Maalot
S&P Global Ratings

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

29 ביולי 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', התחזית יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

איילת מצוב 972-3-7539712 ayelet.matzov@spglobal.com

איש קשר נוסף:

יבגני סילישטיאן 972-3-7539733 evgeni.silishtian@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 8
ניתוח התניות 9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 9
התאמות לדירוג 9
תמיכה ממשלתית 9
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 10
התאמות לדיווח הכספי 10
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 11

רשימת דירוגים 11

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד מונופוליסטי בשוק הגז הטבעי בישראל. • ביקוש גובר לגז טבעי על רקע צפי לצמיחה בביקוש לחשמל. • מסגרת רגולטורית יציבה ותומכת. • סבירות גבוהה מאוד לתמיכה ממשלתית.	• חשיפה גבוהה למדינות עם סיכון גבוה וריכוזיות בלקוחות. • תוכנית השקעות נרחבת של כ-2.5 מיליארד ₪ בשנתיים הקרובות.

למרות יציבות בצריכת הגז חלה שחיקה בתוצאות התפעוליות של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ("נתג"ז" או "החברה") ב-2025. בהתאם לנתוני רשות הגז, צריכת הגז הטבעי בישראל (מקומית ויצוא) נותרה בהיקף דומה ל-2024 ועמדה על כ-26.8 BCM. למרות זאת, חל קיטון של כ-7% בהכנסות החברה לכ-1.13 מיליארד ₪, בעיקר בשל עדכון תמחור היצוא למצרים בעקבות הסכם הגישור עם Chevron Corporation ("שברון", +A-1/Stable/A-), הפחתת תעריף ההולכה החל מיולי 2024, והפסקה זמנית של הזרמת הגז הטבעי בעקבות המצב הביטחוני. עם זאת, חלק מהירידה בהכנסות קוזזה על ידי חיבור לקוחות חדשים והגדלת קיבולת ההולכה ללקוחות קיימים.

למרות השחיקה בתוצאות התפעוליות, חל שיפור ביחסים הפיננסיים של החברה. השיפור נבע מקיטון בחוב המתואם, בעיקר בשל תזרים מזומנים חופשי גבוה מאוד בין היתר כתוצאה ממקדמות דמי חיבור מלקוחות, לצד היקף השקעות נמוך מהצפוי בשל עיכובים בביצוע פרויקטים על רקע אילוצים ביטחוניים. אנו סבורים כי קצב ההשקעות של החברה יואץ משמעותית בשנתיים הקרובות בהשוואה ל-2024-2025, בהתאם לתוכנית ההשקעות הרב-שנתית. כתוצאה מכך אנו מעריכים כי יתרות המזומנים יקטנו והחוב המתואם יגדל. עם זאת, מקדמות מיצואני גז לצורך מימון הקמת התשתיות, לצד תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, צפויים לתמוך בהערכתנו כי לאורך זמן החברה תציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג.

אנו מעריכים כי הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן בנתג"ז נותרה גבוהה מאוד. דירוג החברה משקף את הערכתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לנתג"ז תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית. הערכתנו משקפת בעיקר את חשיבותה הגבוהה מאוד של נתג"ז לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי ובהינתן העובדה כי גז טבעי הפך למרכיב מהותי בתהליך ייצור החשמל בישראל, וצפוי לשמש גם את התעשייה הכבדה. כמו כן אנו סבורים כי לנתג"ז חשיבות גיאופוליטית בהינתן הסכמי יצוא הגז למדינות שכנות. לנתג"ז קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בנתג"ז בבעלות מלאה ומעורבת באופן פעיל בהגדרת אסטרטגיית החברה ובאישור תוכניות הפיתוח וגיוס החוב שלה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ההאצה ביצוא והצמיחה בביקוש לגז טבעי יימשכו ב-12-24 החודשים הקרובים, ויתמכו בהכנסות וברווחיות של החברה, בעיקר על רקע תוכנית ההשקעות שלה. בהתאם לכך אנו מעריכים כי החברה תשמור על יחס FFO (funds from operations) לחוב העולה על 25% ועל יחס FOCF (תזרים מזומנים פנוי מפעילות שוטפת) מתואם לחוב העולה על 5% לאורך זמן. אנו ממשיכים להעריך כי התמיכה הרגולטורית בחברה תימשך, וכי יש סבירות גבוהה מאד שמדינת ישראל תספק לחברה תמיכה במידת הצורך.

