

חברת החשמל לישראל בע"מ

דוח דירוג | יולי 2010

מחברים:

ניר טורנר, אנליסט
nirt@midroog.co.il

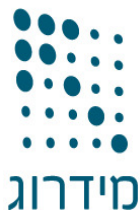
דן טרנר, אנליסט
dan@midroog.co.il

עינת טפר, ראש צוות
einatt@midroog.co.il

אנשי קשר:

מירב בן כנען הלר - רו"ח, סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@midroog.co.il

1



חברת החשמל לישראל בע"מ

דירוג מפיק (Issuer)	Aa2 אופק שלילי
---------------------	----------------

מדינת ישראל פועלת במשק חשמל סגור. החברה הינה מונופול בתחום החשמל, הן מבחינת הענף והן בבעלות על התשתיות. החברה הוגדרה כספק שירות חיוני במשק.

החברה הינה בבעלות ממשלתית וזוכה לתמיכת המדינה. ממשלת ישראל, לאורך השנים, הראתה אמינות ביכולתה לעמוד מאחורי התחייבויותיהן של החברות הממשלתיות. התמיכה הממשלתית והזיקה בין חברת החשמל למדינה הינן יסודות משמעותיים לדירוג, בין היתר, כביטוי לחשיבותה האסטרטגית של החברה. הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מחוסר הוודאות הרגולטורית סביב השינוי המבני, המחלוקת בנושא התעריף, יחסייה הפיננסיים החלשים ונזילותה הנמוכה של החברה.

פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או "חח"י") הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה¹), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, הספקת חשמל, סחר בחשמל והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויותיה אלו. החברה נתאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996 (להלן: "חוק משק החשמל"), אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. חוק משק החשמל מכפיף את החברה לפיקוח של הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") אשר תפקידה להסדיר ולפקח על מתן שירותים ציבוריים בתחום החשמל. בין יתר תפקידיה, רשות החשמל הינה הקובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם; מעניקה רישיונות מותנים וקבועים בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. יו"ר הרשות הנוכחי הינו מר אמנון שפירה, המכהן בתפקידו החל מאפריל 2007.

החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל והיא מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל. נכון למועד דוח זה, התחרות היחידה לחברה הינה בתחום הייצור, מצד יצרני חשמל פרטיים (שאינם מייצרים לצריכה עצמית) אשר על פי הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2009, היקף הייצור שלהם, נכון לשנת 2009, היה כ- 0.5% מהחשמל שסופק בפועל בישראל (כ- 1.9% מכושר הייצור המותקן בישראל בשנת 2009).

¹ להערכת החברה, יתרת המניות מפורזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות את בעליהן.

פעילותה של החברה כוללת שלושה מקטעי פעילות עיקריים:

- **ייצור חשמל** - הכולל את כל הפעילות הכרוכה בייצור חשמל באתרי הייצור של החברה.
- **הולכה והשנאה של חשמל** - הכולל את הולכת החשמל מאתרי הייצור, באמצעות קווי הולכה במתח עליון (161 קילוולט) ובמתח על עליון (400 קילוולט), לתחנות המיתוג ובין תחנות המיתוג לתחנות המשנה.
- **חלוקת חשמל** - הכולל העברת חשמל מתחנות משנה אל הצרכנים באמצעות קווי מתח גבוה וקווי מתח נמוך.

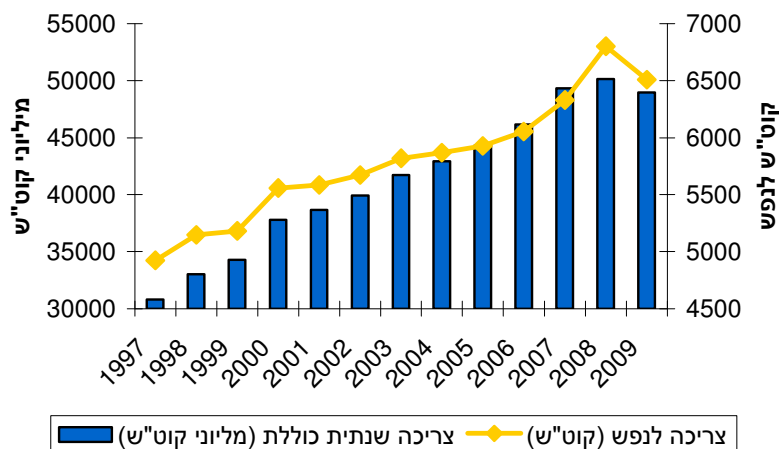
משק החשמל בישראל

החשמל מהווה את הבסיס לצמיחה ופעילות בכל מגזרי המשק. מערך זה מספק תשומה עיקרית וראשונית לכל מערכות הייצור והשירותים בכל ענפי המשק וכן מהווה שירות חיוני למשקי הבית. משק החשמל בישראל הינו משק סגור, כאשר כל צרכי החשמל במשק מסופקים על ידי החברה ועל ידי יצרני החשמל הפרטיים.

צריכת החשמל

בשנת 2009 הסתכמה צריכת החשמל בכ- 48.95 מיליון קוואט"ש לעומת כ- 50.16 מיליון קוואט"ש בשנת 2008 (קיטון של 2.4% בצריכה, לעומת גידול ממוצע של 4.2% בין 2005-2008). ירידה זו מהווה קיטון ראשון בצריכה מאז הקמת משק החשמל בישראל, ומיוחסת על ידי החברה למשבר הכלכלי העולמי, אשר הביא להפחתה בצריכה ולקיצוץ בצריכת החשמל, בעיקר בתעשייה.

להלן היקפי הצריכה בשנים 1997-2009 (במיליוני קוואט"ש עבור כלל הציבור ובקוואט"ש לנפש):



מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

להלן נתוני צריכת החשמל (במיליוני קווט"ש) לשנים 2009 - 2007 בחלוקה לסוגי צרכנים:

2007	% השינוי	2008	% השינוי	2009	% מהצריכה ל-2009	
14,766	5.0	15,499	0.8	15,624	32%	ציבורי מסחרי
15,049	1.0	15,201	(0.6)	15,117	31%	ביתי
11,178	0.4	11,218	(7.9)	10,329	21%	תעשייתי
3,457	6.0	3,666	3.2	3,783	8%	רשות פלסטינית
3,021	(9.0)	2,749	(12.6)	2,404	5%	שאיבת מים
1,852	(1.4)	1,827	(7.5)	1,690	3%	חקלאות
49,323	1.7	50,160	(2.4)	48,947	100%	סה"כ

מקור: דוח שנתי של החברה, 2009

יצרני חשמל פרטיים קונבנציונאליים (יח"פים)

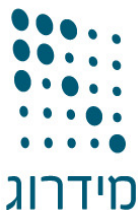
כחלק מהמגמה לפתח את התחרות בתחום ייצור החשמל ומתוך מטרה לעודד הקמתם והפעלתם של מתקני ייצור חשמל פרטיים, בהתאם לעקרונות מזעור עלויות הייצור במשק ועידוד מכירת חשמל של יצרנים פרטיים לצרכנים, התקין שר התשתיות את תקנות משק החשמל (יצרן פרטי קונבנציונלי) בשנת 2004 (להלן: "תקנות היח"פים"). בהתאם להוראות החוק, החברה, כספק שירות חיוני, מחויבת לרכוש חשמל המיוצר ע"י היח"פים ולאפשר להם להשתמש ברשת ההולכה והאספקה שלה ולספק גיבוי ללקוחותיהם.

