

חברת החשמל לישראל בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | אוקטובר 2018

אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג Aa2.il לאגרות חוב (סדרות 2022, 2029, 26, 27, ו-29) שהנפיקה חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג קובעת דירוג Aa2.il באופק יציב, לאגרות חוב שתנפיק החברה בסך של עד מיליארד ₪ ערך נקוב ועוד כמיליארד ₪ נוספים כתלות בתנאי השוק, באמצעות הנפקת סדרות 30 ו-31.

אגרות החוב במחזור המדרוג על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
18.01.2023	יציב	Aa2.il	6000129	2022
07.05.2029	יציב	Aa2.il	6000186	2029
12.10.2023	יציב	Aa2.il	6000202	26
12.04.2029	יציב	Aa2.il	6000210	27
28.02.2021	יציב	Aa2.il	6000228	28
28.02.2026	יציב	Aa2.il	6000236	29

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי, לצד פעילות אינטגרטיבית לאורך שרשרת הערך במשק החשמל בישראל; (2) חשיבותה הרבה של החברה לתפקוד משק החשמל בישראל, המתבטאת בין היתר, בתמיכת המדינה בפעילות החברה לאורך השנים; (3) אישור הרפורמה לביצוע שינוי מבני במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל בפרט¹ (להלן: "הרפורמה"), המאפשרת סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך; (4) במסגרת הרפורמה הוחלט, בין היתר, על הנושאים הבאים: א) פעילות ניהול המערכת תופרד מחברת החשמל ותעבור לחברה ממשלתית נפרדת, אשר אינה מחזיקה נכסי ייצור או רשת ותעסוק בתכנון וניהול המערכת, באופן בלעדי; ב) צמצום נתח השוק של חברת החשמל במקטע הייצור ומיקודה במקטע הרשת, לרבות מכירת אתרי הייצור הבאים ליצרני חשמל פרטיים (להלן: "ח"פים") במהלך 5 השנים הקרובות: אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (באופן חלקי) ואשכול, זאת לצד מכירת שטחי ייצור פוטנציאליים לשטח שיועד לתחנת כוח D. בנוסף חברת החשמל לא תקים תחנות כוח חדשות בעתיד, למעט שחלוף יחידות הייצור הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה, בשתי תחנות כוח (במחזור משולב) שתירשמה על שם חברה בת, בבעלות מלאה של חברת החשמל ובהספק מצטבר של כ-1,200 מגוואט²; ג) חברת החשמל תשמור על תפקידה כבעלת רישיון ספק שירות חיוני ותהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה, לצד שמירה על מעמד מוביל במקטעי הייצור והאספקה בעתיד הנראה לעין; ד) הקמת מערך פיקוח הולכה חדש על ידי החברה, אשר יפעיל את מערכת ההולכה וההשגחה בהתאם להנחיות מנהל המערכת; ה) התייעלות בחברת החשמל הכוללת, בין היתר, צמצום מהותי במצבת כוח האדם של החברה בכ-1,800 עובדים בין השנים 2018-2025 ובנוסף, כ-400 עובדים נוספים יעברו או יושאלו לחברה ממשלתית נפרדת שתעסוק בניהול המערכת ולחברות אשר ירכשו את יחידות הייצור שימכרו, לצד הגברת הגמישות הניהולית וייצוב פיננסי, בהתאם להסכם קיבוצי המהווה מקשה אחת עם יתר עקרונות המדיניות המפורטים לעיל; (5) ביצוע הסדר נכסים בין החברה לבין המדינה, רשות מקרקעי ישראל ועיריית ת"א, הכולל את פירעון אגרות החוב הצמיתות (כ-2.5 מיליארד ₪) לצד הפחתת שיעור הריבית בגין הלוואה ממשלתית בהיקף של כ-535 מיליון דולר שהוואה בהלוואה צמודת מדד. כמו כן, רמ"י תשלם לחברת החשמל כ-780 מיליון ₪ נוספים בגין עלויות פינוי ובינוי של נכסים שהועברו ו/או נמכרו; (6) תעריפי החשמל הרגולטוריים משיבים באופן כללי את עלויות החברה, אולם לעיתים קיימות מחלוקות בין הרגולטורים לבין החברה, באשר להיקף העלויות המוכרות ולעיתים אף קיימים פערי עיתוי בהשבת עלויות החברה; (7) תעריפי החשמל מגלמים תשואות הנמוכות מן המקובל בענף פעילות החברה; (8) פיזור הולם של אמצעי הייצור ותמהיל הדלקים, הנשען ברובו על ייצור באמצעות פחם וגז טבעי;

¹ החלטת ממשלה מספר 3859: "רפורמה במשק החשמל, שינוי מבני בחברת החשמל ותיקון החלטת ממשלה", 03.06.2018.
² סטייה כלפי מעלה של 5% לא תחשב לסטייה מהספק זה.

