשנת 2012.

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

<sup>4</sup> יחס הכיסוי המאוחד לוקח בחשבון את כלל תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב, מחולק סך שירות החוב (לרבות התשלום בגין הלוואה לחח").

מקטע נילית ומקטע ירושלים מזרח. במהלך שנת 2015 סיימה החברה מספר מקטעים: (1) דוברת - ציפורית הסתיים בינואר 2015 בעלות כוללת של כ- 116 מ' ש; (2) ירושלים מערב הסתיים בפברואר 2015 בעלות כוללת של כ- 100 מ' ש; (3) הכפלת קו אשדוד - שורק הסתיים באוגוסט 2015 בעלות כוללת של כ- 158 מ' ש. בהתאם להחלטת מועצת הגז הטבעי ולתכנית ההשקעות המאושרת של החברה, תעריפי ההולכה (קיבולת והזרמה) לשנת 2015 יישארו על כנם.

## 2.2. צריכת גז טבעי במשק

נכון למועד הדוח, ספק הגז העיקרי למשק הישראלי הינו מאגר תמר.<sup>5</sup> הפקה ראשונה של גז טבעי מהמאגר החלה ביום 31.03.2013. על בסיס נתוני החברה, הצריכה המשקית של גז טבעי בשנת 2014 הסתכמה בכ- BCM 7.57, ובחציין הראשון לשנת 2015 בכ- BCM 3.74. להערכת רשות הגז הטבעי, אספקת הגז הטבעי למשק צפויה לגדול ל- BCM 8.57 בשנת 2015.<sup>6</sup> בהקשר זה יש לציין כי בחודש ספטמבר 2015 החלה הפעלה מסחרית מלאה של תחנת הכוח דליה אנרגיות כוח בע"מ (כ- 900 מגוואט),<sup>7</sup> ותחנות הכוח של קבוצת אדלטק (רמת נגב אנרגיה בע"מ כ- 116.5 מגוואט,<sup>8</sup> ואשדוד אנרגיה בע"מ כ- 59.5 מגוואט)<sup>9</sup> צפויות להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך החודשים הקרובים.

## 2.3. מימון פרויקטי ייצוא באמצעות מערכת ההולכה הארצית

בהתאם להחלטת מועצת הגז הטבעי מאוגוסט 2014,<sup>10</sup> עלות הקמת מקטע ההולכה לייצוא לרבות מתקני פיצול, מדידה וזנרת בתוספת דמי ניהול (2% מהעלות), יושנו במלואם על הגורם המוכר או המשווק את הגז הטבעי, ולא על צרכני ההולכה שאינם צרכני ייצוא. המקטע המיועד לייצוא, יהיה בבעלות החברה ויהווה חלק ממערכת ההולכה. תעריפי ההולכה בגין הייצוא יהיו זהים לתעריפי ההולכה החלים על הצרכנים הישראליים. במהלך חודש נובמבר 2014 חתמה החברה על הסכם עם חברת Noble Energy לצורך תכנון, הקמה וחיבור מערכת ההולכה הירדנית לצינור הגז הישראלי באזור הדרום (סדום - נאות הכיכר). חברת Noble Energy תשלם עבור הקמת הקו וחיבורו סך של כ- 82 מ' ש. הגזת הקו צפויה להיות בתחילת 2017. יש לציין כי התקבולים מהזרמת הגז הטבעי לירדן לא נכללים בחישוב יחסי הכיסוי במודל הפיננסי של החברה.

## 2.4. הפרטה חלקית של החברה

בהתאם להחלטת הממשלה מיום 19.10.2014, בקשר עם יצירת תכנית רב שנתית לביצוע הנפקות מיעוט של חברות ממשלתיות ויצירת תכנית חוקתית למהלך שכזה, ניכר כי למדינה אינטרס בשמירה על שליטה בחברה בטווח הארוך. לאור זאת, צפויה המדינה לדלל את אחזקותיה בשיעור כולל שבין 49%-25%. נכון למועד הדוח ועפ"י נתוני החברה, החלו הרגולטורים השונים לקדם דיונים בנושא האמור, ברם למיטב ידיעת החברה, הנושא לא נכלל בחוק ההסדרים לשנים 2015-2016. בד בבד, מציינת החברה כי הליך הפרטה שכזה טעון החלטה של ועדת השרים ואישורים שונים אשר טרם נתקבלו. בהתאם לדברי החברה, נכון למועד הדוח אין כל וודאות כי הליך ההפרטה ימומש במלואו או בחלקו. בהקשר זה יש לציין, כי שיעור ההחזקות של המדינה בחברה עלול להשפיע על הערכת התמיכה בין המדינה לחברה בנייתו ה-GRI<sup>11</sup>, וכנגזרת מכך על הדירוג הסופי של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות וההשלכות על דירוג החברה.