4

נכון לדצמבר 2009, היקף כושר הייצור המותקן של יצרנים פרטיים הינו כ-228 מגוואט, אשר מהווים כ-1.9% מסך כושר הייצור המותקן במדינת ישראל (כ-12,014 מגוואט). עם זאת, למיטב ידיעת החברה, כפי שעולה מדוחותיה הרבעוניים, רישיונות מותנים נוספים ניתנו ליצרנים פרטיים בהיקף כולל של כ-3,492 מגוואט, נכון לפברואר 2010, המהווים כ-28% מכושר הייצור המותקן של המשק. כמו כן, יזמים נוספים אמורים להקים תחנות כוח על בסיס מכרזים בהיקף של כ-650 מגוואט. לפי עמדת משרד התשתיות הלאומיות, פרויקטים אלו צפויים לקום במהלך העשור הקרוב.

יצרנים באנרגיה מתחדשת

על פי מדיניות הממשלה עד שנת 2020, 20% מהאנרגיה בישראל תהא מיוצרת באמצעות אנרגיה מתחדשת. ההגדרה של "מקורות מתחדשים" כוללת את כל המקורות מהם ניתן להפיק אנרגיה מבלי לפגוע במשאבים קיימים ומבלי לפגוע באיכות הסביבה. בין המקורות המתחדשים ניתן למנות הפקת אנרגיה סולרית מהשמש, ייצור חשמל תוך שימוש בטורבינות רוח ועוד. על מנת לעודד את ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת וכדי לשמור על איכות הסביבה, ממשלת ישראל, בדומה למדינות רבות בעולם, החליטה להעניק תמריצים כלכליים שיוזילו,



יעודדו ויתמכו בהקמת מתקנים ופיתוח טכנולוגיות לייצור חשמל ממקורות מתחדשים. התמריצים כוללים מנגנון תעריפים מועדפים, הטבות מיסוי והקצאת תקציבים למו"פ בתחום.

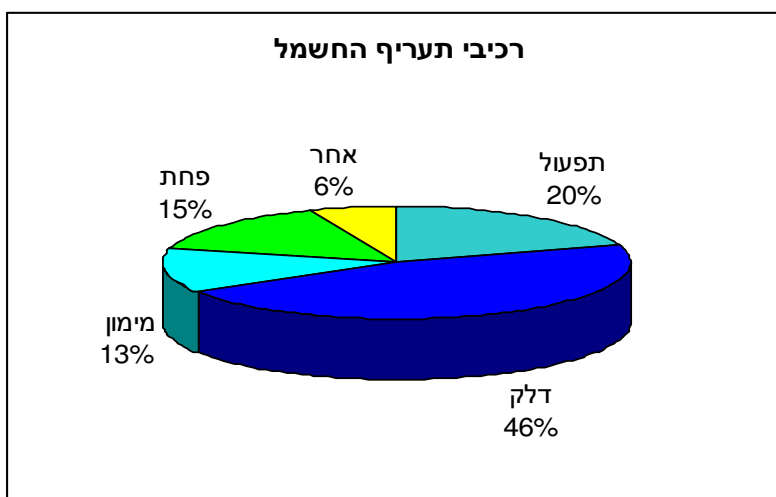
פרויקט האנרגיה המתחדשת העיקרי הינו באתר "אשלים" שבנגב אשר במסגרתו צפויות לקום תחנות כוח סולריות, בהיקף כולל של כ-250 מגוואט בטכנולוגיה תרמו-סולארית ועד 30 מגוואט בטכנולוגיה פוטוולטאית. הפרויקט צפוי להיות B.O.T, בו גוף פרטי מקבל זיכיון למימון, תכנון, בניה והפעלה של תחנות הכוח לתקופה קצובה של 25 שנים, שאחריה מועברת הבעלות על המתקן לידי המדינה.

תעריף החשמל

תעריף החשמל אמור לשקף את כלל העלויות הנגרמות לחברה מהפעלת נכסיה (לרבות תשואה להון). עלויות אלה כוללות עלויות דלקים, תפעול ותחזוקה, עלויות הון וכו'. התעריף נקבע ע"י רשות החשמל, על פי מודלים נורמטיביים לעלויות, על בסיס עלויות עבר של החברה, עלויות המוערכות על פי benchmark עולמי ותחזיות הפעילות של החברה. התעריף נקבע, תוך השמת תמריצים תפעוליים להתייעלות החברה ברמה התפעולית והפיננסית. בסיס תעריף שונה נקבע עבור מקטעי הפעילות השונים: הייצור, ההולכה, ההשנאה, החלוקה והאספקה.

בסיס התעריף מתחשב בבסיס הנכסים והפחת, עלויות הדלקים (במקטע הייצור), עלויות ההון ועלות התפעול והשירות. בנוסף, קיימים מקדמי הפחתה בגובה שיעור ההתייעלות הצפוי מהחברה וכן קיים מנגנון פיצוי עבור עלויות שנגרמו עקב עיכובים בעדכון השוטף של התעריף.

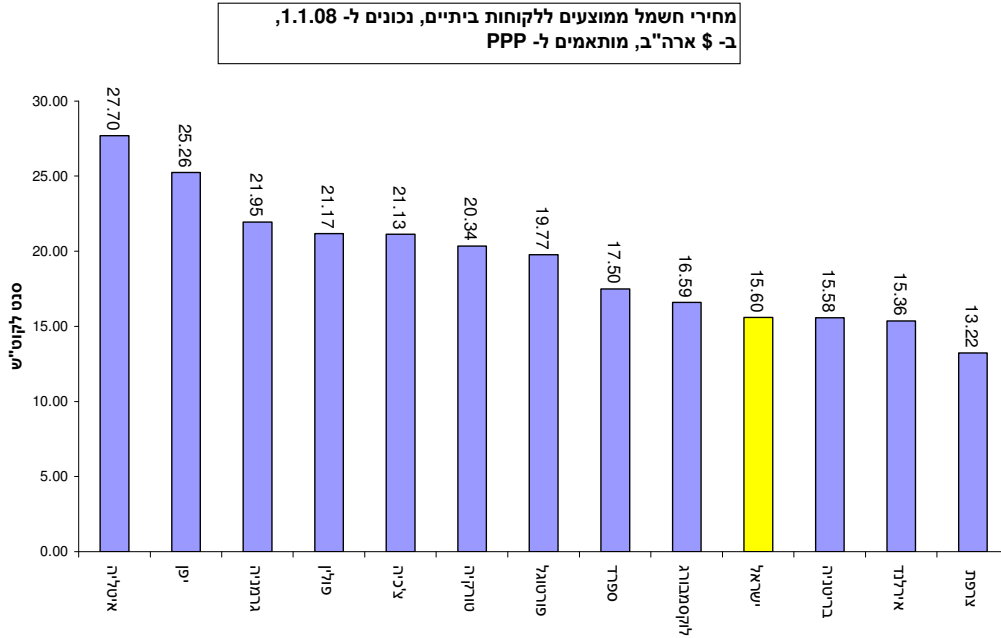
במסגרת קביעת התעריף, רשות החשמל מכירה בעלויות המימון של הקמת תחנות כוח חדשות, פיתוח יחידות ייצור קיימות והסבתן לטכנולוגיית גז וזאת - בהתאם לאמות מידה ולוחות זמנים שנקבעו על ידי הרשות.