(9) הישענות על מקור משמעותי יחיד לאספקת גז טבעי - מאגר "תמר", כאשר הספק המשוני לגז טבעי נוזלי, מוגבל בהיקף האספקה ומאפשר גמישות תפעולית מוגבלת. עם זאת, בשנים הקרובות צפויה הפעלתם המסחרית של מאגרי גז נוספים - מאגר לווייתן בשנת 2020 ומאגר כריש בין השנים 2022-2023; (10) שמירה על מדיניות פיננסית מוגדרת וברורה, הכוללת בין היתר, יתרת נזילות מינימאלית, קיום מסגרות אשראי בנקאיות חתומות, שמירה על גיוון מקורות מימון ונגישות פיננסית הולמת לספקי אשראי; (11) יחסי הכיסוי של החברה נותרו איטיים, הן בקשר עם כיסוי החוב והן בקשר עם כיסוי הריבית, כאשר תזרים ה-FFO ביחס לחוב עמד על כ-12.4% בשנת 2017, בהשוואה לכ-12.7% בשנת 2016, וצפוי לעמוד על כ-12.5% בשנת 2018. כמו כן, יחס כיסוי הריבית עמד על כ-3.5 בשנת 2017, בהשוואה לכ-3.3 בשנת 2016, וצפוי לעמוד על כ-3.7 בשנת 2018; (12) החברה ממשיכה להפחית את החוב הפיננסי ולשפר את יחסי המינוף לאורך השנים, כאשר נכון למחצית שנת 2018, עמד החוב הפיננסי על כ-45.7 מיליארד ₪ ומשקף הפחתה של כ-2 מיליארד ₪ ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון, בין היתר, כי יישום הרפורמה מהווה אתגר גדול עבור המשק והחברה כאחד, כאשר תוצאות הרפורמה צפויות להיות מושפעות מאופן יישומן ועשויות לבוא לידי ביטוי כבר בטווח הבינוני, בדגש בקשר עם ההיבטים הפיננסיים, תוך הפחתת החוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי המינוף. להערכתנו, בשנים הקרובות, יחס ה-FFO לחוב הפיננסי צפוי לנוע בטווח שבין 12.5%-14.5%, יחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 3.5-4.5. כמו כן, היקף הוצאות ה-CAPEX צפוי לנוע בטווח שבין 3.5-4.5 מיליארד ₪, החוב הפיננסי ימשיך לפחות, בין היתר, לאור קיום התנאים לפירעון אגרות החוב הצמיתות (כ-2.5 מיליארד ₪), וצפוי לנוע בטווח שבין 40-44 מיליארד ₪, כאשר יחס המינוף, חוב ל-CAP, צפוי לנוע בין 55%-60%. במקביל לכך, אנו מניחים כי החברה תמשיך לשמור על מדיניותה המוצהרת והחלטת הדירקטוריון, לרבות יתרות נזילות של לפחות 3 מיליארד ₪, לכל הפחות.

בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה בחברה כגבוהות מאוד ומהוות יסודות משמעותיים לדירוג. אנו מעריכים את הקשר בין החברה למדינה כגבוה מאד, אך לעיתים לא קיימת זהות אינטרסים מלאה. על אף האמור לעיל, להערכתנו חל שיפור בקשר בין רשות החשמל לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, בפרט לאור אישור הרפורמה אשר יוצרת סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך. יש לציין כי, אישור הרפורמה ונכונות הצדדים לקידומה ויישומה מעידים על המשך התחזקות היחסים ושיתוף הפעולה בין החברה לרגולטורים.