<sup>5</sup> הספק המשני הינו המצוף הימי, אשר יכול לספק כמות מוגבלת למשק.

<sup>6</sup> סקירת התפתחויות במשק הגז הטבעי במהלך 2014 ותחילת 2015 - רשות הגז הטבעי.

<sup>7</sup> החל מחודש נובמבר 2014, החלה תחנת הכוח לשלם עבור רכיב קיבולת.

<sup>8</sup> החל מחודש יוני 2015, החלה תחנת הכוח לשלם עבור רכיב קיבולת.

<sup>9</sup> החל מחודש אפריל 2015, החלה תחנת הכוח לשלם עבור רכיב קיבולת.

<sup>10</sup> החלטת מועצת הגז הטבעי מספר 2/14.

<sup>11</sup> ראה קישור מטה למתודולוגית לדירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer) בפרק דוחות קשורים.

2.5 תמצית נתונים כספיים, באלפי ₪

2012	2013	2014	H1/2014	H1/2015	דוח רו"ה ותזמ"ז
276,662	399,419	449,943	220,325	254,103	סך הכנסות
248,056	366,675	415,664	204,027	234,530	הכנסות קיבולת והזרמה
28,606	32,744	34,279	16,298	19,573	הכנסות מדמי חיבור
(120,351)	(164,556)	(144,381)	(100,740)	(56,161)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
(51,438)	(19,610)	28,516	(10,592)	42,762	רווח נקי (הפסד)
199,646	318,629	364,719	178,193	210,932	EBITDA
54,467	168,313	201,502	104,805	127,110	<sup>12</sup> FFO
<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>30/06/2014</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>נתוני מאזן</b>
4,591,536	4,557,701	5,307,974	5,067,633	5,410,349	סך מאזן
3,633,679	3,831,531	4,221,112	4,028,004	4,360,632	רישיון והקמת מתקני <sup>13</sup> PRMS
644,952	359,141	632,419	500,722	636,767	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים* שלא יועדו
255,030	300,502	359,145	432,602	298,152	מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים** שיועדו
3,052,610	2,952,488	3,680,968	3,394,270	3,646,438	חוב פיננסי ברוטו <sup>14</sup>
2,407,658	2,593,347	3,048,549	2,893,548	3,009,671	חוב פיננסי נטו***
619,473	599,863	628,379	589,271	671,141	הון עצמי

\* מדיניות ההשקעה הינה השקעה באג"ח מדינת ישראל, מק"מים ופיקדונות.  
 \*\* מדיניות ההשקעה הינה השקעה באג"ח בדירוג מקומי או בינלאומי השווה לפחות לדירוג מדינת ישראל, מק"מים ופיקדונות.  
 \*\*\* בניכוי מזומנים ושווי מזומנים וני"ע סחירים שלא יועדו.

בחציון הראשון לשנת 2015 גדלו הכנסות החברה מקיבולת<sup>15</sup> והזרמת<sup>16</sup> גז טבעי בשיעור של כ- 15%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד- גידול של כ- 30.5 מ' ₪. עיקר הגידול נובע מחיבור צרכנים חדשים (דליה אנרגיות כוח בע"מ, תחנות הכוח של קבוצת אדלטק ועוד) וחיוב חח"י עבור חריגה מקיבולת חוזית. הוצאות התפעול ללא פחת של החברה בחציון הראשון לשנת 2015, הסתכמו בכ- 34 מ' ₪, ומהוות כ- 87% מסך התקציב שנלקח לתקופה האמורה. עיקר הפער נובע מדחיית ביצוע <sup>17</sup>PIG, וחיסכון בעלויות הביטוח בעקבות מכרז שביצעה החברה. בחציון הראשון לשנת 2015 הסתכמו הוצאות המימון נטו של החברה בכ- 56 מ' ₪ (לפני היוון הסתכמו בכ- 66 מ' ₪), לעומת כ- 101 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הקיטון בהוצאות המימון נבע בעיקר מירידת המדד ושער הדולר, וקיטון בהפסד מעסקאות הגנה (כולל ריבית), ביחס לחציון הראשון לשנת 2014. החברה רשמה בחציון הראשון לשנת 2015 רווח נקי של כ- 43 מ' ₪, לעומת הפסד של כ- 11 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. במחצית הראשונה לשנת 2015 הסתכמו תזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) של החברה בכ- 127 מ' ₪, לעומת כ- 105 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. ביום 30.06.2015 הסתכמו המזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים שלא יועדו בכ- 637 מ' ₪, בדומה לסוף שנת 2014.

