Maalot
S&P Global Ratings

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

15 ביולי, 2020

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', תחזית הדירוג יציבה; מתן דירוג 'ilAA+' להנפקת איגרות חוב חדשות בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ. באמצעות הרחבת סדרה ד'

אנליסט אשראי ראשי:

איתי רפל, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....2
תחזית הדירוג....3
התרחיש השלילי....3
התרחיש החיובי....3
תיאור החברה....3
תרחיש הבסיס....4
נזילות....4
התניות פיננסיות....4
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן....5
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות....5
התאמות לדירוג....5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים....5
רשימת דירוגים....6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', תחזית הדירוג יציבה; מתן דירוג 'ilAA+' להנפקת איגרות חוב חדשות בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ. באמצעות הרחבת סדרה ד'

תמצית פעולת הדירוג

- נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ("נתג"ז" או "החברה") צפויה להציג ביצועים העומדים בציפיות שלנו לדירוג בשנים הקרובות.
- ביצועי החברה לא הושפעו כמעט ממשבר הקורונה. במקביל, פעילות היצוא של החברה צוברת תאוצה וצפויה להביא לשיפור מסוים ביחסים הפיננסיים. עם זאת, אנו נוקטים משנה זהירות ביחס לפעילות זו, שטרם הוסדרה במלואה, במיוחד בכל הקשור ליצוא לטווח ארוך למצרים וההשקעות הכרוכות בפעילות זו.
- החברה מתכוונת להנפיק בטווח הזמן המידי איגרות חוב חדשות לצורך פעילותה השוטפת, במיוחד הרחבת קווים בדרום הארץ.
- ב-15 ביולי, 2020, אשררנו את דירוג הטווח הארוך 'ilAA+' של נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ואת הדירוג 'ilAA+' לחוב הבכיר של החברה, כולל הרחבה של סדרת אג"ח ד' בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ.
- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם גבוה מ-10%, רמה התואמת את הדירוג הנוכחי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הביקוש לגז יציב וצפוי להתחזק כתוצאה מהשימוש הגובר של המשק הישראלי בגז טבעי כמקור אנרגיה לייצור חשמל וחום וכתוצאה מיצוא הגז למדינות השכנות, מה שתורם לשימור הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה. בשנתיים הקרובות צפויות להצטרף לשוק מספר תחנות כוח אשר יחד עם הכפלת הקו לירדן יובילו לעלייה בביקוש. נוסף על כך אנו מעריכים כי גם המכירות למצרים יימשכו בשנתיים הקרובות לפחות במתווה הקיים. לא הבאנו בחשבון מכירות ארוכות טווח למצרים היות שנושא זה טרם הוסדר סופית.

החברה ממשיכה להשקיע בפיתוח רשת ההולכה ונדרשת להשקעות גדולות. בהתבסס על נתוני החברה, אנו מעריכים כי ההשקעות בשנים 2021-2022 יעמדו על כ-1.3 מיליארד ₪ וימומנו בעיקר מעודפי המזומנים של החברה ומהתזרים השוטף שלה, כמו גם מהנפקות נוספות. עם זאת, ייתכן כי היקף ההשקעות ישתנה בהתאם לסיכומים הסופיים בנושא היצוא למצרים, ואם נושא זה לא יוסדר ייתכן כי הן יפחתו.

דירוג החברה ממשיך לשקף את הערכתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לחברה תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאה באזורים מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם גבוה מ-10%, רמה התואמת את הדירוג הנוכחי. אנו מעריכים כי האצת היצוא והגידול בביקוש לגז טבעי יתמכו ביכולתה של החברה לשמר יחס זה. כמו כן אנו ממשיכים להעריך כי תימשך התמיכה הרגולטורית בחברה וכי מדינת ישראל נכונה לספק לחברה תמיכה חריגה ויוצאת דופן אם תידרש לכך.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יחס ה-FFO לחוב מתואם ירד מתחת ל-10% למשך יותר משנתיים. להערכתנו, מצב כזה עשוי להתרחש אם היקף החוב יגדל מבלי שתעריף ההולכה יעודכן בהתאם. גם הורדת הדירוג של מדינת ישראל (AA-/Stable/A-1+) או של חברת החשמל לישראל בע"מ ("חח"י", ilAA+/Stable/ilA-1+), לקוחה עיקרית של החברה, או שינוי לרעה בהערכתנו לגבי שיעור התמיכה החריגה ויוצאת הדופן של מדינת ישראל לחברה עלולים להוביל לפעולת דירוג שלילית.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג אינה צפויה בטווח הקצר.