אנו מניחים כי הרפורמה עשויה להשפיע באופן מהותי על החברה ולהתבטא, בין היתר, בהתייעלות כלכלית בטווח הבינוני-ארוך וצפויה לסייע לחברה להמשיך ולצמצם את היקף החוב הפיננסי, להוריד את רמת המינוף ולחזק את איתנותה הפיננסית. כמו כן, הרפורמה מובילה לסביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך. עם זאת, אין באישור הרפורמה כשלעצמו בכדי להביא להעלאת דירוג, אולם אופן יישומה והעמידה באבני הדרך שנקבעו, יחד עם שיפור איתנותה הפיננסית של החברה, עשויים להשתקף באופן חיובי בדירוג בטווח הבינוני. אנו מעריכים כי שנת 2019 הינה קריטית בביצוע הרפורמה וכוללת, בין היתר, צמצום מהותי במצבת כוח האדם של החברה, מכירה של תחנת הכוח אלון תבור וכן, הפרדת פונקציית ניהול המערכת אשר תועבר לחברה ממשלתית נפרדת.

חברת החשמל לישראל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (מיליוני ₪)

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2017	30.06.2018	נתוני מאזן עיקריים
2,524	3,488	3,428	2,848	1,303	מזומנים ושווי מזומנים
407	960	273	425	1,093	השקעות לז"ק
7,207	7,602	6,289	6,797	6,309	נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
48,719	48,670	47,532	47,516	45,678	חוב פיננסי
16,694	17,550	20,793	16,606	20,457	הון עצמי
83,289	84,334	85,076	82,836	81,772	סך מאזן

FY 2015	FY 2016	FY 2017	H1 2017	H1 2018	נתוני רו"ה עיקריים
23,049	22,690	23,370	10,805	10,791	הכנסות
4,719	4,679	4,035	1,656	1,303	רווח מהפעלת מערכת חשמל
1,778	2,277	1,530	760	1,382	הוצאות מימון, נטו
567	1,143	773	14	(652)	רווח (הפסד) לפני חשבונות פיקוח נדחים
223	1,181	4,740	(66)	(180)	רווח (הפסד) לתקופה ותנועות נטו ביתרות חשבונות פיקוח נדחים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיבות החברה למשק הישראלי

חח"י הינה חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בשרשרת הערך של משק החשמל בישראל. לחברה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. עם זאת, במקטע הייצור נתח השוק של החברה הולך וקטן לאורך השנים, וזאת בשל כניסתם של יחפ"ים לפונקציית הייצור המשקית. נכון לשנת 2017 ובהתאם לנתוני החברה, כושר הייצור המותקן של החברה עמד על כ- 76% מכלל כושר הייצור במשק, בדומה לשנת 2016 (כ- 77%). כמו כן, בשנת 2017 ייצרה החברה כ- 71% מכלל החשמל במשק בדומה לשנת 2016 (כ- 72%), לעומת כ- 77% בשנת 2015. צמצום כוחה המונופוליסטי של חברת החשמל במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת צפוי להימשך, לאור החלטת הממשלה שהתקבלה בחודש יוני 2018, באשר לביצוע הרפורמה במשק החשמל. בד בבד, שימור מעמדה של חברת החשמל כמונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה צפוי להישמר בעתיד הנראה לעין ובכך, לחברה חשיבות עליונה בפעילות הכלכלית במשק בכלל ולתפקוד משק החשמל בפרט.

רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל

בהמשך למתווה העקרונות שפרסמה חברת החשמל ביום ה- 10 במאי 2018³, ביום ה- 17 במאי 2018 נחתם הסכם קיבוצי המעגן את עקרונות הרפורמה, השלכות השינוי הארגוני ותכנית ההתייעלות על העובדים, לצד עדכון יחסי העבודה בחברה⁴. ביום ה- 03 ביוני 2018, אישרה הממשלה את הרפורמה בחברת החשמל וביום ה- 19 ביולי 2018, אושרה הרפורמה בקריאה שנייה ושלישית בכנסת (להלן: "מועד אישור הרפורמה"), חוק משק החשמל (תיקון מס' 16) (רפורמה במשק החשמל), התשע"ח-2018⁵. הרפורמה כוללת, בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח"י כבעלת רישיון ספק שירות חיוני, אשר כפועל יוצא, תהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה (במסגרת זו תמשיך חברת החשמל להקים, לתחזק ולתפעל את מתקני רשת ההולכה ומתקני החלוקה). בד בבד, פעילות יחידת ניהול המערכת, לרבות יחידת תכנון ופיתוח טכנולוגיות והיחידה לסטטיסטיקה ושווקים, תופרדנה מחברת החשמל בתוך כ- 18 חודשים ממועד אישור הרפורמה ותעבורנה לחברה ממשלתית נפרדת, שאינה מחזיקה נכסי ייצור או רשת ותעסוק באופן בלעדי בתכנון וניהול המערכת. על פי הרפורמה, מקטע