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית במזרח התיכון עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם S&P Global Ratings תוריד את דירוג מדינת ישראל, או אם תשתנה הערכתנו לגבי הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם תחול התדרדרות מהותית בפעילות העסקית של החברה או בתוצאותיה הפיננסיות, כך שתסטה מהיחסים ההולמים את הדירוג לאורך זמן. תרחיש זה עשוי להתממש בעקבות התדרדרות מהותית ומתמשכת בכלכלה המקומית, או כתוצאה מיישום תוכנית השקעות אגרסיבית מעבר לתרחיש הבסיס שלנו, וללא עדכון התעריף על ידי רשות הגז בהתאם. התדרדרות במצב הנזילות של החברה תפעיל גם כן לחץ שלילי על הדירוג.

תיאור החברה

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ היא חברה ממשלתית שנוסדה בשנת 2003 לצורך הקמה ותפעול של מערכת ההולכה הארצית לגז טבעי. החברה פועלת מתוקף רישיון שניתן לה בהתאם לחוק משק הגז הטבעי על ידי שר האנרגיה והתשתיות, שהוארך בנובמבר 2025 ותוקפו עד ליום 31 ביולי 2049. נתג"ז היא מונופול טבעי בשוק הולכת הגז בישראל. הגז הטבעי הולך ותופס מקום מרכזי במשק האנרגיה בישראל, ואחד מתפקידיה המרכזיים של רשות הגז (הרגולטור) היא להבטיח את יציבותה הפיננסית של נתג"ז, ועל כן היא קובעת את התעריפים לפני ביצוע ההשקעות באופן התומך בשירות החוב של החברה. לחברה ודאות גבוהה של הכנסות, היות שרוב הכנסות החברה מגז נובעות ממרכיב הקיבולת המשולם לפי כמות הגז המוזמנת ללא קשר לכמות שהוזרמה בפועל. החברה פעילה בעיקר בישראל, אך בשנים האחרונות הרחיבה את אפשרויות היצוא של הגז לירדן ומצרים.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-3.1% בתמ"ג בישראל ב-2026, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-3.3%. ב-2027 צמיחה של כ-5.9% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-2% ושיעור אבטלה של כ-3.1%.
- הכנסות של כ-1.0-1.1 מיליארד ₪ לשנה ב-2026-2027.
- שיעור EBITDA של כ-79%-81% ב-2026-2027.
- מקדמות מיצואני הגז לצורך השקעות בתשתית בהיקף כולל של כ-900-950 מיליון ₪ בשנים 2026-2027.
- השקעות בהיקף כולל של כ-2.4-2.6 מיליארד ₪ בשנים 2026-2027.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
FFO/חוב	51.4%	27%-29%	27%-29%
FOCF/חוב	92.8%	0%>	כ-0%