<sup>12</sup> לאחר קיזוז ריבית ששולמה, אשר לא קוזזה בעבר.

<sup>13</sup> מתקני הפחתת לחץ ומדידה (Pressure Reduction and Metering Station).

<sup>14</sup> לרבות חוב חח"י.

<sup>15</sup> הכנסה של כ- 217 מ' ₪.

<sup>16</sup> הכנסה של כ- 17 מ' ₪.

<sup>17</sup> Pipeline Inspection Gauges - מוליך לניקוי ולבדיקת תקינות המערכת.

## 2.6. ניתוח יחסים פיננסיים עיקריים

2012	2013	2014	2015P <sup>18</sup>	
1.38	2.12	2.23	2.40	יחס FFO לריבית
66.1%	67.5%	72.0%	78.0%	יחס חוב נטו ל- RAV <sup>19</sup>
2.3%	6.5%	6.6%	7.5%	יחס FFO לחוב נטו
0.09	0.44	0.36	0.62	יחס RCF <sup>20</sup> ל- CAPEX

היחסים הפיננסיים של החברה לאורך השנים 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. למעשה, החוב הפיננסי של החברה גדל בקצב מהיר יותר מאשר תזרים המזומנים ונכסיה. על אף האמור לעיל, ניכר כי חל שיפור מסוים בחלק מהיחסים הפיננסיים. בהתאם לתכנית ההשקעות ותחזית החברה, היחסים הפיננסיים צפויים להישאר בסביבה הנוכחית בטווח הקצר.

## 2.7. יחסי הכיסוי וקרנות הביטחון

בהתאם לנתוני החברה, יחס הכיסוי השנתי (ADSCR) בגין 2014 עמד על כ- 1.41, ויחס הכיסוי המאוחד (ADSCR) על כ- 1.32, ויחס הכיסוי LLCR על כ- 1.58.<sup>21</sup> יחסים אלו נמצאים מעבר ליחסי הכיסוי, עליהם התחייבה מועצת הגז הטבעי (1.30) ו- 1.15, בהתאמה<sup>22</sup>). לפי המודל הפיננסי ותחזית החברה, יחס הכיסוי (ADSCR) הממוצע הינו כ- 1.32 והמינימאלי הינו כ- 1.30 בשנת 2016, ויחס הכיסוי (ADSCR) המאוחד<sup>23</sup> הממוצע הינו כ- 1.27 והמינימאלי הינו כ- 1.18 בשנת 2015, ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי הינו כ- 1.46 בשנת 2016.

ראוי לציין, כי לדברי הפקידות הבכירה ברשות הגז הטבעי, התחייבות<sup>24</sup> רשות הגז הטבעי לכיסוי כלל עלויות נתגז, לרבות הקמת מערכת ההולכה, תפעולה, עלויות מימון ותשואה נאותה על הנכסים, תוך שמירה על יחס כיסוי חוב ויחס כיסוי חוב מאוחד של 1.15 ו- 1.30, בהתאמה, עומדת בעינה.

במסגרת תנאי המימון של אגרות החוב, צריכה החברה להעמיד את קרנות הביטחון הבאות<sup>25</sup>: (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 שגויס; (2) קרן לשירות החוב לחח"י - מחצית מסך התשלומים הקבועים בלוח הסילוקין של ההסכם המשולש<sup>26</sup>, ב- 12 החודשים הקלנדריים העוקבים; (3) קרן התפעול והתחזוקה<sup>27</sup> - מחצית מהוצאות התפעול והתחזוקה השנתיות הממוצעות עד 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; (4) קרן השקעה בחידוש ציוד<sup>27</sup> - קרן בגובה

<sup>18</sup> הפרופורמה לשנת 2015 מתבססת על הדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2015.

