



# דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית

דוח מתודולוגי | מאי 2015

1

---

## אנשי קשר:

ישי טריגר, ראש צוות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל

[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## 1. הקדמה

דוח זה סוקר את המתודולוגיה לדירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית.<sup>1</sup> מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף האמור. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים, המידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה.

המתודולוגיה המפורטת במסמך זה מתייחסת לאופן ניתוח יכולת החברה לפרוע את חובותיה, וכנגזרת מכך את כימות ודירוג סיכון האשראי הטמון בחברה. הניתוח מתבסס על יכולתה העצמאית של החברה לעמוד ולשרת את חובותיה, ולא כולל שיקולים הקשורים לתמיכה חיצונית, לרבות תמיכה ממשלתית.

במסגרת המתודולוגיה שלהלן, נבחנות חברות אשר ליבת פעילותן הינה מכירת חשמל ללקוחות קצה שונים. אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

## 2. פרמטרים עיקריים לדירוג

בקביעת דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית נבחנים פרמטרים איכותיים וכמותיים, הכלולים בחמש קבוצות עיקריות:

- ניתוח ענפי
- מיצוב ויציבות החברה
- ניתוח פיננסי
- שיקולים נוספים
- נחיתות מבנית

2

## 3. ניתוח ענפי

חברות הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית נטות למאפיינים הבאים:

- מרבית הרווחים ותזרים המזומנים נשען על מחיר תחרותי ולא על מחיר מפוקח (להבדיל מפעילות מפוקחת האופיינית לחברות הפועלות תחת מתודולוגיית מידרוג לדירוג חברות חשמל הפועלות תחת רגולציה).
- החברות פועלות במדינות אשר עברו או נמצאות בעיצומו של תהליך ליברליזציה בשוק הייצור, ההפקה, השווקים הסיטונאים ופעילות הקצה בתחום הפעילות.
- החברות פועלות בשווקים בהם המחירים הסיטונאים והקמעונאיים, נקבעים, או שיקבעו בעתיד, על ידי מנגנוני שוק חופשי.
- בעוד המחיר שהחברות גובות אינו מפוקח, במקרים רבים החברות כפופות לסוגים שונים של רגולציה. לפעמים מתבצע פיקוח בשל כשלי שוק שונים כגון תיאום מחירים ו/או הפחתת היצע ע"י יצירת קרטלים.

<sup>1</sup> לא קיים פיקוח תעריפי על מחיר החשמל, אולם יכול להיות פיקוח על מחיר ההולכה/חלוקה/דלקים.

## להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחרים במסגרת הניתוח הענפי:

### 3.1. וודאות תזרים המזומנים

פרמטר זה בוחן ומכמת את רמת הוודאות, איכות ופיזור תזרימי המזומנים של החברה. למעשה, תזרים המזומנים של החברה הפועלת בענף נשען ברובו על הגורמים הבאים:<sup>2</sup>

3.1.1. מאפייני הסכמים עם לקוחות קצה: חברות בענף נוטות להתקשר עם לקוחות קצה בהסכמי PPA ( Power Purchase Agreement) לטווחים שונים לפרקי זמן קצרים עד ארוכים. מאפייני החוזים נבחרים בפרמטרים שונים הכוללים, בין היתר, אורך החוזים, נקודות יציאה ומנגנון קביעת המחיר.

3.1.2. שיעור הסכמים מההספק המותקן: וודאות תזרים המזומנים לחברות הפועלות בענף נסמכת במידה רבה על שיעור ההסכמים הקיימים מההספק המותקן, דהיינו מהו שיעור התפוקה של החברה המובטח ללקוחות. שיעור גבוה מוריד את אי וודאות תזרים המזומנים.

3.1.3. פרופיל לקוחות: נבחן פרופיל הלקוחות אליו חשופה החברה. תיק לקוחות רחב, בעלי סיכון אשראי נמוך ובפיזור גיאוגרפי גבוה מקטין את חשיפת החברה ומגביר את רמת הוודאות בנוגע לתזרימי המזומנים.

### 3.2. מסגרת רגולטורית

פרמטר זה בוחן את מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית, שקיפותה ועקביות בהחלטות עבר של הרגולטור. על אף שמחיר החשמל אינו מופקח, הענף בכללותו נמצא תחת רגולציה ועל כן, כל שינוי שהוא עשוי/עלול להשפיע ישירות על פעילותן של החברות בענף. סביבה רגולטורית תומכת דירוג תתאפיין בשקיפות חוקתית, מערכת משפטית ברורה ומוגדרת, עקביות ורמת צפייות וחיזוי גובהה בכל הקשור לרגולציה.