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

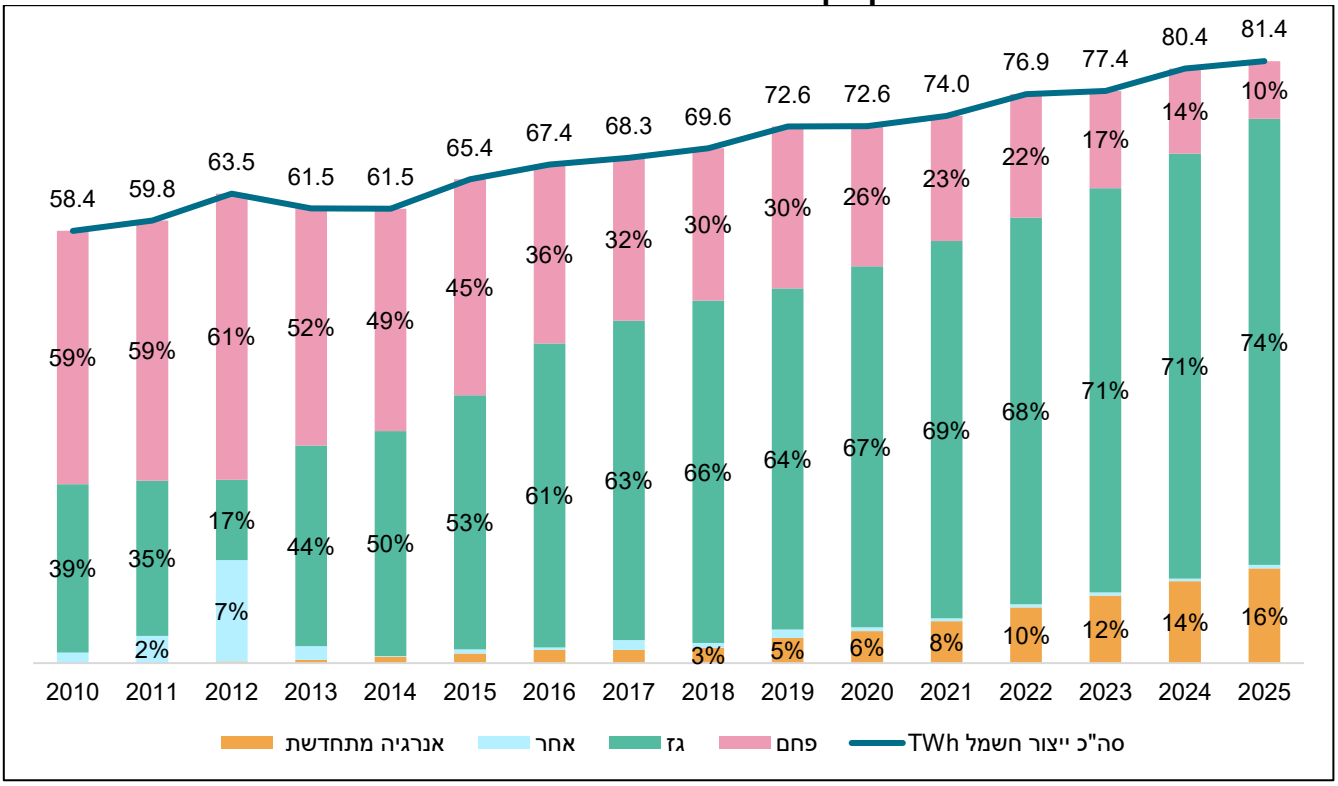
בשנת 2025 תזרים המזומנים הפנוי מפעילות שוטפת (FOCF) היה גבוה מהצפוי, בעיקר בעקבות תקבול של כ-1 מיליארד ₪ בגין דמי חיבור שנרשם כהכנסה מראש בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, לצד היקף השקעות נמוך מהצפוי. כתוצאה מכך חלק קיטון בחוב המתואם, ויחס הכיסוי המתואם FOCF לחוב עמד על כ-92.8%, גבוה משמעותית מתרחיש הבסיס הקודם. אנו צופים כי בשנים 2026-2027 היקף ההשקעות יגדל בהתאם לתקציב הפיתוח, כך שהחוב המתואם יגדל ובהתאמה יחס ה-FOCF לחוב יתכנס לרמות נמוכות יותר, אך בממוצע לאורך זמן יישאר ברמה התומכת בדירוג.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך, להערכתנו, בהיותה מונופול טבעי בשוק הולכת הגז בישראל. צריכת הגז הטבעי הכוללת במשק (מקומי ויצוא) הסתכמה ב-2025 בכ-26.8 BCM, מתוכם, הצריכה המקומית עמדה על כ-14.4 BCM, גידול של כ-4.1% בהשוואה ל-2024. ענף ייצור החשמל נותר המנוע המרכזי, עם צריכה של כ-11.4 BCM. חלקו של הגז הטבעי בתמהיל ייצור החשמל הגיע לשיא של כ-74%, בעיקר על רקע הביקוש הגובר לחשמל. חקיקה ירוקה בתחום החשמל, המחייבת את חברת החשמל לישראל בע"מ ("חח"י", ilAAA/Stable/ilA-1+) להגביר את השימוש בגז על חשבון פחם, והמשך הגידול בייצור חשמל באמצעות גז על

ידי היצרניות הפרטיות תומכים גם הם, להערכתנו, בביקוש לגז טבעי. אנו מעריכים כי המקום המרכזי שהגז הטבעי תופס במשק האנרגיה בישראל ימשיך לתמוך בפרופיל העסקי של נתג"ז.

תרשים 1: התפלגות ייצור החשמל בין מקורות אנרגיה שונים



מקור: עיבוד לנתוני רשות החשמל.

