

# דירוג חברות הולכת חשמל, נפט וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה

דוח מתודולוגי | פברואר 2020

## אנשי קשר:

מתן וינברג, אנליסט

[matan.w@midroog.co.il](mailto:matan.w@midroog.co.il)

תומר דר, אנליסטית

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

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה פרויקטים ותשתיות

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

## הקדמה

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים את הפרמטרים העיקריים לדירוג חברות הולכת חשמל, נפט וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות אלו. הערכת הפרמטרים בדירוג יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים בדוח המתודולוגי. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה; (3) פירוט הפרמטרים העיקריים; (4) שיקולים נוספים; (5) דוחות קשורים.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם באפריל 2015. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה הרחבת תחולת המתודולוגיה לחברות הולכת נפט ומוצריו הפועלות תחת רגולציה. כמו כן, בוצעו שינויי עריכה בדוח. יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 25/03/2020.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות הולכת חשמל, נפט, וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה. ליבת הפעילות של חברות אלו הינה הולכת חשמל, נפט ומוצריו או גז טבעי, כאשר עיקר פעילותן אינה מול לקוחות הקצה. חברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, לרוב, מתפקדות כמונופול טבעי עבור שירותי ההולכה ופועלות בדרך כלל, תחת מסגרת רגולטורית מוסדרת. מעורבות הרגולטור הינה מאפיין מהותי המבדיל בין חברות אליהן מתייחסת מתודולוגיה זו וחברות אחרות הפועלות בתנאי שוק חופשי.

המתודולוגיה מכסה חברות מסחריות ברחבי העולם אשר הינן בעלות מאפיינים מגוונים, בין היתר, בהיבטי המודל העסקי (במקרים מסוימים הנכסים בבעלות החברה ובמקרים אחרים הנכסים מופעלים במסגרת רישיון/זיכיון), המסגרת הרגולטורית (מסגרת המצויה בהתווה אל מול מסגרת יציבה ומפתחת) ומבנה המימון (מימון תאגידי לעומת מבנה מימון במינוף גבוה, הנתמך בהגנות מובנות-Structural Enhancement). חברות אלו עשויות להיות בבעלות פרטית או בבעלות ממשלתית.

מתודולוגיה זו איננה מתייחסת לחברות, אשר ליבת עיסוקן הינה הולכה ו/או חלוקה של חשמל, נפט או גז טבעי ללקוחות קצה (כדוגמת חברת החשמל לישראל או מחלקי הגז הטבעי), אשר פעילות ה-retail שלהן הינה עיקר הפעילות ולא ההולכה לכשעצמה.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

במסגרת המתודולוגיה, נלקחים בחשבון ארבעה משתנים עיקריים: (1) המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה ומודל הבעלות על הנכס; (2) סיכוני יעילות ועמידה בביצועים- היקף ומורכבות ההשקעות, לרבות יעילות כלכלית; (3) יציבות המודל העסקי ומבנה המימון; (4) יחסים פיננסיים וניתוחים כלכליים אחרים, המעניקים מידע, מצד אחד, באשר למינוף החברה ונזילותה, ומצד שני, באשר לתלותה בהשגת אמצעי מימון חיצוניים לצורך פעילותה השוטפת או לצורך מחזור הלוואותיה וביצוע השקעות הוניות הנדרשות. ראוי לציין, כי היחסים הפיננסיים נבחנים בהתאם לדוחות כספיים נתונים בעוד שתחזיות עתידיות, בהתאם לרלוונטיות, נלקחות בחשבון על בסיס הנחות שונות. יש לציין, כי במסגרת המתודולוגיה קיימת התייחסות לשיקולים נוספים אשר עשויים להשפיע על הדירוג, ומפורטים בהמשך הדוח.