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

<sup>21</sup> בהתאם לשטרי הנאמנות, על החברה לדווח לנאמן כי לא קיימת הפרה מצידה של התחייביותה עבור כל שנה.

<sup>22</sup> יצוין כי יחס כיסוי המהווה חדלות פירעון הינו יחס כיסוי ADSCR הנמוך מ- 1.1, ויחס כיסוי LLCR הנמוך מ- 1.13.

<sup>23</sup> מכיל את החוב של נתגז החוב של חח"י.

<sup>24</sup> החלטת המועצה לענייני גז טבעי מיום 04.01.2007 בקשר עם יחסי הכיסוי.

<sup>25</sup> כלל קרנות הביטחון משועבדות לנאמן, למעט קרנות הביטחון של הסוואפים וקרן חח"י.

<sup>26</sup> בשנת 2004 נחתם הסכם בין החברה, מדינת ישראל וחח"י, באשר להקמת מערכת ההולכה הימית (להלן: "ההסכם המשולש"). בהתאם להסכם המשולש, חח"י התחייבה להקים את המקטע הימי, שתחילתו בחוף אשדוד וקצהו בחוף דור, וכן מקטע יבשתי מחוף דור לתחנת הכוח חנית. בגין הקמת המקטע הימי (שהושלם בשנת 2009) נטלה חח"י הלוואה דולרית, בהיקף של 223 מ' דולר, עד לשנה 2025 בריבית דולרית. עפ"י ההסכם משולש, התחייבה נתגז לשלם לחח"י את כל הסכומים שעל חח"י לשלם בגין ההלוואה הדולרית (Back-to-Back).

<sup>27</sup> הקרן תשועבד עבור מחזיקי סדרה ד' החל מהמועד הקובע, כפי שמוגדר בשטר הנאמנות, כמועד בו סיימה החברה את כל התחייביותה כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרה א' ו/או סדרה ג') בהתאם לשטרי הנאמנות לאגרות החוב (סדרה א' ו/או סדרה ג'), לפי המאוחר.

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. בהתאם לנתוני החברה, קרנות הביטחון שלעיל מלאות בהתאם לנדרש.

### 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" 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>28</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 (ADSCR) שנתי מינימאלי, בשיעור של 1.30 ויחס כיסוי (ADSCR) 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.

### 4. אופק הדירוג

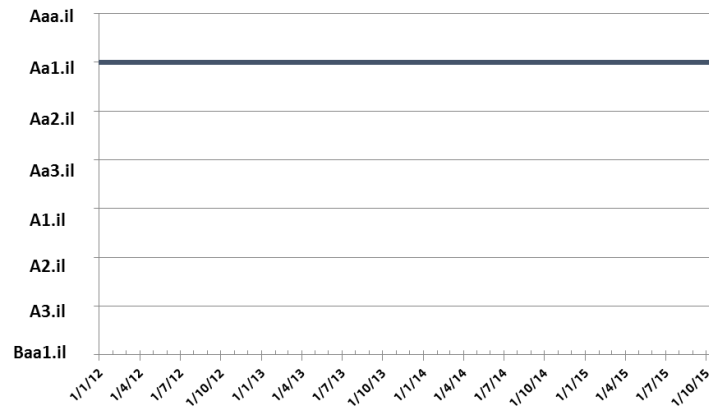
#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- 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, לרבות שינוי מבנה בעלות החברה
- 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
- מחסור ארוך ומתמשך בגז טבעי העלול לגרור עיכוב או אי-תשלום רכיב הקיבולת

<sup>28</sup> חברי המועצה הינם מנהל רשות הגז, נציג משרד האוצר, נציג משרד התשתיות ונציג נציגי ציבור, הממונים ע"י משרד האוצר ומשרד התשתיות.



6. דוחות קשורים

תאריך פרסום דוח אחרון: יולי 2014

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

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

[מתודולוגית לדירוג חברות הולכת חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה - אפריל 2015](#)

[מתודולוגית לדירוג מנפיק הקשור למדינה \(Government Related Issuer\) - אוקטובר 2013](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג - אוגוסט 2015](#)

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 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").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג שלשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג אינה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.