אנו מעריכים כי נתג"ז פועלת בסביבה רגולטורית תומכת. אחד מתפקידיה המרכזיים של רשות הגז הוא להבטיח את יציבותה הפיננסית של נתג"ז, ועל כן היא קובעת את התעריפים לפני ביצוע ההשקעות באופן התומך בנראות תזרימי המזומנים של החברה. כמו כן, מרכיב הקיבולת בהכנסות, המשולם לפי כמות הגז המוזמנת ללא קשר לכמות שהוזרמה בפועל, מפחית את חשיפת החברה לתנודתיות בביקוש. אנו סבורים כי מנגנונים אלו, לצד הביקוש היציב לשירותי ההולכה, תומכים ברווחיות לאורך זמן וביכולת עקבית לייצר תזרים מזומנים מספק מפעילות שוטפת.

פעילות היצוא מהווה מנוע צמיחה, ותומכת בהיקף הפעילות הצפוי. היקף היצוא למדינות השכנות מצרים (B/Stable/B) וירדן (BB-/Stable/B) עמד על כ-12.4 BCM ב-2025, קיטון של כ-6% לעומת 2024. אנו מעריכים כי קיטון זה נבע בעיקר מאילוצים תפעוליים וביטחוניים ולא משינוי במגמות הביקוש האזורי, שאנו צופים שיישאר גבוה. היקפי היצוא הצפויים משקפים בין היתר את הערכתנו שעם השלמת העבודות להקמת הקו הימי בין אשדוד לאשקלון במהלך 2026, ובהמשך השלמת פרויקט ניצנה, תתאפשר הגדלת היצוא למצרים. עם זאת, יכולת החברה להגדיל את הכנסותיה מיצוא נותרה תלויה באישור הממשלה להגדלת מכסות היצוא.

פעילות החברה מרוכזת בתחום פעילות בודד, הולכת גז, והיקפי הפעילות שלה מוגבלים בהשוואה לחברות הפועלות בתחום בעולם. כמו כן, פעילות החברה חשופה ללקוחות מרכזיים, היות שההכנסות מחח"י ומשברון היוו כ-49% מהכנסותיה מקיבולת והולכה ב-2025, ולמדינות בסיכון גבוה, היות שכ-34% מהכנסותיה מקיבולת והולכה באותה שנה נבעו מיצוא למצרים ולירדן. מאפיינים אלו מגבילים את הערכתנו לפרופיל העסקי.

הפרופיל הפיננסי

מנגנון קביעת התעריף על ידי רשות הגז תומך להערכתנו ביציבותה הפיננסית של נתג"ז וביכולתה לשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג. אנו סבורים שהפיקוח הממשלתי תומך ביכולת החברה לשמור על מבנה הון בר קיימא להערכתנו, ולהציג בממוצע יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג לאורך זמן במסגרת המדיניות הפיננסית של נתג"ז. להבנתנו, הרגולטור מכוון לשמירה על יחס כיסוי חוב (ADSCR) של 1.3x, לעומת יחס נדרש של 1.1x כחלק מתנאי סדרות האג"ח, כך שכל גידול בהשקעות החברה (הממומנות באמצעות חוב) יביא לעלייה בתעריף, מה שתומך ביכולת החברה לשרת את החוב. הצמדת התעריף למדד המחירים לצרכן באופן חודשי צפויה לתרום לחיזוק תזרים המזומנים של החברה ולספק כיסוי הולם לעלייה בתשלומי החוב והריבית. ברישיון החברה מפברואר 2022 נקבע כי התעריף יעודכן אחת לשנה. אנו מעריכים כי תדירות עדכון התעריף מפחיתה את הסיכון בפערי העיתוי, מאפשרת לחברה גמישות רבה ומענה טוב לצרכיה המשתנים, ותומכת בשמירה על רווחיות ועל יחסי מינוף ההולמים את הדירוג.

ב-2025 חל שיפור ביחסים הפיננסיים למרות השחיקה בתוצאות התפעוליות, אך אנו צופים כי הם ייחלשו ב-2026-2027. הכנסות החברה הצטמצמו בכ-7% ב-2025 לכ-1.13 מיליארד ₪, בעיקר בשל עדכון תמחור היצוא למצרים בעקבות הסכם הגישור עם שברון, הפחתת תעריף ההולכה החל מיולי 2024, והפסקה זמנית של הזרמת הגז הטבעי בעקבות המצב הביטחוני. חלק מהירידה בהכנסות קוזזה על ידי חיבור לקוחות חדשים והגדלת קיבולת הולכה ללקוחות קיימים. בהתאם נרשמה שחיקה ב-EBITDA וב-FFO לכ-935 מיליון ₪ וכ-692 מיליון ₪, בהתאמה, מכ-1.06 מיליארד ₪ וכ-750 מיליון ₪, בהתאמה, ב-2024.