### 3.3. חסמי כניסה

במסגרת דירוג הפרמטר נבחרים, בין היתר, החסמים הבאים: חסם רישיון, חסם רגולטורי, חסם ביורוקרטי, חסם השקעות, חסם תחרות וחסם ידע. בענף המדובר קיימים כל החסמים שפורטו לעיל. חברה הפועלת בענף צריכה לעמוד בתנאים נוקשים המוגדרים ע"י הרגולטורים והשוק וכוללים רישיונות ואישורים שונים וכן השקעות מסיביות.

### 3.4. תחזית הענף וסיכון המדינות בהן פועלת החברה

לאורך השנים מתאפיין ענף החשמל, בשווקים שונים בעולם, בצמיחה ושינויים רגולטוריים וטכנולוגיים אשר נובעים במידה רבה מהסביבה המאקרו כלכלית והגיאופוליטית. שינויים שכאלו עלולים ו/או עשויים לבוא לידי ביטוי הן בצד ההכנסות של החברה (כגון: מחירי ה- SPOT של החשמל, תעריפים מערכתיים ועוד), והן בצד ההוצאות/השקעות של החברה (כגון: רגולציה בקשר עם איכות הסביבה, תעריפי הדלקים, מיסוי ועוד). בנוסף במדינות מסוימות עלולות הממשלות לבצע הלאמות של תחנות כוח וחברות חלוקה והולכת חשמל, וזאת על מנת להעביר את השליטה בענף מגורמים פרטיים למדינה. בד בבד, הממשלות יכולות ליישם רגולציה המגבילה השקעות זרות במדינה ולמנוע כניסה או הרחבת פעילות של חברות זרות. במסגרת דירוג פרמטר זה, נבחן סיכון המדינות ומאפייני הענף לשנים הקרובות, בשווקים הרלבנטיים לחברה וזאת בהתאם לאסטרטגיה ולרגולציה של הרשויות באותם שווקים.

<sup>2</sup> במידת הצורך, במסגרת פרמטר זה נלקחים בחשבון מנגנוני גידור שונים בהתאם למאפייני החברה.

**להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת ניתוח מיצוב ויציבות החברה:**

**4.1. נתח שוק**

בחינת פרמטר זה מבוססת בעיקר על בחינת גיוון האזור הכלכלי והמשטר הרגולטורי באזורי הפעילות בהם החברה פועלת. גיוון כלכלי מתבטא, לרוב, בגודל האוכלוסייה, היקף השטח הגיאוגרפי בו מתקיימת פעילות החברה ומנוע הצמיחה העיקרי באזור זה, המוביל לגידול בתמ"ג ובתעסוקה. עבור בחינת היקף שטח הפעילות, יבחן סך לקוחות החברה באזור פעילותה והיקף התפוקה ו/או הייצור שלה. פעילות במספר משטרים רגולטוריים תומכים ונפרדים, בעלי גיוון צרכנים מאוזן (צרכנים פרטיים, מסחריים, תעשייתיים וממשלתיים) באזור גיאוגרפי רחב המאופיין בפעילות כלכלית יציבה תוביל לדירוג גבוה יותר בפרמטר זה.

**4.2. סוג ומגוון הלקוחות**

פרמטר זה בוחן את מידת התלות בלקוח ספציפי ובמצבו הפיננסי, וכנגזרת מכך את השפעתו על הפעילות ותוצאותיה. באופן כללי, ככל שלחברה תלות גבוהה יותר בלקוח מרכזי, כך פיזור הסיכונים יהיה נמוך יותר ודירוגה בפרמטר זה יהיה נמוך יותר.

**4.3. גיוון מוצרים**

במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת גיוון מגזרי הפעילות של החברה (מכירת חשמל, גז טבעי, מים, קיטור וכד') וכן תבוצע בחינה לגבי גיוון מקורות הדלקים של החברות, מידת הגמישות התפעולית שלהן בקשר עם הסטת פונקציית הייצור באופן כלכלי, בהתאם לשינויים במחירי הדלקים, ומידת החשיפה לשינויים במחירי סחורות. גיוון בטכנולוגיות ייצור מאפשר מחד צמצום סיכוני ביקושים לתלות בטכנולוגיה ספציפית, ומאידך ממתן את הסיכון בשינויים טכנולוגיים שונים. טכנולוגיות נפוצות בענף הינן גז טבעי, סולר, מזוט, הידרואלקטרית וגיאותרמי. גיוון גבוה של טכנולוגיות ייצור מאפשר לחברה להתמודד עם זעזועים שונים במידה טובה יותר ומשפר את מיצובה בשוק.