³ דיווח החברה באתר הבורסה לניירות ערך: "מתווה עקרונות לשינוי המבני לתקופה של 8 שנים", 10.05.2018.

⁴ דיווח החברה באתר הבורסה לניירות ערך: "נחתם הסכם קיבוצי המעגן עקרונות ביחס לשינוי הארגוני ותכנית ההתייעלות", 17.05.2018.

⁵ [אתר הכנסת, תיקון מס' 16 והוראת שעה, התשע"ח, 2018.](#)

האספקה ייפתח לתחרות באופן הדרגתי, כך שבמקטע צרכני מתח על עליון, עליון וגבוה, חח"י תישאר ספק ברירת המחדל ולא תהא רשאית לפעול כגורם תחרותי, בעוד שבמקטע המתח הנמוך תהא החברה רשאית להתחרות רק אם נתח השוק שלה ירד מתחת ל-60%, בהתאם לאסדרה שתקבע. כמו כן, במסגרת הרפורמה נקבע כי מספר העובדים הקבועים בחברת החשמל יפחת באופן הדרגתי בכ- 1,800 עד שנת 2025, כאשר כ- 400 עובדים נוספים יעברו או יושאלו לחברה ממשלתית נפרדת אשר תעסוק בניהול המערכת ובנוסף, מספר העובדים הקבועים והארעיים יוגבל⁶. כמו כן, יונהג שינוי ביחסי העבודה בחברה באופן שצפוי לאפשר ניהול יעיל יותר של החברה, תוך התאמתה למבנה הענף הנוכחי.

להערכת מידורג, אישור הרפורמה והשינוי המבני בחברת החשמל, מהווה אבן דרך משמעותית במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל בפרט. הרפורמה צפויה להשפיע באופן מהותי על פעילות החברה ומובילה לסביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך. עם זאת, יישום הרפורמה מהווה אתגר גדול עבור המשק והחברה כאחד, כאשר תוצאות הרפורמה צפויות להיות מושפעות מאופן יישומן ועשויות לבוא לידי ביטוי כבר בטווח הבינוני, בדגש בקשר עם ההיבטים הפיננסיים. להערכתנו, יישום הרפורמה יוביל לשיפור איתנותה הפיננסית של החברה, יאפשר התייעלות כלכלית בטווח הבינוני-ארוך וצפוי לסייע לחברה להמשיך ולצמצם את היקף החוב הפיננסי, להוריד את רמת המינוף ולחזק את איתנותה הפיננסית, כאשר כל אלו עשויים להשתקף באופן חיובי בדירוג, בטווח הבינוני. אנו מעריכים כי שנת 2019 הינה קריטית בביצוע הרפורמה וכוללת, בין היתר, צמצום מהותי במצבת כוח האדם של החברה, מכירה של תחנת הכוח אלון תבור וכן, הפרדת פונקציית ניהול המערכת אשר תועבר לחברה ממשלתית נפרדת.