## פירוט הפרמטרים העיקריים

### (1) מסגרת רגולטורית ומודל הבעלות על הנכס:

יכולת החיזוי והתמיכה של המסגרת הרגולטורית, בה פועלת חברת הולכה תחת רגולציה, הינה גורם מהותי בניתוח סיכוני האשראי. חברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, לרוב, מתפקדות כמונופול טבעי<sup>1</sup> עבור שירותי הולכה וחלוקה של חשמל, נפט וגז טבעי. חברות אלו פועלות, בדרך כלל, תחת מסגרת רגולטורית מוסדרת. לרוב, המסגרת הרגולטורית מסדירה מנגנון קביעת תעריף מובנה ומוסדר, בעל יכולת חיזוי גבוהה, המגביל את רמת התנודתיות בהכנסות ובפרט, מאפשרת לחברות לבצע התאמות תעריף, בהתאם להוצאות הצפויות, אף בטרם התרחשותן בפועל<sup>2</sup>. בנוסף לכך, למנגנון התעריף המובנה, קיימות דרכים נוספות בהן החלטות הרגולטור עשויות להשפיע על מיצובן העסקי של החברות, לרבות יכולת הרגולטור להחליט על תכנית ההשקעות ולהחל במימון בטרם ביצוען, קביעת מדדי יעילות ברי-השגה שיובילו לחיסכון בעלויות ועוד.

בבואנו לבחון את סיכוני האשראי של החברות, אחד הפרמטרים המהותיים שנבחן הינו יכולת השבת עלויות במועד בו הן מתרחשות, בהתאם לתמיכת המסגרת הרגולטורית, בה פועלת החברה. מעורבות הרגולטור הינה מאפיין מהותי המבדיל בין חברות אליהן מתייחסת מתודולוגיה זו וחברות אחרות הפועלות בתנאי שוק חופשי.

מודל הבעלות על הנכס של חברה מסוימת יכול להשתנות באופן מהותי מחברות אחרות המעניקות שירותים במסגרת פעילות דומה (בהיבטי אוכלוסייה או שטח) ברחבי העולם. קיימים מודלים עסקיים מגוונים בקשר עם מבנה הבעלות על הנכס, החל מבעלות ושליטה מלאים על הנכסים המהותיים לפעילות החברה, עובר במתן זיכיונות/רישיונות לזמן ארוך לניצול הנכסים וכלה במתן זיכיונות/רישיונות לזמן קצר הניתנים לביטול, בקלות יחסית, ע"י הרגולטור או הרשות הממונה. יש לציין כי החזקת הנכסים המהותיים של החברה במישרין, ללא מגבלות רגולטוריות, מאפשרת לחברה לממש את נכסיה, בעת הצורך, ומובילה לגמישות תפעולית מהותית. בנוסף, במסגרת הדירוג נלקחים בחשבון הסדרים שלטוניים מיוחדים בקשר עם חדלות פירעון, אם קיימים.

המסגרת הרגולטורית ומודל הבעלות על הנכס נבחנים באמצעות 4 פרמטרים עיקריים:

**א. יציבות ויכולת חיזוי המסגרת הרגולטורית-** במסגרת בדיקה זו נבחנות מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית באזור הפעילות של החברה, שקיפותה, עקביות החלטות עבר של הרגולטור (Track-Record) ומידת עצמאותן, וזאת, כאמצעי לחיזוי וליציבות המסגרת הרגולטורית העתידית. חברות הפועלות במסגרת רגולטורית יציבה, אמינה ובעלת יכולת צפייה גבוהה, ידורגו גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית אשר אינה מפותחת דיה, או במסגרת רגולטורית המתאפיינת בעצמאות חלשה בקשר עם החלטות הרגולטור (לדוגמא, כזו הנתונה ללחצים פוליטיים), ידורגו

<sup>1</sup> המונופול הטבעי מתייחס לרשת ההולכה.

<sup>2</sup> בניגוד לחברות המוחזקות ע"י משקיעים פרטיים בהן היזמים נאלצים להתמודד עם גידול עלויות, לאחר התרחשותן.

נמוך יותר. במסגרת הדירוג, נלקחת בחשבון יציבות מוסדות השלטון באזור הפעילות של החברה, באופן שעלול לפגוע בדירוג בקטגוריה זו.

**ב. מודל הבעלות על הנכס-** במקרים בהם הנכסים המשמשים בפעילות חברת הולכה תחת רגולציה אינם בבעלותה הישירה, תיבחן ההסתברות לביטול הזיכיון/רישיון להפעלת הנכסים ע"י החברה, וכפועל יוצא, העברת הזיכיון/רישיון לחברה אחרת בטווח הקצר. חברה שמחזיקה באופן ישיר, לטווח ארוך, בנכסים המהותיים להפעלה, תדורג גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, חברה המחזיקה בנכסים המהותיים להפעלה תחת הסכם חכירה או רישיון לטווח קצר, תדורג נמוך יותר. חברה הפועלת תחת הסכם זיכיון או רישיון קבוע לטווח בינוני, תדורג בטווח, בכפוף לבחינת האירועים בהם הרגולטור עלול לבטל את הזיכיון/רישיון של החברה, ואמידת ההסתברות להתרחשותם.