**4.4. ערך מוסף**

פרמטר זה בוחן יכולת החברה להפיק ערך מוסף אשר מוביל לתוספת חיובית איכותית ו/או כמותית הנובעת ממאפיינים ייחודיים לחברה, כגון: פעילות במספר שלבים בשרשרת הערך, מנגנוני לימוד ושיפור, ניסיון העבר של החברה (Track-Record), יכולת לפתח ולהטמיע טכנולוגיות מתקדמות וחדישות בענף.

**5. ניתוח פיננסי**

במסגרת דירוג חברות הפועלת בענף נערך ניתוח פיננסי אשר מהווה נדבך מהותי בהערכת סיכוני האשראי של החברה. חברות בענף מאופיינות בפעילות לטווח ארוך, אשר דורשת קיום השקעות נרחבות, הן לצורך הגדלת נפח פעילות והן לשם תחזוקת פעילות קיימת. צורך זה מוביל לכך כי חברות בענפי החשמל נדרשות לביצוע גיוסי חוב שוטפים, מהותיים ועקביים מהמערכת הפיננסית. בחינת היחסים הפיננסיים של חברות הפועלות בענף מתבצעת על פני ממוצע של מספר שנות פעילות, וזאת על מנת לנטרל תנודתיות נקודתית בתוצאות הפיננסיות שנגרמו מאירועים חד - פעמיים להן חשופות החברות המדורגות בבסיס מתודולוגיה זו. הניתוח הפיננסי מבוצע באמצעות 4 פרמטרים עיקריים אך עשוי להכיל בחינות נוספות עקב השונות הגבוהה בין חברות חשמל שונות.

## להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת הניתוח הפיננסי:

### 5.1. רמת רווחיות

מדדי הרווחיות אומדים את ביצועי החברה בפועל ונגזרים מיכולתה להפיק ולהשיג רווחים בהווה ובעתיד. בפרמטר זה, מושם דגש לרווח התפעולי של החברה המהווה כלי הערכה כמותי ובר השוואה לחברות אחרות בענף. הענף מתאפיין בעונתיות מסוימת עקב פרופילים שונים של צריכת חשמל בהתאם לעונות השנה השונות.

### 5.2. נזילות וגמישות פיננסית

פרמטר זה בוחן, מצד אחד, את יכולת החברה להניב מזומנים ממקורותיה הפנימיים השוטפים - יכולת נמוכה משקפת תלות גוברת במקורות מימון חיצוניים ו/או מימוש נכסים, ומצד שני, את מידת נגישות החברה לגיוסים בשוק ההון. חברות בעלות תזרים מזומנים המשקף צורך מינימאלי, בגיוסי הון חיצוניים, ונגישות לשוק ההון אשר אינה מוטלת בספק, ידורגו בפרמטר זה בטווח העליון של הסקאלה. ככל שנזילות החברה ממקורותיה הפנימיים, נמוכה יותר, והיא נשענת באופן מהותי יותר על גיוס חובות לצורך פעילותיה והשקעותיה, היא תדורג בחלק התחתון של הסקאלה בפרמטר זה.

### 5.3. יחסי כסוי

5.3.1. FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית: יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות המימון שלה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הונית משמעותית וגיוסי חוב. המונה ביחס זה מורכב מ- FFO בתוספת הוצאות ריבית - במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית התזרימיות של החברה, והמכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית התזרימיות.

5.3.2. FFO לחוב פיננסי: היחס נועד לבטא את היקף תזרים המזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים. קרי, מספר שנות החזר החוב ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון, מסים נדחים או ריבית ששולמה).

5.3.3. RCE לחוב פיננסי: יחס המבטא את יכולת החברה לשרת את החוב הפיננסי, לאחר תשלומי דיבידנדים לבעלי מניותיה. המונה ביחס זה מורכב מה- FFO בניכוי דיבידנדים, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה. בחברות מסוימות, היקף חלוקת הדיבידנדים הינו מהותי ביחס לתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ועלול להשפיע באופן מהותי על יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי שברשותה.