צמצום נתח השוק של חברת חשמל במקטע הייצור

אחד הנדבכים המרכזיים ברפורמה כולל מכירה של 19 יחידות ייצור ב- 5 אתרים שונים: אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגיית (באופן חלקי) ואשכול. האתרים בעלי הספק כולל של כ- 4,500 מגוואט, צפויים להימכר ליח"פים בתוך תקופה של 5 שנים (עד לשנת 2023) והתמורה הצפויה לחברה בגין המכירה תהא בשווי הוגן, ולא תפחת מן השווי התעריפי של האתרים בתוספת שווי הקרקע ועלויות נוספות שייגרמו לחברה בגין מכירת תחנות הכוח. בהקשר זה, נציין כי להערכתנו, לוחות הזמנים שנקבעו לתהליך מכירת תחנות הכוח, בדגש על תחנת הכוח אלון תבור (להלן: "אלון תבור") הינם צפויים ומאתגרים ועלולים להוביל למספר משתתפים מצומצם במכרז ואף למכירת תחנת הכוח במחיר אשר אינו מגלם את שווייה המלא וכתוצאה מכך, עלול להיווצר עיכוב בלוחות הזמנים למכירתן של תחנות הכוח הנוספות. כמו כן, מכירת אלון תבור ופרסום הליך תחרותי למכירת אתר רמת חובב מהווים תנאי מקדים להקמת תחנת כוח אחת (במחזור משולב), על ידי חברת בת, חלף היחידות הפחמיות 4-1 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (כ- 1,440 מגוואט), הצפויות להיסגר. בהנחה כי תופסק הפעלתן השוטפת של יחידות ייצור חשמל 4-1 והיכולת המותקנת של החברה תכלול את שתי תחנות הכוח הנוספות (בהיקף כולל של כ- 1,200 מגוואט), הצפויות להיות מוקמות על ידי חברה בת שתשמש לפעילות הייצור, יעמוד נתח השוק של החברה בייצור על כ- 45%-40% מסך היכולת המתוקנת של כלל המשק בשנת 2025, זאת בהשוואה לנתח שוק של כ- 76% בשנת 2017. בד בבד, בהמשך להחלטות הרגולטור בקשר עם הפחתת השימוש בפחם החל משנת 2022,⁷ ביום 9 באוקטובר 2018, פרסם משרד האנרגיה את יעדי משק האנרגיה לשנת 2030. במסגרת הפרסום האמור מצוינים, בין היתר, אמצעים להפחתת השימוש בפחם, לרבות סגירת כל יחידות הייצור הפחמיות, הכוללות את תחנת הכוח הפחמית רוטנברג באשקלון ויחידות 5-6 בתחנת הכוח הפחמית אורות רבין בחדרה⁸, עד לשנת 2030.

ביצוע הסדר נכסים בין החברה לבין המדינה, רשות מקרקעי ישראל ועיריית ת"א

לאורך השנים שררה מחלוקת בין החברה לבין המדינה ביחס לפרשנות הראויה לעניין זכויות ונכסים מסוימים שאינם משמשים את החברה והוחזקו על ידה עם פקיעת הזיכיונות שניתנו לה מכוח פקודת זיכיונות החשמל (ביום ה- 4 במרץ 1996). אולם, ביום ה- 03 בינואר 2018, התקשרו החברה, מדינת ישראל, רשות מקרקעי ישראל (להלן: "רמ"י") ועיריית ת"א בשני הסכמים, המסדירים את

⁶ בהקשר זה, נציין כי אישור הרפורמה כפוף לקבלת אישור רשות המיסים בנוגע לתוספות השכר הצפויות בגין פרישה מוקדמת, עד ליום ה- 30.11.2018. מידורג מביאה בחשבון כי אישור זה יתקבל בפרק הזמן שנותר.

⁷ מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פחמיות, אשר החלה בשנת 2016, נמשכה בשנת 2017 וצפויה להגיע לכדי 30%, ביחס להיקף צריכת הפחם בשנת 2015.

⁸ משרד האנרגיה, "דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030", אוקטובר 2018.

המחלוקת האמורה⁹ וביום ה- 10 במאי 2018, אישר דירקטוריון החברה את שני ההסכמים בקשר עם ביצוע הסדר הנכסים¹⁰. על פי הסדר הנכסים, יועברו נכסים מסוימים למדינה וחלקם יימכרו. בתמורה לנכסים המועברים, תהא חברת החשמל רשאית לפרוע את אגרות החוב הצמיתות למדינה, בהיקף של כ- 2.5 מיליארד ₪, נכון למחצית 2018. בנוסף, התחייבות נוספת למדינה בסך של כ- 535 מיליון דולר הנושאת ריבית גבוהה (כ- 7%), תוחלף בריבית נמוכה יותר וצמודת מדד, שתותאם לשוק. יתר על כן, רמ"י תשלם לחברת החשמל כ- 780 מיליון ₪ נוספים בגין עלויות פיני ובינוי של נכסים שהועברו ו/או נמכרו, בעד חלק ממטלות השימור והפינוי ברידינג (ת"א) ובעד מסירת הנכסים המועברים, וזאת במועדים ובתנאים שנקבעו בהסכם. להערכת מידרוג, הסדר הנכסים יסייע לחברת החשמל בהקטנת החוב ובצמצום הוצאות המימון כאחד, זאת בנוסף ליישוב מחלוקת ארוכת שנים מול המדינה.