מקור: נתוני החברה בהתאם לבסיס התעריף החדש למקטע הייצור מ-15/02/2010

עדכון התעריף - בסיס התעריף מתעדכן אחת למספר שנים. עדכון שוטף מבוצע במועד המוקדם מבין: שינוי עלות סל התשומות בשיעור מסוים או חלוף חצי שנה ממועד העדכון האחרון. עדכון שנתי אמור להתבצע, מידי שנה, בחודש אפריל.

בהשוואה בינלאומית, תעריפי החשמל בישראל נמוכים ביחס לתעריפים במדינות מערביות אחרות.



PPP-במונחי כוח קנייה בכל מדינה.

מקור: נתוני החברה ועיבוד מידרוג

עדכון בסיס תעריף אחרון, שהיה אמור להיות בשנת 2005, נעשה בפברואר 2010 עבור מקטע הייצור, לשנים 2010-2014. עדכון זה והתעריפים הנגזרים ממנו נכנסו לתוקף החל מ-15 בפברואר 2010. במסגרתו עודכנו רכיבי תעריף מקטע הייצור, בין היתר, עלויות ההון, התפעול, סל הדלקים ועוד. עדכון למקטעי ההולכה והחלוקה אינו צפוי להתפרסם עד לפחות סוף שנת 2010.

בעקבות קביעת בסיס תעריף חדש למקטע הייצור ובדומה אליו, עדכנה הרשות גם חלק מהרכיבים למקטעי ההולכה והחלוקה. רשות החשמל מינתה לפני מספר שנים יועץ אשר גיבש לאחרונה (לאחר דיונים עם הגורמים המקצועיים בחברה) באופן סופי את המודלים הפיזיים המומלצים על ידו להכרה ברכוש במקטע החלוקה. החברה אינה יכולה להעריך בשלב זה את היקף הרכוש שלא יוכר במסגרת בסיס התעריף הבא.

יש לציין כי קיימת מחלוקת סביב התעריף החדש שחל מה-15 בפברואר 2010, כאמור לעיל.

שינויים עיקריים בבסיס התעריפים החדש:

- שימוש נרחב יותר בעלויות נורמטיביות בהכרה בעלויות תחנות כוח.
- הכרה ברכוש הקבוע על פי מועדי ההפעלה שבתכנית הפיתוח של החברה.
- שינוי מקדם ההתייעלות במקטע הייצור לעלויות התפעול בלבד והפחתתו לשיעור של 2%.
- ביטול מרכיב הגידור בתעריף בהדרגתיות תוך 3 שנים.
- עליה בתשואה להון העצמי נטו במקטע הייצור לשיעור של 7.8%.
- תמריץ לחתימה על הסכמי גז חדשים.

אסטרטגיה ניהולית, יעדים ואתגרים לעתיד

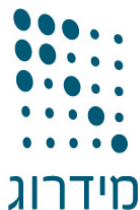
התנעת תהליך רפורמה מבנית בשיתוף הנהלה, העובדים והרשויות הרגולטוריות

מאז 1996 הוצעו מספר שינויים מבניים למשק החשמל, ללא הצלחה ביישום ובהוצאה אל הפועל, וזאת בעיקר, עקב התנגדות וצעדי מחאה מצד עובדי החברה. עפ"י הנהלת החברה, נכון להיום שוררת הבנה בין הגורמים השותפים לפעילות החברה (העובדים, הממשלה והנהלת החברה) כי המשך קידום החברה ועובדיה יבוא דרך הסכמה בין כל הגורמים. נראה כי המתווה המתגבש למשק החשמל העתידי יהיה משק שבו מערכת ההולכה והחלוקה יישארו בידי החברה, ולגבי מקטע הייצור קיימת עדיין מחלוקת באשר למתכונת ההפעלה שלו, היקף הפרטה שיבוצע ואופן פיצול הפעילות.

התייעלות פנימית- תכנית "מצפן"

במקביל לקשיים בקידום הרפורמה האמורה, החליטה הנהלת החברה על הפעלת תוכנית התייעלות פנימית ועצמאית - תכנית "מצפן".

במאי 2008 אישר דירקטוריון החברה באופן עקרוני את מתווה הפעולה של תוכנית לשינוי ארגוני, המבוססת, בין היתר, על פרישה של כ- 2,000-2,500 עובדים (כ-15% מכוח העבודה בחברה), במסגרת תהליך של צמצום מצבת עובדי החברה, שיתפרס על פני מספר שנים ועל רה - ארגון של יחידות החברה. על פי הערכה ראשונית של הנהלת החברה, העלות הכוללת של התוכנית הינה כ- 4-2.3 מיליארד ₪. יישום התוכנית צפוי להביא לחיסכון והתייעלות בפעילותה של החברה, בהיקף של מאות מיליוני ₪ בשנה, ובסכום כולל של עד כ- 6.9 מיליארד ₪ (כתלות בהיקפי הפרישה שיבוצעו) בתשע השנים הקרובות. נכון למועד דוח זה, לא חלה התקדמות ממשית בביצוע השינוי המבני ולטענת החברה אין באפשרותה להעריך את מועד יישום המהלכים האמורים.



פיתוח תחומי פעילות חדשים לחברה כתחליף לירידה אפשרית במעמדה המונופוליסטי במשק החשמל

על פי הנהלת החברה, הירידה בשיעור הריכוזיות במשק החשמל תאפשר לחברה לפתח אפיקי הכנסות חדשים, בתחומים שאינם תחומי הליבה של החברה. בין התחומים אשר נמצאים בהליכי בחינה: **תקשורת** - בפברואר 2010 קיבלה החברה רישיון ממשרד התקשורת לביצוע ניסוי טכנולוגי, במטרה לבחון את יכולת החברה לספק שירותי תקשורת בפס רחב ותקשורת סלולארית, על בסיס התשתית הקיימת. החברה רואה בענף התקשורת פוטנציאל משמעותי למקור רווח עתידי, וצופה כי תחום זה עשוי להביא להכנסות של כמיליארד ₪ החל משנת 2015, בתנאי ויתקבלו הרישיונות לפעילות. פעילות החברה בתחום התקשורת תעשה באמצעות חברה בת.

פרויקטים בחו"ל - לחברה יכולות טכנולוגיות והנדסיות משמעותיות, אשר בכוונתה לנצל להרחבת הפעילות בשווקי האנרגיה בחו"ל. החברה מעורבת במספר פרויקטים בחו"ל, החל משנת 2007. פעילות הפרויקטים בחו"ל נמצאת בבחינה רגולטורית.