למרות זאת, ב-2025 עלה היחס המתואם FFO לחוב לכ-51% מכ-42% ב-2024. השיפור נבע בעיקר מקיטון בחוב המתואם, שעמד בסוף 2025 על כ-1.35 מיליארד ₪ לעומת כ-1.77 מיליארד ₪ בסוף 2024. קיטון זה נבע בעיקר מתזרים מזומנים חופשי גבוה מאוד, בין היתר כתוצאה ממקדמות דמי חיבור מלקוחות בסך של כ-1 מיליארד ₪, לצד היקף השקעות נמוך מהצפוי, כ-660 מיליון ₪, בשל עיכובים בביצוע פרויקטים על רקע אילוצים ביטחוניים. אנו צופים האצה משמעותית בביצוע תוכנית ההשקעות של החברה בשנתיים הקרובות, כך שהיקף ההשקעות בשנים 2026-2027 יסתכם בכ-2.4-2.6 מיליארד ₪, בהתאם לתוכנית ההשקעות הרב-שנתית. כתוצאה מכך אנו מעריכים כי יתרות המזומנים יקטנו והחוב המתואם יגדל. עם זאת, מקדמות מיצואני גז לצורך מימון הקמת תשתיות, לצד תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, צפויים לתמוך בהערכתנו כי לאורך זמן החברה

תציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי בשנים 2026-2027 החברה תציג יחס מתואם FFO לחוב של כ-27%-29%.

Table 1.
Israel Natural Gas Lines Co. Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Gas

	2025	2024	2023	2022	2021
Revenue	1,131	1,219	1,141	1,128	1,005
EBITDA	935	1,062	982	1,018	890
Funds from operations (FFO)	692	750	613	676	660
Interest expense	163	213	226	304	171
Cash interest paid	104	119	173	96	136
Cash flow from operations	1,907	793	811	1,026	872
Capital expenditure	658	374	652	699	391
Free operating cash flow (FOCF)	1,249	420	159	327	481
Discretionary cash flow (DCF)	1,249	198	159	327	481
Cash and short-term investments	1,064	998	863	945	1,162
Gross available cash	1,319	1,203	1,135	1,188	1,438
Debt	1,346	1,770	2,033	2,157	1,950
Equity	2,249	2,149	1,969	1,626	1,428
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	82.6	87.1	86.1	90.3	88.6
Return on capital (%)	12.9	15.8	15.2	18.0	15.2
EBITDA interest coverage (x)	5.7	5.0	4.3	3.4	5.2
FFO cash interest coverage (x)	7.7	7.3	4.5	8.0	5.9
Debt/EBITDA (x)	1.4	1.7	2.1	2.1	2.2
FFO/debt (%)	51.4	42.4	30.1	31.3	33.8
Cash flow from operations/debt (%)	141.7	44.8	39.9	47.6	44.7
FOCF/debt (%)	92.8	23.7	7.8	15.2	24.7
DCF/debt (%)	92.8	11.2	7.8	15.2	24.7

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של נתג"ז כהולמת. אנו סבורים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026. הערכתנו לרמת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים הגבוהה שבידי נתג"ז ועל תזרים המזומנים השוטף הצפוי שלה, ביחס להיקף חלויות החוב ותקציב ההשקעות בשנה הקרובה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.8 מיליארד ₪.
- תזרים תפעולי (כולל תקבולים מיצואני הגז כמקדמות למימון פרויקטים) של כ-1.0-1.1 מיליארד ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- חלויות חוב של כ-290 מיליון ₪.
- הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-1.5-1.7 מיליארד ₪.
- חלוקת דיבידנד בסך של כ-230 מיליון ₪.