המשך הפחתת החוב הפיננסי לצד צמצום עלויות המימון

החוב הפיננסי של החברה הסתכם בכ- 45.6 מיליארד ₪ בחציון הראשון לשנת 2018, זאת בהשוואה לכ- 47.5 מיליארד ₪ בשנת 2017 וכ- 48.6 מיליארד ₪ בשנת 2016. בהקשר זה, ראוי לציין כי לאור ביצוע הסדר נכסים בין החברה לבין המדינה, רשות מקרקעי ישראל ועיריית ת"א, צפוי החוב הפיננסי לקטון בסך של כ- 2.5 מיליארד ₪ נוספים, לאחר פירעון אגרות החוב הצמיתות, ולהערכתנו, צפוי החוב הפיננסי של החברה להסתכם בכ- 44-45 מיליארד ₪ בתום שנת 2018. כלומר, בשנת 2018 צפויה החברה להפחית את החוב הפיננסי שלה בכ- 3.5-2.5 מיליארד ₪. נכון למחצית הראשונה לשנת 2018 עמד יחס חוב פיננסי ל- CAP על כ- 63.4%, זאת בהשוואה לכ- 64.2% בשנת 2017 וכ- 68.6% בשנת 2016. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי יחס החוב הפיננסי ל- CAP לנוע בטווח שבין 60%-55% בשנים הקרובות. בד בבד, הוצאות המימון בגין החוב הפיננסי צפויות לקטון גם כן, לאור פירעון האג"ח הצמית (כמוזכר לעיל) וכן, בגין צמצום הוצאות המימון בעבור התחייבות נוספת למדינה בסך של כ- 535 מיליון דולר, אשר תוחלף בריבית נמוכה יותר וצמודה למדד, אשר צפויה לחסוך לחברה עשרות מיליוני ₪ נוספים בשנה. להערכתנו, שינויים אלה צפויים לחסוך לחברה הוצאות מימון של כ- 100 מיליון ₪ בשנת 2018 ושל כ- 220 מיליון ₪ החל משנת 2019, באופן פרמננטי.

יחסים פיננסיים מרכזיים

2015	2016	2017	2018P*	יחסים פיננסיים
3.3	3.3	3.5	3.7	FFO + הוצאות מימון / הוצאות מימון ¹¹
12.4%	12.7%	12.4%	12.5%	FFO / חוב הפיננסי
12.4%	12.7%	12.4%	12.5%	RCF / חוב הפיננסי
68.8%	68.6%	64.2%	58.4%	חוב פיננסי / Cap

* התחזית לשנת 2018, מבוססת על דוחותיה הכספיים של החברה ליום 30.06.2018, לאחר הטמעת השינויים הצפויים במסגרת הסדר הנכסים והרפורמה לשנת 2018, וכן על הנפקת חוב בהיקף של כמיליארד ₪ ענ.

שמירה על רמת נזילות יציבה

נכון ליום ה- 30.06.2018, סך היתרות הנזילות של החברה הסתכם בכ- 2.4 מיליארד ₪, זאת בהשוואה לכ- 3.3 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ממספר בנקים¹², בהיקף כולל של כ- 1.7 מיליארד ₪, כאשר נכון למועד הדוח, כלל המסגרות אינן מנוצלות. יתרת המזומנים של החברה משקפת את החלטת הדירקטוריון בקשר עם כרית נזילות שלא תפחת מ- 3 מיליארד ₪, מתוכה יתרת מזומנים והשקעות לטווח קצר שלא יפחתו מ- 1.7 מיליארד ₪, בעוד שהיתרה תהא בקווי אשראי מובטחים ולא מנוצלים בעלי תוקף ארוך משנה. בנוסף, לחברה מלאי דלקים לטווח קצר בהיקף כולל של כ- 1.2 מיליארד ₪¹³, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד (כ- 1.1 מיליארד ₪). רמת נזילות החברה משקפת את יישום החלטת הדירקטוריון ומדיניותה הפיננסית, באופן עקבי.