חממה טכנולוגית - החברה הקימה בסוף 2008 חממה טכנולוגית בתחומי האנרגיה ואיכות הסביבה. פעילות החברה בתחום זה נמצאת בשלבים התחלתיים.

התפלת מי ים - החברה בוחנת את אפשרות הכניסה לתחום ההקמה והתפעול של מתקנים להתפלת מי ים. הנושא נמצא בבחינה רגולטורית.

האתגר שבשינוי תמהיל הדלקים - הטמעת טכנולוגיות חדשות, גילוי מאגרים בסמוך לחופי המדינה ותלות במערכת הולכה טעונת שיפור

החל משנת 2005 וכתוצאה מעידוד תמריצי מצד רשות החשמל, החלה החברה להקים ולהמיר יחידות ייצור לייצור בגז טבעי. מגמה זו התחזקה בשנים האחרונות ונכון לדצמבר 2009 מהווה סך ההספק המותקן של טורבינות גז טבעי כ- 34.9% מסך יכולת הייצור של החברה. מגמה זו צפויה להתחזק בשנים הקרובות כאשר עד סוף שנת 2010, סך היכולת המותקנת לייצור בגז טבעי צפוי להוות כ-54% מסך יכולת הייצור של החברה, בעוד היכולת המותקנת לייצור מפחם צפויה לרדת לכ-38% ב-2010 אל מול 41% ב-2009.

עם זאת, יש לציין כי הייצור מגז טבעי הוגבל על ידי החלטת הנהלה לעד 40% מסך ייצור החשמל, במטרה למנוע פגיעה בייצור החשמל עקב תלות גבוהה בגז טבעי ובשילוב עם אי סדירויות בהפקה ואספקה, המאפיינות את מבנה משק הגז כיום. ספקיות הגז של החברה, נכון למועד דוח זה, הן "ים תטיס", בבעלות קבוצת דלק וחברת EMG המצרית. כמו כן, נחתם מכתב כוונות עם השותפויות המחזיקות במאגרי תמר ודלית שנתגלו לאחרונה, אך טרם החלה הפקת גז מסחרית מהם. זאת, יחד עם קבלת האינדיקציות החיוביות על פוטנציאל להימצאות מצבורי גז טבעי בקנה מידה עולמי במאגר לויתן, גדלה האפשרות להסתמכות על גז טבעי כמקור אנרגיה עיקרי בנוסף לפחם.

מערך אספקת הגז, המתופעל כיום ע"י נתג"ז, סובל מבעיות אמינות שונות, ביניהן אי סדרים באספקה ותקלות בהולכה. בשנת 2009 התרחשו מספר תקלות באספקת הגז, ביניהן כאלה שהביאו לנזקים כלכליים. גורם סיכון זה מופחת על ידי יכולתה המוכחת של החברה לצפות ולהתמודד עם תקלות, וכן על ידי מנגנון ההכרה

בהוצאות, אשר מאפשר לחברה לקבל שיפוי כספי על אי סדרים בהולכת הגז, אשר חייבו אותה בהוצאות בלתי מתוכננות.

גורמים תומכים עיקריים

מונופול טבעי ומוחלט במשק חשמל סגור עם חסמי כניסה גבוהים במיוחד

החברה הינה מונופול בתחום החשמל, הן מבחינת הענף והן בבעלות על התשתיות, ללא יכולת ליצירת אלטרנטיבות. ניסיונות שנעשו לאורך השנים לשנות מצב זה כשלו. בכל מקרה גם במידה ותופעל הרפורמה במשק החשמל, כמתואר לעיל, החברה תיוותר מונופול בתחום ההולכה במשק החשמל, וייתכן שאף בתחום החלוקה.

מדינת ישראל פועלת במשק חשמל סגור. החברה הוגדרה כספק שירות חיוני במשק ותפקידה במשק הישראלי גדול מזה של חברה מסחרית.

חסמי כניסה גבוהים בענף, הן כתוצאה מהרגולציה והן כתוצאה מהצורך בהשקעה רבה בתשתיות ייצור עתירות הון (כמו אלה שבבעלות החברה), ידע וניסיון.

חברה ממשלתית הנהיגת מתמיכה רחבה עקב חיוניותה לתפקודו התקין של המשק ולמעמדו בעולם

החברה הינה בבעלות ממשלתית וזוכה לתמיכת המדינה. ממשלת ישראל, לאורך השנים, הראתה אמינות ביכולתה לעמוד מאחורי התחייבויותיהן של החברות הממשלתיות. התמיכה הממשלתית היא יסוד משמעותי לדירוג, בין היתר, כביטוי לחשיבותה האסטרטגית של החברה. פגיעה בחוב החברה עלולה לפגוע ביכולתה העתידית לגייס כספים לצורך השקעה בתשתית החשמל של המדינה. נכון ל-31 לדצמבר 2009, המדינה ערבה לחוב (לא מדורג) בהיקף של כ- 5.9 מיליארד ₪. משמעות הדבר הינה שלמדינה קיים תמריץ כלכלי לעמוד מאחורי התחייבויותיה האחרות של החברה. למרות זאת, יש לציין כי בעבר (בשנים 2002-2003) היו מקרים בהם המדינה דחתה מיוזמתה תשלומי חוב של חברות ממשלתיות, אם כי לא בענפים בעלי חשיבות אסטרטגית כמו משק החשמל. כמו כן, יש להוסיף כי למדינה אין כל מחויבות חוקית לתמוך בהתחייבויותיה של החברה, למעט הערבויות ליצרני חשמל פרטיים, במסגרת עידוד פתיחת משק החשמל לגורמים פרטיים. הנחת הדירוג הינה, כי הממשלה תמשיך ותתמוך בחובות החברה בהיקפים מהותיים, במידת הנדרש.

עלייה בצריכה יחד עם גמישות ביקוש קשיחה כמעט לחלוטין

על אף הירידה בצריכה בשנת 2009, בשיעור של כ- 2.4% (זאת, ביחס לצמיחה שלילית במשק בשיעור של כ- 0.2% בשנת 2009), התחזית המעודכנת בחברה צופה חזרה לתוואי גידול בביקושים של 3.5%-4% כבר החל משנת 2010.

יעילות תפעולית גבוהה ומוכחת

החברה נהנית מיעילות תפעולית גבוהה, המתבטאת בשיעור תקלות נמוך מהמוצע העולמי (כ- 2% לעומת שיעור תקלות של כ- 6%-8%, המקובל בעולם המערבי) ובשיעור חשמל לא מסופק מזערי (0.0011% מסך הביקוש לחשמל). יעילות זו מגינה על הכנסות החברה ומונעת קנסות על בסיס תפעולי.

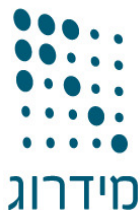
מגמת ההנהלה והרגולטור לשיפור בתוצאות

מוטיבציה גבוהה מצד ההנהלה ורשות החשמל לשפר את תוצאותיה של החברה ולפתח את פעילותה. אינדיקציה לכך ניתן לראות בכוונת ההנהלה להפעיל תוכנית התייעלות פנימית ובכונותה להזמין מחקר מאת הבנק העולמי לצורך שיפור והפקת לקחים.