תיאור החברה

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (נתג"ז) היא חברה ממשלתית שנוסדה בשנת 2003 לצורך הקמה ותפעול של מערכת ההולכה הארצית לגז טבעי. החברה פועלת מתוקף רישיון שהוענק לה על ידי שר התשתיות הלאומיות לתקופה של 30 שנה. לאחרונה פורסמה טיוטת חוק להארכת תקופת הרישיון. החברה 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 שכ-90% מהכנסות החברה מגז נובעות ממרכיב הקיבולת המשולם לפי כמות הגז המוזמנת ללא קשר לכמות שהוזרמה בפועל. החברה פעילה בעיקר בישראל אך לאחרונה הרחיבה את אפשרויות היצוא של הגז לירדן והיא מאפשרת גם יצוא למצרים, נכון להיום על בסיס אספקה לא רציפה ובהמשך, לאחר הסדרת הנושא ובהתאם ביצוע ההשקעות הנדרשות, באופן רציף.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- גידול קל בקיבולת המוזמנת ובהיקפי הגז הנרכש ב-2020 וגידול קל נוסף ב-2021.
- גידול בהכנסות, בעיקר כתוצאה מיצוא לירדן ולמצרים.
- מרווח תפעולי של כ-84% על פני זמן.
- השקעות של כ-485 מיליון ₪ ב-2020, כ-870 מיליון ₪ ב-2021 וכ-476 מיליון ₪ ב-2022.
- אי חלוקת דיבידנדים בטווח הקרוב, בהתאם למתווה עיבוי ההון שנחתם עם המדינה ולאור הצורך בהשקעות.

יחסים עיקריים

- יחס מתואם FFO לחוב של כ-17.6% ב-2020, כ-16.4% ב-2021 וכ-17.9% ב-2022.
- יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-4.3x ב-2020, כ-4.5x ב-2021 וכ-4.3x ב-2022.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". תרחיש הנזילות הבסיסי שלנו אינו כולל את הגיוס הצפוי, שכן זה טרם בוצע.

אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי, 2020. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ועל תזרים המזומנים השוטף.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי, 2020, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-671 מיליון ₪ לרבות קרנות מיועדות.
- תזרים שוטף של כ-650 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-212 מיליון ₪.
- תשלומי הון חוזר בסך כ-53 מיליון ₪.
- השקעות בסך כ-781 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

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

- יחס כיסוי שירות חוב שנתי (ADSCR) של לפחות 1.10x
- יחס כיסוי חיי הלוואה (LLCR) גבוה מ-1.13x.

החברה עומדת בהתניות אלה.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

דירוג החברה מבוסס על דעתנו כי קיימת סבירות גבוהה מאוד שמדינת ישראל תעניק לנתג"ז תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית. בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות ממשלתיות, אנו מבססים את דעתנו זאת על הערכתנו כי נתג"ז:

- חשובה מאוד לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי ובהינתן שגז טבעי הפך למרכיב מהותי בתהליך ייצור החשמל על ידי חח"י והיצרנים הפרטיים. הגז צפוי לשמש גם את התעשייה הכבדה ולהשפיע לחיוב על הכלכלה המקומית.
- בעלת קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בנתג"ז בבעלות מלאה ומעורבת באופן פעיל בהגדרת אסטרטגיית החברה ובאישור תכניות הפיתוח וגיוס החוב שלה.

נציין כי החלטת הממשלה בנושא הנפקת מניות מיעוט בחברות ממשלתיות, ובהן נתג"ז, עשויה להביא בעתיד לבחינה מחודשת של הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

אין נחיתות מבנית, אי לכך אנו משווים את דירוג החוב לדירוג המנפיק, 'ilAA+'.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף התשתיות הנמצאות תחת רגולציה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 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 - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-15 ביולי, 2020)

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA+\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
סדרה א,ג,ד	ilAA+
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
נובמבר 29, 2018	ilAA+\Stable
נובמבר 16, 2016	ilAA\Positive
ספטמבר 12, 2013	ilAA\Stable
מאי 08, 2013	ilAA-\Stable
אפריל 11, 2013	ilAA\Stable
נובמבר 27, 2012	ilAA\Watch Neg
יוני 18, 2012	ilAA\Negative
דצמבר 21, 2010	ilAA\Stable
פברואר 17, 2009	ilAA-\Stable
דצמבר 27, 2006	ilA+\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	12:42 15/07/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:42 15/07/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ

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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.