**ג. כיסוי עלויות והשקעות-** משתנה זה בוחן את חלוקת הסיכונים בין החברה ללקוחותיה, במסגרת תמיכתה של המסגרת הרגולטורית, ויכולתה להביא לכיסוי עלויותיה השוטפות של החברה והשקעותיה. לרוב, חברות הולכה תחת רגולציה, פועלות תחת אחד ממנגנוני התעריפים שלהלן: (1) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות בטרם ביצוען; (2) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות, לרבות שיעור רווח מסוים (Cost-plus); (3) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות, בכפוף לקביעת תמריצים כלכליים לעמידה ביעדים, על בסיס הערכה וניתוח העלויות השונות, בהשוואה למקובל בעולם (Benchmark). במילים אחרות, בחינה זו אומדת את מידת רצונן<sup>3</sup> של הרגולטור למתן את הסיכון הכרוך בתנודתיות ובאי-הוודאות בקשר עם עלויות התפעול וההשקעות הוניות שהחברה תישא בהן. חברות המתאפיינות בגמישות מלאה בקביעת התעריף, במסגרת הרגולציה, באופן המעניק כיסוי עלויות תפעול, השקעות הוניות והשגת רווח בהווה ובעתיד ללא מגבלה, ידורגו בחלק הגבוה בפרמטר זה. כלומר, ככול שהחברה תפעל תחת רגולציה מוסדרת וברורה יותר אשר תומכת בכיסוי עלויות התפעול, השקעות הוניות והשגת רווח, כך תדורג החברה גבוה יותר בפרמטר זה.

**ד. סיכון הכנסות-** פרמטר זה בוחן את המכניזם, לפיו נקבעת הכנסת החברה, בהתאם לנוסחת התעריף. במסגרת בחינת מנגנון הכנסות, והשפעתו על הכנסות החברה, ייבחן שיעור ההכנסות של החברה התלוי בהיקף הולכת חשמל/ נפט/גז טבעי בפועל, והתנודתיות בהיקפי ההולכה. ככלל, ההנחה בבסיס המתודולוגיה הינה כי, התנודתיות בהכנסות תפחת הודות לפיזור באזורי הפעילות. עם זאת, חברות אשר הכנסותיהן אינן תלויות בסך החשמל/נפט/גז הטבעי המוזרם בפועל, כלומר, מנגנון תעריף המושת במלואו או כמעט במלואו על רכיב קיבולת, ידורגו גבוה יותר בפרמטר זה.

## (2) יעילות ועמידה בביצועים:

משתנה זה מבקש לבחון את הביצועים התפעוליים של החברות, אל מול דרישות המסגרת הרגולטורית בה הן פועלות, ולנתח את החשיפות בהיבט זה. הגידול המתמשך בצריכת אנרגיה בעולם כשליציה מודעות סביבתית עמוקה, מובילה להשקעות הוניות משמעותיות הקשורות בחיבור תחנות כוח חדשות ובשיפור התשתית הקיימת. השקעות הוניות אלו מהוות מרכיב משמעותי קבוע במודל העסקי של החברות. לרוב, קיימת קורלציה בין היקף השקעות הוניות הנדרשות של החברות למידת המורכבות של השקעות אלו, בפרט כשמדובר בגידול משמעותי בקיבולת או בפרויקטים בעלי מורכבות טכנולוגית. ככל שתוכנית ההשקעות מורכבת יותר, כך ההסתברות לעיכובים בביצועה, תוך גידול בעלויות, גבוהה יותר. ההכנסות הצפויות מהשקעות ברשת ההולכה, לא יכסו בהכרח חריגה בעלויות ההקמה של הפרויקטים השונים המרכיבים את הרשת. כיסוי העלויות החריגות תלוי בעיקר במסגרת הרגולטורית בה פועלות חברות אלו.