גורמי סיכון עיקריים

חוסר ודאות רגולטורי, גמישות נמוכה בקביעת התעריף וסביבה עסקית עתידית לוטה בערפל

- כאמור, הסמכות לקביעת תעריפי החשמל אינה נתונה בידי החברה אלא בידי רשות החשמל, אשר קובעת את התעריפים על בסיס עקרון העלות הנורמטיבית. התעריף המשולם אמור לכסות את הוצאות החברה ולספק תשואה הולמת להון. עם זאת, רשות החשמל רשאית שלא להביא בחשבון לעניין קביעת התעריף הוצאות, שלדעתה אינן דרושות למילוי חובותיה של החברה ולקבוע מקדמי הפחתה שונים. נוסף על כך, ההכרה בעלות ההשקעות של החברה נקבעת בחלקה על בסיס נתוני עבר ובחלקה על בסיס נתונים נורמטיביים, ללא הבטחה לכיסוי מלוא העלויות העתידיות שלה. סיכון זה מופחת, בין היתר, בכך שרשות החשמל מחויבת בעת קביעת התעריף להביא במניין שיקוליה מכלול שלם של שיקולים, שנועדו להסדיר את הפעילות במשק החשמל לטובת הציבור, תוך הבטחת זמינות, איכות, יעילות ותוך יצירת תנאים לתחרות ומזעור עלויות. בין השיקולים נלקחת בחשבון שמירה על איתנותה הפיננסית של החברה.
- משק החשמל בישראל ופעילותה של חח" נטונים לפיקוח נרחב, בין השאר, כתוצאה מחוק משק החשמל. אין ודאות שלהוראות פיקוח אלו, המתייחסות בין היתר לרישוי, תחרות, תעריפים וכדומה, לא תהיה השפעה שלילית על תוצאותיה העסקיות של החברה, על פעילותה העסקית ומצבה הכספי. בנוסף, בשנים האחרונות מתחדש רישיונה של החברה על בסיס חצי שנתי, עובדה המוסיפה לאי הציבות ואי הוודאות לגבי עתידה.
- כאמור בדוח זה, במסגרת התיקונים לחוק החשמל נקבעו בעבר מספר כללים לשינוי מבני במשק החשמל ולהגברת התחרות. נכון למועד דוח זה, לא חלה כל התקדמות ממשיכה בביצוע השינוי המבני, בין היתר, עקב עיצומי העובדים בסוגיית השינוי המבני (פניות החברה לבתי הדין לעבודה בסוגיות השינויים המבניים לא צלחו) וכן - מאחר מהממשא ומתן עם גורמי הממשלה השונים בסוגיות השינוי המבני טרם הבשיל לכדי הסכמות. אף אם יצא אל הפועל שינוי זה, לא ידוע מה תהא השפעתו על החברה. כמו כן, משרד התשתיות הלאומיות עלול לכפות על החברה תוכניות חרום, כגון תכנית החירום לפיתוח משק החשמל, אשר יביאו לשינוי בתכניות הפיתוח של החברה, ולהוסיף ולתמרץ יצרני חשמל פרטיים. החברה מחויבת לרכוש אנרגיה זמינות מיצרני החשמל הפרטיים, ולכן עשוי להיווצר מצב בו החברה משקיעה



סכומים משמעותיים בפיתוח רזרבה, אך בפועל סובלת מצמצום בביקושים לייצור חשמל. חוסר הוודאות לגבי משק החשמל העתידי מקשה על החברה לפעול באופן עקבי ומתוכנן.

הצורך בביצוע השקעות נרחבות ומימון

על מנת לעמוד בביקושי החשמל החברה נדרשת להיקפי השקעה משמעותיים ביותר בשנים הקרובות (-2010). על מנת לממן את תוכניות הפיתוח וההשקעה, לחברה יהיה צורך במקורות מימון חיצוניים בהיקפים ניכרים בשנים הקרובות. יכולת החברה לגייס מימון לזמן ארוך, הן בישראל והן מחוצה לה, כפופה למגוון גורמים, ביניהם, תוצאות פעילותה ומצבה הכספי, תנאים כלכליים, ביטחוניים, חוקיים ופוליטיים בישראל ומדיניות ההפרטה של הממשלה, וכן יכולת גיוס מימון מבנקים ומוסדות פיננסיים אחרים בישראל, המושפעת ממגבלות "לווה בודד" וכדומה. כפי שיפורט בדוח זה, התוצאות הפיננסיות של החברה הינן חלשות ונמוכות יחסית לחברות חשמל ואנרגיה אחרות בעולם. בנוסף, על אף הגיוסים הרבים שערכה, לחברה נזילות נמוכה לאור חוסר הגמישות בשימושים בכספים שגויסו. היקף החוב של החברה (מעל 41 מיליארד ₪ נכון למרץ 2010) מקשה על החברה לגייס בשוק ההון המקומי. עם זאת, החברה הוכיחה יכולת לגייס חוב בשווקים הבינלאומיים, גם בתקופות בהן קיים קושי לגייס חוב, כפי שמשתקף בגיוס של כ- 500 מיליון דולר ארה"ב בינואר 2009 (זאת, למרות שהחוב האמור גויס בריבית גבוהה יחסית לריביות בהן מגייסת החברה בד"כ). כמו כן, לאור חשיבותה האסטרטגית של החברה והיותה מונופול במשק החשמל החיוני, מידרוג מעריכה כי, במידה והחברה תידרש למימון אותו לא תוכל להשיג, המדינה תעמיד לרשות החברה מימון באופן כלשהו על מנת להבטיח את המשך פעילותה התקיין.

11

תלות במערכת יחסי עבודה מורכבת ומעורבות ניכרת של ועד העובדים בניהול החברה ויישום רפורמות

לחברה תלות מהותית בועד העובדים בחברה, אשר, באמצעות עיצומים ושיבושים, עלול למנוע מהחברה לקבל וליישם תוכניות התייעלות ושינויים מבניים לטובת החברה. בנוסף, הסכמי העסקה הקיבוציים של עובדי החברה חתומים אל מול משרד האוצר ולא מול הנהלת החברה, דבר הפוגע בגמישות הניהולית וביכולת ההנהלה לצמצם עלויות ולתמרץ ביצועים. במהלך שנת 2009 התקיימו מספר אירועי שיבושים בעבודתה של החברה, עקב סכסוכי עבודה פנימיים, וסכסוכים עם הממונה על השכר והסכמי העבודה באוצר. מדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2009, עולה כי עיצומי העובדים שהתרחשו במרץ - מאי 2009, על רקע יישום תוכנית התייעלות של החברה, גרמו לחברה נזקים בהיקף של כ- 192.3 מיליון ₪ והסתיימו בהסכמה של הצדדים לדחיית יישום התכנית עד להודעה חדשה. כמו כן, המדינה הביעה נכונות לכרוך את יישום תוכנית התייעלות של החברה יחד עם הרפורמה המבנית המתוכננת וליישמן יחדיו, בשיתוף ועד העובדים.