⁹ דיווח החברה באתר הבורסה לניירות ערך: "החברה התקשרה עם המדינה, רמ"י ועיריית ת"א בקשר עם הסדר הנכסים". 03.01.2018.
¹⁰ דיווח החברה באתר הבורסה לניירות ערך: "ביצוע הסדר הנכסים עם המדינה, רמ"י ועיריית ת"א, צפוי להיטיב עם החברה". 10.05.2018.

¹¹ ההוצאה התזרימית בפועל.

¹² תוקף המסגרות הנ"ל הינו לתקופה של יותר משנה.

¹³ בנוסף, לחברה מלאי דלקים לזמן ארוך בסך של כ- 1 מיליארד ₪.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה בהיקפים משמעותיים, חשיפה למשברים גיאופוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי ובעלותה המלאה של המדינה (כ- 99.85%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בראש ובראשונה, בקריטיות החברה להתנהלות כלכלת המדינה (כספק שירות חיוני), וכן בהיסטורית תמיכת המדינה והתערבותה בעת משבר הדלקים. מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה כגבוהות מאוד, והינן מהוות נדבך מרכזי בדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בכל הנוגע לקשר בין המדינה לחח", עלולה להוביל להורדה משמעותית של הדירוג. בנוסף, להערכתנו הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאד, אך לעיתים לא קיימת זהות אינטרסים מלאה. על אף האמור לעיל, להערכתנו חל שיפור בקשר בין רשות החשמל לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, ובפרט לאור אישור הרפורמה היוצרת סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- יישום הרפורמה תוך עמידה באבני הדרך ושמירה על יציבות רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור באיטנות הפיננסית של החברה, לרבות הורדת שיעור המינוף ושיפור יחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

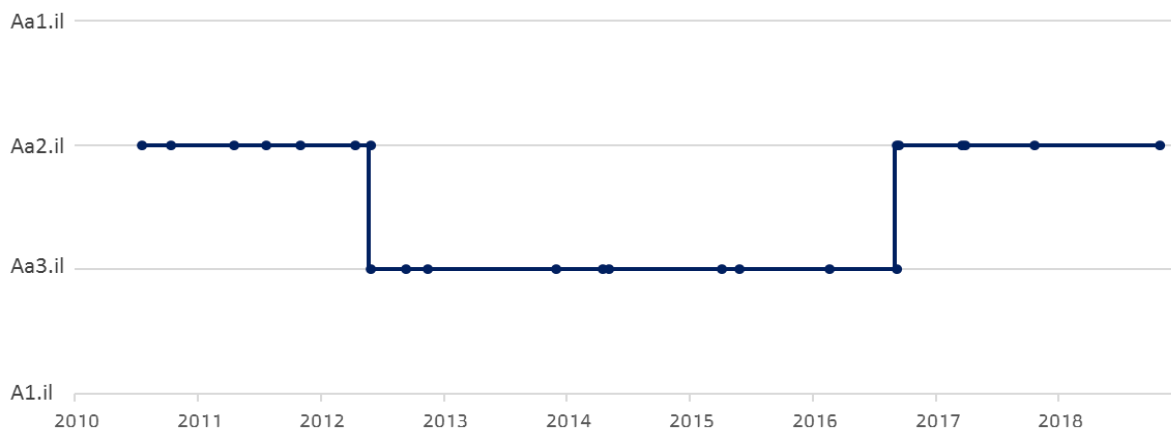
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי-שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות ועומס הפירעונות הצפויים
- הידרדרות באיטנות הפיננסית של החברה
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות הגיוס

אודות החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה¹⁴). העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, אספקת חשמל, סחר בחשמל, והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויות אלו. החברה התאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל, אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. על פי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכוןם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בנוסף, רשות החשמל מעניקה רישיונות מותנים וקבועים בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים, ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את מרבית צריכת החשמל בישראל. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת באמצעות רשות החשמל, על פי חוק משק החשמל, התשנ"ו 1996, למעלה מ- 20 שנים.

¹⁴ להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דירוג חברת החשמל לישראל בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה](#)

[מתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\)](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.10.2018	תאריך דוח הדירוג:
17.10.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.07.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
חברת החשמל לישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
חברת החשמל 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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").

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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות 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 בייעוץ 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 מכוח 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>