סיכוי יעילות ועמידה בביצועים נבחנים באמצעות 2 פרמטרים עיקריים:

**א. יעילות ניהול עלויות-** בקטגוריה זו נבחנת יכולת החברה לעמוד ביעדי יעילות שונים, על בסיס בר-קיימא, הן בהיבט הוצאות התפעול וההשקעות הוניות והן בהיבט ניהול העלויות השוטפות. הבדיקה על בסיס בר-קיימא הינו בעל חשיבות, וזאת, כיוון שביצועים העולים על הצפוי בטווח הקצר, אינם צפויים לשפר מהותית את מצבה הפיננסי של חברת הולכה תחת רגולציה

<sup>3</sup> נציין, כי יכולתו של הרגולטור להעניק את תמיכתו לחברה נבחנת ע"י תת-פרמטר א'.

בטווח הארוך<sup>4</sup>. יש לציין, כי בקטגוריה זו נבחנת יעילות ניהול העלויות של החברות ולא יעילותן התפעולית, המוגדרת, לרוב, במסגרת תנאי רישיון/זיכיון החברות. חברות אשר יעמדו ביעדי ניהול עלויות שוטפות בהתאם להנחות הרגולטור, על בסיס בר-קיימא, ידורגו בחלק הגבוה בקטגוריה זו.

**ב. היקף ומורכבות תכנית ההשקעות** - משתנה זה בוחן את תכנית ההשקעות של חברות, הן בהיבט היקפן, ביחס לסך הנכסים של החברה<sup>5</sup>, והן בהיבט מורכבות ההשקעות, כאשר מורכבות ההשקעות נבחנת עפ"י: (1) מורכבות ההקמה; (2) מורכבות טכנולוגית (לדוגמא, הקמת פרויקטים בלב-ים); (3) היקף ההשקעות המורכבות מסך תכנית ההשקעות של החברה. חברות המתאפיינות ביחס נמוך בין היקף תכנית ההשקעות לסך הרכוש הקבוע או סך הרכוש הקבוע הרגולטורי, ידורגו גבוה יותר בקטגוריה זו.

### (3) יציבות המודל העסקי ומבנה המימון:

חברות הולכה תחת רגולציה מתאפיינות, לרוב, בתזרים מזומנים גבוה ויציב מפעילות, המשמש, בין היתר, לפירעון חוב לטווח ארוך, ולביצוע השקעות הוניות הקשורות לפעילותן. מימון החוב לטווח ארוך הינו מהותי למבנה הון יעיל של חברות בבעלות פרטית. עם זאת, המוטיבציה של חברות בבעלות פרטית להשגת תשואה לבעלי המניות, עלולה להוביל לגידול ברמת המינוף (לעומת חברות בבעלות המדינה, בהן לרוב, הלחץ לדיבידנדים נמוך יותר). בנוסף, ביצוע השקעות שאינן קשורות בפעילות הליבה של החברות (פרטיות/בעלות מדינה), עלול להוביל לפגיעה בתזרים המזומנים של חברות אלו או להגביר את תנודתיותן. לפיכך, מבנה המימון, לרבות המגבלות בגין מינוף והשקעות בחברות מחוץ לפעילות הליבה שלהן (מגבלות רגולטוריות או חוזיות מול המממנים), הינן מהותיות לניתוח סיכון האשראי. במסגרת הדירוג נלקח בחשבון כי, לרוב, הגדלת המינוף וביצוע השקעות שאינן מוגדרות בפעילות הליבה של חברות בבעלות המדינה, מוגבלות עפ"י חוק ואינן נמצאות במסגרת קבלת החלטות העצמאית של החברה. במסגרת המתודולוגיה, נבחנת הסבירות לכך שחברה תבצע פעולות שונות, בהווה או בעתיד, שעשויות לפגוע בתזרים המזומנים שלה ומכאן, להוביל לפגיעה בנושים.

יציבות המודל העסקי ומבנה המימון נבחנים באמצעות 3 פרמטרים עיקריים:

**א. יכולת ורצון לבצע פעילויות עסקיות נוספות** - קטגוריה זו בוחנת האם קיימות מגבלות מהותיות על החלטות העסקיות של הנהלת החברות בקשר עם השקעות שאינן בליבת פעילותן, העלויות להוביל לגידול בסיכון האשראי. במסגרת זו, נעשית בחינה לגבי אופן חלוקת תזרים המזומנים העתידי של חברות אלו בין התזרים המופנה לפירעון חוב לבין התזרים המופנה להשקעות מוטות תשואה. דירוג גבוה בקטגוריה זו יינתן לחברות אשר קיים לגביהן איסור על עיסוק בפעילויות נוספות, מעבר לפעילות הליבה שלהן, המוגדר במסגרת: (1) זיכיון/רישיון; (2) חקיקה; (3) הסכמים קיימים (הסכם עם ממשלה); (4) התניות מפורשות המפורטות בהסכמי מימון.