הגברת תחרות ורפורמה הצפויה לצמצם את מעמדה המונופוליסטי של החברה

אחת המטרות בשינוי המבני המתואר בדוח זה הינה השגת התייעלות בתפקודה של חברת החשמל, אשר תביא לידי תוספת כוח ייצור למשק, תוך השתת עלויות מינימאליות על צרכני החשמל. למהלך זה עשויות להיות השלכות מהותיות על החברה, הן מעצם השינוי המבני והפרדת פעילות החברה לתאגידים נפרדים, הן



מידרוג

מהגברת התחרות בענף (לפחות במקטע הייצור) והן בנכונות המדינה לתמוך בחברה. עם זאת, השינוי המבני המתוכנן צפוי להתגבש כך, שיכולת החזר החוב של החברה לנושיה לא תיפגע עקב התהליך (לדוגמה - מכירת הרכוש לחברות הבנות שתוקמנה ופירעון החוב מהתמורה שתתקבל). עם זאת, הרפורמה המתוכננת במשק החשמל, הינה בחלק הייצור בלבד, כאשר שאר מקטעי הפעילות של החברה, ההולכה והחלוקה, המהווים מונופולים טבעיים בתחומם, צפויים להישאר במתכונתם הנוכחית. ייתכן כי, סביבה תחרותית יותר תסייע ליעילות התפעולית של החברה ותאפשר הגדלת הרזרבות כמתוכנן.

על פי הוראות הדין ואמות מידה של רשות החשמל, נקבעו הסדרים תעריפיים תומכי מימון והגנות ינוקא משמעותיות ליזם פרטי במטרה לתמוך בהקמת תחנות כוח על ידי יצרנים פרטיים. בנוסף, החברה נדרשת לספק "רשת ביטחון" ליחפ"ים באמצעות רכישת יכולת זמינות קבועה או משתנה בהתאם למוגדר באמות המידה. התשלום אמור לכסות את כל, או לכל הפחות מרבית, עלות הקמת יחידת הייצור הפרטית. החברה תצטרך לתת מענה לביקושים, גם אם יצרנים שהיו מתוכננים להקים תחנות כוח יחזרו בהם מתוכניותיהם או במקרה של נפילות של תחנות קיימות של יצרנים פרטיים. בנוסף, החברה אחראית על אספקת החשמל ללקוחות יצרני החשמל הפרטיים בעת שאלה מבצעים עבודות תחזוקה ולאוינים מתפקדים עקב תקלות.

פעילות בטווח רזרבות נמוך יחסית למקובל בעולם

החברה פועלת בטווח רזרבה נמוך יחסית למקובל בעולם, כלומר, יכולת הייצור של החברה בשיאי הביקוש קרובים יותר לכמויות המבוקשות בשיאי הביקוש, מאשר במשקי חשמל מקבילים בעולם. האמור עשוי להוביל לתקלות תפעוליות, אשר עשויות לפגוע במצב החברה, עקב העלויות הכרוכות בהן. גורם סיכון זה ממותן על ידי יכולות תפעוליות גבוהות, בהשוואה למערכות חשמל מקבילות בעולם, וכן על ידי הכרה בעלויות באמצעות תעריף החשמל, אשר מפצה את החברה על עלויות הנגזרות מתקלות, עד לשיעור תקלות מסוים (של כ- 4%, כאשר החברה עומדת כיום על 2%).

שיעור הרזרבה בשנת 2009 עמד על 12%. ממחקר שנערך עבור החברה, סמוך למועד פרסום הדוח, עולה כי שיעור הרזרבה, בהתבסס על תחזית עומס גבוהה בשנים 2010-2015, ינוע בטווח שבין 11% ל-17%, כאשר שיעור הרזרבה המומלץ ע"י הבנק העולמי הינו 16% עד 18%.

ניתוח פיננסי

צמצום בהתחייבויות השוטפות ועלייה בהון העצמי

בנתונים המאזניים של החברה בולט צמצום ההתחייבויות השוטפות בשנת 2009 בסך של כ-3 מיליארד ₪, בעיקר עקב קיטון בחלויות שוטפות של הלוואות ואגרות חוב. במסגרת החוב המונפק נפרעו אג"ח בסכום של כ-1.1 מיליארד דולר ארה"ב, ובמקביל - הונפקו אגרות חוב לטווח ארוך בסכום של כ-2.5 מיליארדי ₪ (סה"כ פירעון נטו של 1.8 מיליארד ₪). רכוש שוטף הצטמצם, בעיקר עקב קיטון במלאי הדלקים בסך 1.2 מיליארד ₪. ההון העצמי של החברה עלה, לאחר ההתאמה מחדש של הדוחות הכספיים (re-statement) משנת 2007 ואילך, בסך 4.2 מיליארד ₪, בעיקר עקב השינויים בהתחייבויות האקטואריות. בנתוני הרבעון הראשון 2010 ניתן

לראות עליה בהתחייבויות השוטפות, בעיקר בשל עליה בחלויות שוטפות של הלוואות מתאגידים בנקאיים. במקביל, קיימת ירידה באגרות החוב (ירידה של כמיליארד ₪) ובהלוואות מבנקים (כ-700 מיליוני ₪).

תמצית מאזן, במיליוני ₪

FY 2007	שיעור השני (%)	FY 2008	שיעור השני (%)	FY 2009	שיעור השני (%)	Q1 2010	
492	646%	3,670	5.8%	3,885	2.4%	3,980	מזומנים ושוי מזומנים
4,270	3.9%	4,437	(7.7%)	4,094	(15.7%)	3,450	לקוחות וחייבים
2,659	17.8%	3,132	(39.9%)	1,882	2.4%	1,928	מלאי
3,554	15.4%	4,103	3.5%	4,248	(1.2%)	4,195	נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
61,875	(1.8%)	60,752	(0.4%)	60,537	(1.4%)	59,707	רכוש קבוע, נטו
800	(1.4%)	789	(0.9%)	782	0%	782	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
7,784	43.2%	11,146	(27.7%)	8,058	12.5%	9,064	התחייבויות שוטפות
28,446	2.5%	29,160	4.2%	30,375	(3.2%)	29,392	אגרות חוב
12,005	(14.8%)	10,229	(0.3%)	10,195	(7.7%)	9,406	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
55,001	(1%)	54,498	0.2%	54,632	(3.6%)	52,666	סה"כ התחייבויות לא שוטפות
14,821	5.2%	15,591	7.9%	16,829	(4.7%)	16,031	הון עצמי
77,006	4.7%	81,235	(2.1%)	79,519	(2.2%)	77,761	סך מאזן

מקור: דוח שנתי של החברה, 2009 מותאם לדצמבר 2009 ודוח רבעון ראשון 2010 של החברה מותאם למרס 2010

גידול בהון החוזר עקב צמצום בימי אשראי ספקים ומגד - גידול בימי לקוחות

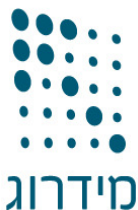
טווח האשראי הממוצע ללקוחות, בשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר 2009, היה כ-61.6 ימים. זאת - אל מול כ-53 ימים בשנת 2008. ההיקף הממוצע של אשראי ללקוחות הסתכם בכ-4,004 מיליוני ₪, אל מול כ-3,604 מיליוני ₪ ב-2008.