ניתוח התניות

לפי תנאי האג"ח, על החברה לשמור על יחסי הכיסוי הבאים:

- יחס כיסוי ADSCR גבוה מ-1.1x
- יחס כיסוי LLCR גבוה מ-1.13x

נכון ל-31 במרץ 2026, החברה עומדת בכל התניותיה הפיננסיות, ואנו צופים כי היא תשמור על מרווח מספק על התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ. ממשלת ישראל מקדמת מעבר משימוש בפחם ומזוט לאנרגיה מתחדשת וגז על מנת להפוך את ייצור החשמל לנקי יותר ולתמוך בכלכלה המקומית, שכן הגז מופק במאגרים ישראליים. כתוצאה מכך יש לנו דעה חיובית יותר על ייצור הגז בישראל מאשר באירופה, שם אנו רואים סיכון גדול יותר לצמיחה בטווח הארוך.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילית (השפעה שלילית)

תמיכה ממשלתית

דירוג החברה משקף את הערכתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לנתג"ז תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית. הערכתנו משקפת בעיקר את חשיבותה הגבוהה מאוד של נתג"ז לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי ובהינתן הפיכתו של הגז הטבעי למרכיב מהותי בתהליך ייצור החשמל בישראל שצפוי לשמש גם את התעשייה הכבדה. אנו סבורים גם כי לנתג"ז חשיבות גיאופוליטית

בהינתן הסכמי יצוא הגז למדינות שכנות. לנתג"ז קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בנתג"ז בבעלות מלאה ומעורבת באופן פעיל בהגדרת אסטרטגיית החברה ובאישור תוכניות הפיתוח וגיוס החוב שלה.

הארכת רישיון ההולכה של החברה עד 31 ביולי 2049, שאושרה ב-20 בנובמבר 2025, והחלטת הממשלה מחודש מאי 2026 להרחיב את תחומי הפעילות של החברה, תומכות בהערכתנו למעמדה האסטרטגי של החברה ולתפקידה בפיתוח תשתיות הגז הטבעי בישראל ובוודאות הרגולטורית, ומחזקות את נראות תזרימי המזומנים בטווח הארוך.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

נכון ל-31 במרץ 2025, כל החוב של החברה נמצא באותה רמת בכירות, והיא מתממנת באמצעות אג"ח בלבד. אי לכך, להערכתנו אין אלמנטים משמעותיים של סיכון נחיתות במבנה ההון ולכן אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח לדירוג המנפיק, 'ilAAA'.

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של נתג"ז לשנת 2025:

- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת התחייבויות חכירה לחוב המדווח.
- הפחתת רכיב הצמדת החוב לאותה שנה מה-FFO.
- סיווג ריבית ששולמה וריבית שהתקבלה במסגרת תזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

Table 2.

Israel Natural Gas Lines Co. Ltd. -- Reconciliation of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil .NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2025

	Debt	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**2,610.9**	**145.6**	**935.7**	**1,956.3**
S&P Global Ratings adjustments				
Cash taxes paid	--	--	(73.7)	--
Cash interest paid	--	--	(103.6)	--
Reported lease liabilities	54.5	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,319.5)	--	--	--
Capitalized interest	--	17.3	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	(49.4)
Interest expense: Amortized cost	--	0.5	--	--

	Debt	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Funds from operations: Other (principle based)	--	--	(65.5)	--
Total adjustments	**(1,265.0)**	**17.8**	**(242.8)**	**(49.4)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**1,346.0**	**163.3**	**692.2**	**1,906.9**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 7 ביולי, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

נתיבי הגז הטבעי לישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAAA\Stable	27/12/2006	13/11/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilAAA	27/12/2006	13/11/2025
סדרה ג	ilAAA	20/06/2012	13/11/2025

נתיבי הגז הטבעי לישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
סדרה ד '	ilAAA	16/11/2016	13/11/2025

היסטוריית דירוג המנפיק

טווח ארוך	
נובמבר 13, 2025	ilAAA\Stable
מאי 15, 2024	ilAAA\Negative
אוגוסט 02, 2023	ilAAA\Stable
יולי 15, 2021	ilAA+\Positive
נובמבר 29, 2018	ilAA+\Stable
נובמבר 16, 2016	ilAA\Positive
ספטמבר 15, 2013	ilAA\Stable
מאי 09, 2013	ilAA-\Stable
אפריל 11, 2013	ilAA\Stable
נובמבר 27, 2012	ilAA\Watch Neg
יוני 20, 2012	ilAA\Negative
דצמבר 22, 2010	ilAA\Stable
פברואר 17, 2009	ilAA-\Stable
דצמבר 27, 2006	ilA+\Stable

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	29/07/2026 14:10
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	29/07/2026 14:10
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.