**ב. יכולת ורצון להגדלת מינוף** - בקטגוריה זו נבחנת הסבירות לכך שחברה תשנה את מבנה ההון הקיים, בהתבסס על יכולת קבלת החלטות העצמאית הנתונה לה, התוכנית האסטרטגית שבבסיס פעילותה העסקית, ועל בסיס פעולותיה בעבר (Track-Record). דירוג גבוה בקטגוריה זו יינתן לחברות אשר קיים לגביהן איסור גיוס חוב המוביל להגדלת המינוף, המעוגן בהסכמים, חקיקה או מסגרת רגולטורית. לעומתן, דירוג נמוך יותר יינתן לחברות המוגבלות חלקית, בהיבט זה, באמצעות התניות פיננסיות המפורטות בהסכמי המימון. חברות אשר לא קיימת לגביהן מגבלה מפורשת בקשר עם רמת המינוף ידורגו נמוך.

**ג. יעד היקף הרווח התפעולי מפעילות שאינה תחת רגולציה** - קטגוריה זו בוחנת את עומק השפעה של פעילות בסיכון עסקי גבוה יחסית, על הביצועים הפיננסיים של החברות. התשואה לבעלי המניות עשויה להיות גבוהה יותר כפועל יוצא מהשקעה

<sup>4</sup> ביצועים טובים מהצפוי בטווח הקצר, נבחנים במסגרת הניתוח הכמותי של המתודולוגיה (לפירוט, ראה פרק 4).  
<sup>5</sup> יחושב כיהס מסך הרכוש הקבוע או סך רכוש קבוע רגולטורי (Regulatory Asset Value) כפי שנושמו במאזן החברות.

בפעילויות עסקיות שאינן מוגדרות בפעילות הליבה תחת רגולציה. עם זאת, לצד התשואה הגבוהה יותר, פרופיל סיכון גבוה יחסית, מרע את סיכון האשראי של החברה. דירוג גבוה יותר בקטגוריה זו יינתן לחברות האסורות בביצוע השקעות מחוץ לפעילות הליבה תחת רגולציה, המעוגן ב: (1) מסגרת רגולטורית; (2) החלטות סטטוטוריות; (3) מגבלות חוזיות. לעומת זאת, במידה ולא קיים איסור מפורש כמפורט לעיל, החברות ידרגו נמוך יותר, בהתאם להערכתן בהיבט "התיאבון לסיכון". הערכת "התיאבון לסיכון" נאמדת בהתאם ליחס בין הרווח התפעולי הצפוי לחברה שאיננו מפעילויות ליבה לסך הרווח התפעולי הצפוי לה (בהתאם לתחזיות החברה ויעדיה).

#### (4) ניתוח יחסים פיננסיים:

במסגרת בחינת שלושת הפרמטרים שפורטו לעיל, נבחנו החוזקות והחולשות של החברות, בהינתן בסיס הפעילות העסקית והמדיניות הפיננסית. המשתנה הרביעי בוחן את היחסים הפיננסיים השונים של החברות, כפי שמשקפים בביצועי עבר ובתחזיות הכלכליות העתידיות. במסגרת בחינת היחסים הפיננסיים של החברות, נבחנו: (1) יכולת החברה לשירות החוב הפיננסי, לרבות היקף החוב הפיננסי ביחס לחברות אחרות; (2) יחסי מינוף, הבוחנים את יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי; (3) יחסי כיסוי, המתמקדים בבחינת יכולת החברה לפירעון הריבית של החוב הפיננסי, בטרם פירעון קרן. איתנות כלכלית, נזילות וניתוח כמותי נבחנו באמצעות היחסים הפיננסיים שלהלן (היחסים מחושבים לפי ממוצע של מספר שנים):