טווח האשראי הממוצע מספקים, בשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר 2009, היה כ-39 ימים. זאת - אל מול כ-46 ימים בשנת 2008. ההיקף הממוצע של אשראי מספקים הסתכם ב-1,427 מיליוני ₪, אל מול כ-1,633 מיליוני ₪ בשנת 2008.

הגידול בהיקף אשראי הלקוחות והקיטון בהיקף אשראי הספקים נובע מהמשבר הכלכלי שאפיין את שנת 2009 ומהווה עומס תזרימי נוסף בסך של כ-606 מיליון ₪, על הפעילות המרכזית של החברה.

שיערוך מחדש של ההתחייבויות הפנסיוניות וחשיפה תזרימית עקב המעבר לקופ"ג עצמאית

היקף ההתחייבויות הפנסיוניות של החברה ואופן חישובן נמצא במחלוקת בין החברה לרשות החשמל. במהלך הרבעון השני 2009 דרשה הרשות לניירות ערך מהחברה להציג מחדש את התחייבויותיה הפנסיוניות. בהתאם



לכך, משערך אקטואר החברה את ההתחייבויות הפנסיוניות מחדש בכל רבעון ומציג רווחים והפסדים משערך ההתחייבויות.

סך השינוי בהתחייבויות הפנסיוניות של החברה, הנובעות מהשינויים הנ"ל, מוערך בכ- 9 מיליארד ₪. לחברה חשיפה תזרימית, עקב הצורך להפקיד את מלוא ההתחייבות האקטוארית עם המעבר לצבירת הכספים וניהולם בקופת גמל עצמאית של עובדי החברה, המנוהלת בידי חברת אינפיניטי. החברה, מפרישה כספים לקופה עצמאית בניהול אינפיניטי, להבטחת זכויות הפנסיה של העובדים. במידה ונפתח פער בין ההתחייבויות האקטואריות של החברה, כפי שהן מוערכות על ידיה (באמצעות אקטואר הקופה), לבין הנכסים בקופה העצמאית של אינפיניטי, מעבירה החברה את מלוא סכום הפער, עפ"י הקבוע בתקנון הקופה.

ירידה בהכנסות בשיעור גבוה מהירידה בהוצאות התפעוליות הפוגעת ב-EBITDA

הירידה בהכנסות החברה בשנת 2009 בולטת בשיעור של כ- 22.5%. הירידה בהכנסות נבעה הן מהירידה בצריכה, בשיעור של כ- 2.4% ביחס לשנת 2008, כאשר הירידות העיקריות הינן במגזר התעשייה (ירידה של כ- 7.9% ביחס לשנת 2008), בחקלאות (ירידה של כ- 7.5% ביחס לשנת 2008) ובשאיבת המים (ירידה של כ- 12.6% ביחס לשנת 2008), והן מקיטון ריאלי בהכנסה הממוצעת לקוט"ש בשיעור של כ- 20.56% בשנת 2009 ביחס לשנת 2008. ירידה ריאלית בתעריף בשנת 2009 הייתה בשיעור של כ- 10% ונבעה בעיקר מירידה בהוצאות הדלקים. בהקשר זה יש לציין כי, הנתונים הכספיים של החברה בשנת 2008 היו טובים משמעותית ביחס לנתוני שנת 2007 ואופיינו בעליה בהכנסות בשיעור של כ- 15.7% לעומת שנת 2007. הירידה בהכנסות בשנת 2009 לווה בירידה בעלות הפעלת מערכת החשמל בשיעור של כ- 21.6% (שנבעה בעיקר מתחלופת כוח אדם, שהביאה להפחתת עלויות השכר בשיעור של כ- 5% לעומת שנת 2008 וזאת לאחר ירידה בעלויות השכר בשנת 2008 בשיעור של כ- 4% ביחס לשנת 2007 ושינוי בתמהיל הדלקים, כתוצאה מהחלפת צריכת הסולר והמזוט בצריכת גז טבעי, וכן ירידה במחירי הפחם ובהיקף הצריכה של הפחם, שהביאה לירידה בעלויות הדלקים של כ- 32% לעומת שנת 2008).

הירידה בהכנסות הגבוהה מהירידה בהוצאות, הביאה לירידה ברווח מפעולות רגילות בשיעור של כ- 27.6% לעומת שנת 2008 (בעוד הרווח מפעולות רגילות בשנת 2008 היה גבוה בכ- 19% לעומת שנת 2007). ה-EBITDA של החברה ירדה בשיעור של כ- 9.6%. שיעור הירידה ב-EBITDA נמוך משיעור הירידה ברווח מפעולות רגילות, לאור הגידול בהוצאות הפחת שנבע מהיקף השקעות ברכוש קבוע במהלך שנת 2009, לרבות עקב תוכנית החירום. ניתן לראות ירידה משמעותית של 30% בהכנסות החברה ברבעון הראשון השנה לעומת רבעון מקביל אשתקד. הצריכה בהשוואה רבעונית ירדה ב-1.2% בלבד, מ- 11,451 מיליוני קווט"ש ברבעון ראשון 2008 ל- 11,312 מיליוני קווט"ש לרבעון מקביל ב-2009. תעריף החשמל הממוצע ירד בממוצע בכ-13.75% ב-15 לפברואר, מה שהוביל לקיטון בהכנסה הממוצעת, ברוטו, לקווט"ש מ-44.50 אג' ל-38.31 אג'. הפער גדל עוד יותר לאחר התאמות חשבונאיות שנועדו ליצור הקבלה נאותה יותר בין עיתוי זקיפת ההוצאות להכנסות, אשר מובילות להכנסה ממוצעת, נטו, לקווט"ש של 31.66 אג' לעומת 44.47 אג' ברבעון



מידרוג

המקביל אשתקד, מה שמסביר את הקיטון בהכנסות השנה. מנגד, בצד עלויות ההפעלה של מערכת החשמל, עלות הדלקים, המהווה מרכיב משמעותי, קטנה בכ-1,083 מיליוני ₪ כתוצאה ממעבר לתמהיל דלקים זול יותר. בנוסף, בוצעה הפרשה בגין אי הכרת רשות החשמל בעלויות ההקמה שנוצרו בפועל לחח"י, בבסיס התעריף החדש למקטע הייצור, בסך של 529 מיליוני ₪. בנטרול ההפרשה הנ"ל שיעור הרווח מהפעלת מערכת החשמל הינו כ-16.7%, המתקרב יותר לשיעור השנתי האופייני לחברה, שהינו כ-20%.