### 5.4. איתנות פיננסית

5.4.1. סך מאזן: סך המאזן משקף את גודלה של החברה והיקפה. סך מאזן גבוה עשוי להצביע על יתרון משמעותי לגודל ולשפר את יכולתה של החברה לעמוד במשברים. סך מאזן נמוך עשוי לשקף מעמד תחרותי חלש בהשוואה למתחרות בענף.

5.4.2. הון עצמי למאזן: יחס זה חושף את מבנה ההון של החברה ובוחן את רמת המינוף שלה. ככל שרמת המינוף של החברה הינה גבוהה יותר, כך היא חשופה לסיכונים אשראי גבוהים יותר. למעשה, ההון העצמי של החברה מהווה מעין "כרית מזומנים" נוספת, לאחר כריות הרווחיות של החברה, לספיגת אירועי קיצון בלתי צפויים. ההון העצמי נועד להגן על בעלי החוב בעתות משבר, ומהווה אינדיקטור נוסף ליציבות החברה.

5.4.3. CAPEX לרכוש קבוע: יחס זה נועד לבחון את היקף תכנית הפיתוח וכלל ההשקעות ההונית של החברה ביחס לרכוש הקבוע שלה. חברות הנמצאות בשלבי פיתוח מסיביים ו/או חברות "צעירות", תהיינה בעלות יחס גבוה המעיד על רמות סיכון גבוהות יותר.

במסגרת דירוג חברות הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית נלקחים בחשבון שיקולים נוספים אשר עשויים (מטיבי דירוג) או עלולים (מרעי דירוג) להשפיע על הדירוג הסופי, ואינם באים לידי ביטוי במסגרת הניתוח של הפרמטרים לעיל. **השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון במתודולוגיה זו הינם:**

#### 6.1 איכות ההנהלה

יציבות ההנהלה, ניסיון ההנהלה (Track-Record), יכולת החברה להתמודד עם החדשנות בענף, יכולת ההנהלה להכיל וליישם שינויים חוצי-ארגון, מדיניות ההנהלה בקשר עם גידור הסיכונים ויכולת ההנהלה להתמודד עם עתות משבר. כאשר מדובר בהנהלה יציבה בעלת מדיניות ברורה, מוגדרת ועקבית אשר יכולה להוביל ולהוציא לפועל תהליכים חוצי-ארגון, אזי ניתן יהיה לאמוד במידה טובה יותר את יכולתה, תפישתה ואופן התנהלותה הן בתקופת צמיחה והן בתקופת משבר. הנהלה המאופיינת והפועלת בהתאם לאמור לעיל, תתמוך באופן חיובי בדירוג החברה.

#### 6.2 אסטרטגיה עסקית

כחלק מהגדרת מדיניות החברה, קובעת ההנהלה את האסטרטגיה שלפיה תפעל, וכנגזרת מכך את כיוונה העתידי. בהתאם לתפישה האסטרטגית תאופיין, תוגדר ותיקבע תכנית העבודה של החברה הן לזמן הקצר והן לזמן הארוך. ככל שהאסטרטגיה תתמקד בפעילות הליבה של החברה, תהיה ברורה, עקבית ומוגדרת יותר ובעלת תכניות פעולה תומכות המכוונות למטרות ספציפיות, כך דירוג החברה בפרמטר זה יהיה גבוה יותר.

#### 6.3 בעלי מניות וצדדים קשורים

כחלק מבחינת וכימות השפעתם של בעלי המניות נבחנים, בין היתר, הפרמטרים הבאים: (1) מדיניות דיבידנדים; (2) תלות בבעלי המניות; (3) ניסיון בעלי המניות בתחומי הליבה של החברה; (4) מדיניות פיננסית; (5) מבנה השליטה; (6) עסקאות בין צדדים קשורים; (7) סבירות לתמיכה ע"י חברת האם/בעלים- יש לבחון שני היבטים: נכונות ויכולת תמיכה.

#### 6.4 ממשל תאגידי

סעיף זה בוחן את הרכב ועבודתה המקצועית של וועדת הביקורת, קיום מנגנוני ביקורת, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות אל מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.

#### 6.5 אירוע סיכון (Event Risk)

כחלק מהדירוג נלקח בחשבון סיכויים לאירועים בלתי צפויים אשר עלולים לפגוע ולסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

#### 7. נחיתות מבנית - חברות אחזקה

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית, נקבע ביחס לדירוג החוב של החברות המוחזקות, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחתיה. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת חסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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](http://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 שבכוונתו 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.