- א. **יחס FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית**- המונה ביחס זה מורכב מ FFO (סך תזרים המזומנים מפעילות שוטפת (CFO) בניכוי שינויים בהון החוזר) והוצאות ריבית- במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית התזרימיות של החברות. המכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית התזרימיות. יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות מימונה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הוניות משמעותיות וגיוסי חוב.
- ב. **יחס חוב פיננסי, לסך רכוש קבוע/רכוש קבוע רגולטורי (RAV)**- המונה ביחס זה מורכב מסך החוב הפיננסי של החברה, לרבות התאמות (לדוגמא, הסכמי חכירה), והמכנה מורכב מסך רכוש קבוע או רכוש קבוע רגולטורי RAV. יחס זה משמש לבחינת רמת המינוף של חברות תחת רגולציה. היקף החוב הפיננסי של החברות נאמד ביחס להיקף רכוש קבוע או RAV, במידה והוגדר כך במסגרת הדוחות הכספיים של החברות. ה- RAV מהווה את בסיס ההון לחישוב מרכיב התשואה המאושר ע"י הרגולטור ולמעשה, משקף את תזרים המזומנים המהוון של חברת תחת רגולציה (בהתאם לשיעור ההיוון שאושר ע"י הרגולטור). המכנה ביחס זה מורכב מהיקף ה- RAV במאזן החברה או סך הרכוש הקבוע, לפי העניין.
- ג. **יחס FFO לחוב הפיננסי**: המונה ביחס זה מורכב מה- FFO, והמכנה מהחוב הפיננסי. יחס זה נועד לבטא את היקף תזרים מזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסיים. בסביבה ענפית מוטת מינוף גבוה, יחס זה מאפשר להשוות רמות מינוף בין חברות שונות בענף.
- ד. **יחס תזרים מזומנים פנוי (RCF) להשקעות הוניות (CAPEX)**- במונה של יחס נלקח בחשבון ה- FFO בניכוי תשלום דיבידנדים, ובמכנה נלקח בחשבון כלל ההשקעות ההוניות של החברה. יחס זה בוחן את יכולת החברות לממן את ההשקעות ההוניות המתוכננות באופן עצמאי. במסגרת המתודולוגיה, גמישות פיננסית המתאפיינת בתוכנית השקעות מצומצמת, שמימונה מתאפשר באמצעות תזרים המזומנים שהחברה מייצרת, הינו חיובי לדירוג. בנוסף, מימון השקעות הוניות באמצעות תזרים מזומנים מפעילות בלבד, מאפשר לחברות להתמודד עם שינויים רגולטורים עתידיים בצורה טובה יותר.

## שיקולים נוספים

חברות הולכה תחת רגולציה ממומנות באופן שונה אחת מהשנייה. בענף התשתיות בכלל, ובענף חברות ההולכה תחת רגולציה בפרט, הגנות מובנות עשויות לספק הגנה משמעותית לנושים, ומהוות מקור להעלאת הדירוג בהשוואה לנושים אשר אינם מוגנים ע"י הגנות אלו. להלן סוגי ההגנות העיקריים:

- **סיכון אירוע אשראי** - במסגרת זו נבחנות התניות המקיימות מגבלות שונות על החברה, בין היתר: (1) מגבלות בקשר עם פעילות עסקית שאינה בתחום הליבה; (2) מגבלות בקשר עם רכישת/מכירת חברות; (3) מגבלות על השקעות; (4) מגבלות בקשר עם גיוס חוב נוסף. יש לציין, כי לרוב, במימון פרויקטים, משולב מנגנון הפרדה משפטי-כלכלי מלא (Ring Fencing) המיועד להפריד את סיכון האשראי של הפרויקט מחברת האם. הפרדה מסוג זה מאפשרת הגדרה מדויקת של סיכונים האשראי של הפרויקטים השונים, ועשויה להשפיע מהותית על דירוג החוב של החברות.
- **מבנה החוב והגנות מפני קשיי נזילות** - במסגרת זו נבחנות הגנות מובנות בקשר עם סיכונים פיננסיים כגון: נזילות, שיעור ריבית החוב וסיכון מימון מחדש. לרוב, הגנות מובנות בקשר עם סיכונים אלו יכללו: (1) קרנות ביטחון מיועדות לכיסוי עלויות מוגדרות; (2) קרנות ביטחון לגישור על פערי עיתוי, למשל עבור הוצאות תפעול ותחזוקה; (3) מתווה חוב נפרע לשיעורין (לעומת הלוואת בלון); (4) מדיניות גידור שע"ח/ריבית.

**דוחות קשורים**

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדוח: 25/02/2020**



© 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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 מכוון 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>