תמצית רווח והפסד ויחסי רווחיות, במיליוני ₪ ובאחוזים

FY 2007	שיעור השינוי (%)	FY 2008	שיעור השינוי (%)	FY 2009	Q1 2009*	Q1 2010	
20,870	15.7%	24,142	(22.5%)	18,704	5,166	3,611	הכנסות
16,507	14.2%	18,851	(21.6%)	14,788	4,109	3,537	עלות הפעלת מערכת החשמל
4,363	21.3%	5,291	(26%)	3,916	1,057	74	רווח מהפעלת מערכת החשמל
773	0.8%	779	(3.9%)	749	202	185	הוצאות מכירה ושיווק
711	(5.2%)	674	21.1%	816	204	150	הוצאות הנהלה וכלליות
(102)	(386.3%)	292	(173.6%)	(215)	(33)	3	הוצאות התחייבויות לפנסיונרים, נטו
2,981	19%	3,546	(27.6%)	2,566	684	(264)	רווח מפעולות רגילות
1,880	35.5%	2,548	(6.2%)	2,390	861	561	הוצאות מימון, נטו
1,101	(9.4%)	998	(82.4%)	176	(177)	(825)	רווח לפני מיסים על הכנסה
278	(18%)	228	(566%)	(1,062)	(47)	(172)	מיסים על הכנסה
823	(6.4%)	770	60.8%	1,238	(130)	(653)	רווח נקי
6,700	7.2%	7,184	(9.6%)	6,493	1,700	978	EBITDA
20.91%	4.8%	21.92%	(4.5%)	20.94%	20.46%	2.05%	% רווח מהפעלת מערכת החשמל
14.3%	2.8%	14.7%	(6.6%)	13.7%	13.2%	(7.3%)	% רווח מפעולות רגילות
32.1%	(7.3%)	29.8%	16.7%	34.7%	32.9%	27.1%	% EBITDA
3.9%	(19.1%)	3.2%	107.5%	6.6%	(2.5%)	(18.1%)	נקי רווח %

מקור: דוח שנתי של החברה 2009 מותאם לדצמבר 2009 ודוח רבעון ראשון 2010 של החברה מותאם למרס 2010

* הוצג מחדש

תזרים שוטף חיובי וגבוה המשמש לצורכי השקעה ופירעון חובות

ניתן לראות כי תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת הציגו עליה של כ- 185% בשנת 2009 לסכום של 6,691 מיליוני ש"ח. עם זאת, תזרימי המזומנים מפעילות השקעה ומפעילות מימון הציגו עליה בשיעורים של כ-36.6% וכ-174%, והביאו גידול נמוך יותר במזומנים בהשוואה לשנת 2008 (נמוך בכ-93%). פעילות החברה יצרה עודף מזומנים מפעולות שוטפות, גדול משמעותית משנים קודמות, אשר יחד עם קבלת הלוואות לזמן ארוך וגיוס אגרות חוב בחו"ל, שימשו את החברה למימון תכנית ההשקעות לצורכי פיתוח מערכת החשמל, ולמחזור חובות (פירעון הלוואות, כפי שמסתמן מתזרימי המזומנים מפעילות מימון). תזרים מפעילות שוטפת ו-FFO משופרים ב-2009 לעומת שנים קודמות, יחד עם בדיקת חלופות לקיצוץ תוכניות ההשקעה הנרחבות, אשר דיון ראשוני בהן התקיים בדירקטוריון החברה, עשויים לשפר את מצבה הפיננסי של החברה.

נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים ויחסי כסוי, במיליוני ₪

FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2010	
4,095	2,345	6,691	1,026	תזמ"ז מפעילות שוטפת
(3,701)	(2,788)	(3,809)	(1,015)	תזמ"ז מפעילות השקעה
(711)	3,621	(2,667)	117	תזמ"ז מפעילות מימון
(317)	3,178	215	128	שינוי במזומנים
3,931	3,324	5,385	1,106	FFO
(3,525)	(2,374)	(3,702)	(989)	Capex
3.09	2.3	3.25	2.97	FFO + הוצאות מימון\הוצאות מימון
10.77	12.76	7.13	NR	FFO\חוב נטו
6.32	5.91	5.92	NR	EBITDA\חוב נטו
94.78%	65.26%	94.27%	79.63%	Capex \ פחת

מקור: דוחות כספים מבוקרים, למעט נתוני Q1 2010, אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים

נזילות נמוכה הפוגעת בגמישות התפעולית

מהיחסים התזרימיים עולה כי נזילות החברה ממשיכה להיות חלשה, למרות שיפור בחלק מהמדדים התזרימיים, כדוגמת ה- FFO, וה- חוב נטו/ FFO בשנת 2009. הנזילות משקפת את תכנית ההשקעות המאסיבית של החברה, הן בשנת 2009 והן הצפויה בשנים 2010-2014, שעבורה תזדקק החברה למקורות מימון חיצוניים, דבר היוצר מחסור במסגרות אשראי וניצול מקורות מימון (בעיקר מקומיים). פוטנציאל החברה לקבלת הלוואות בשוק המקומי הינו נמוך משמעותית מצרכי החברה בהתחשב בתכניות הפיתוח שלה. החברה גייסה כספים בשווקים הבינלאומיים בשנת 2009, אך בריביות גבוהות יחסית. עומס הפירעון הצפוי לשנת 2010 הינו בסך של כ-4 מיליארד ₪ (קרן וריבית), בעוד שהעודף התפעולי בשנה זו מסתכם לכ-7 מיליארד ₪ בלבד. בתנאים אלו, ובהתחשב בתכנית ההשקעות הנדרשת, גמישותה התפעולית של החברה מוגבלת ורגישה לשינויים בתנאי השוק (כגון עליה בריביות לגיוס, ירידה נוספת בהיקפי הצריכה או הוצאות חד פעמיות בלתי צפויות). האמור מביא את החברה לגיוסים, בעיקר בסמוך לצרכים מידיים, דבר שעלול להוביל לגיוסים בתנאים שאינם אופטימליים עבור החברה.

ריכוז נתוני מינוף ואיתנות, במיליוני ₪ ובאחוזים

FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2010	
42,356	42,424	38,412	37,396	חוב נטו
55.2%	56.7%	53.2%	53.2%	חוב לסך המאזן
68.64%	69.16%	67.12%	67.73%	חוב ל-CAP
67.86%	63.65%	60.95%	61.21%	חוב נטו ל-CAP
19.1%	19.2%	21.2%	20.62%	הון עצמי למאזן
3,238	4,380	3,147	2,799	הון חוזר
15.5%	18.1%	16.8%	NR	צרכי הון חוזר להכנסות
0.95	1.01	1.22	1.03	יחס שוטף
0.61	0.73	0.99	0.82	יחס מהיר

מקור: דוח שנתי של החברה 2009, דוח רבעון ראשון 2010 ועיבודי מידרוג

הדירוג עשוי לעלות עם שינוי הגורמים הבאים:

- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה לרבות בנזילות

הדירוג עלול לרדת עם שינוי הגורמים הבאים:

- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה
- הטמעה איטית ולא מלאה של מבנה התעריפים החדש ומבני התעריפים הצפויים להתפרסם עבור מקטעי ההולכה והחלוקה
- קושי במחזור חוב קיים
- תוכניות הרחבה ופיתוח נרחבות מהמתוכנן אשר יצריכו מקורות מימון נוספים

סולם הדירוג

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

מס' דוח - SF-10-03-18

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש 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. 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 במישורין רק לסיכונים 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 ביעוץ 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.