



# חברת החשמל לישראל בע"מ

מעקב שנתי ופעולת דירוג | אוקטובר 2011

1

**מחבר:**

רו"ח ניר טורנר, אנליסט  
[nirt@midroog.co.il](mailto:nirt@midroog.co.il)

אדם בן יהודה, ראש צוות  
[adamb@midroog.co.il](mailto:adamb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הלה, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 2022 <sup>1</sup>
אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 22 <sup>2</sup>

מידרוג מודיעה על דירוג Aa3 באופק יציב לסדרה 22, ולהרחבתה בסכום כולל של עד 1.5 מיליארד ש"ח ערך נקוב<sup>3</sup>, שתגויס בתקופה של 12 החודשים הקרובים. כמו כן, מידרוג מודיעה על הסרה מרשימת מעקב (Watch-List) של סדרה 2022, הורדת דירוגה לדירוג Aa3 ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב. הורדת הדירוג נובעת בעיקר מהשחיקה המשמעותית בתזרים המזומנים והנזילות הנמוכה, הצפויה להימשך, על רקע היעדר אספקה סדירה ומלאה של גז ממצרים, אשר מקשה על התמודדות חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה"), כמשתקף, בין היתר, בהודעות החברה בתאריכים 12.07.2011 ו-05.10.2011, וכן מחוסר בהירות באשר להתפתחויות הכלכליות של החברה במהלך 12 החודשים הבאים. הנזילות הנמוכה, ללא מסגרות אשראי חתומות, מגבירה את התלות בגיוס מקורות מימון חיצוניים לפעילותה השוטפת של החברה. תמיכת המדינה בחברה (להלן "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן "התלות") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית.

הדירוג חל על איגרות החוב, כדקלמן:

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות בספרים (30.9.11) (מ' ש"ח)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. 30.09.11 (מ' ש"ח)	מועד הנפקה ראשוני	סחירות	מס ני"ע	סדרת אג"ח
2020-2023	<sup>4</sup> 4,027	מדד	6%	3,514	01/2011	לא	6000129	סדרה 2022
2012-2015	<sup>5</sup> 7,484	מדד	6.5%	6,000	05/2002	כן*	6000020	סדרה 22

\* לאחר 6 חודשים מותרת למסחר.

<sup>1</sup> עד למסגרת גיוס של 4 מיליארד ש"ח, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה.

<sup>2</sup> סדרה 22 הונפקה על פי תשקיף מיום 21 במאי 2002.

<sup>3</sup> על פי הודעת החברה, הרחבת סדרת אגרות החוב הינה בסכום של 1.5 מיליארד ש"ח ע.ג., אשר הינו שווה ערך לסך כ-2 מיליארד ש"ח במחירי השוק כיום.

<sup>4</sup> ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

<sup>5</sup> ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

**תמצית נתונים כספיים של החברה, מיליוני ₪:**

2008	2009	2010	H1/10	H1/11 P	
24,921	19,304	19,843	8,315	10,294	הכנסות
5,571	4,122	3,154	682	2,220	רווח מהפעלת מערכת החשמל
3,779	2,735	1,712	(3)	1,300	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,671	2,877	2,509	1,245	1,288	הוצאות מימון*
893	1,393	2	(1,088)	506	רווח נקי (הפסד)
3,146	5,280	3,657	1,740	744	**FFO
6,523	6,264	6,424	2,595	3,247	***EBITDA
2,617	3,973	3,311	1,817	1,930	Capex
83,380	81,602	80,917	82,377	81,478	סך מאזן
62,734	62,502	62,169	62,710	61,697	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,329	4,478	4,654	4,561	4,870	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,768	3,988	3,817	4,527	3,662	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
67,107	63,936	62,867	65,417	62,922	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
51,887	47,767	45,830	48,263	46,155	מזה: חוב פיננסי
16,273	17,666	18,050	16,960	18,556	הון עצמי

מותאם לש"ח של חודש יוני 2011, למעט נתוני 2009 ו-2008, המתואמים לחודש דצמבר 2010. נתוני פרפורמה למחצית 2011 כוללים גיוס חוב נוסף בסך של כ- 348 מיליוני ₪ מיולי 2011 וכן הרחבת סדרה 22 בסך 1 מיליארד ₪. הרחבת הגיוס הינה עד 2 מיליארד ₪, אולם אישור הדירקטוריון הינו לגיוס 1 מיליארד ₪ עד תום 2011.  
\*לא כולל שחיקת התחייבויות, היוון הוצ' מימון והעברת הוצ' מימון לנכס פיקוח.  
\*\*בנטרול היוון הוצ' מימון.  
\*\*\*כולל העברת הוצ' מימון לנכס פיקוח.

**1. מתודולוגיית הדירוג**

בדירוג חח"י, מיושמת מתודולוגיית Moody's לדירוג חברות חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה (Regulated Electric and Gas Utilities). במסגרת הדירוג, בקביעת ה- BCA<sup>6</sup>, נלקחים בחשבון, בין היתר, המסגרת הרגולטורית בה פועל המנפיק, בסיסה החוקי, מקצועיות, ניסיון (Track-Record) והשפעתו של הרגולטור על מערכת קבלת ההחלטות, הכיסוי המוענק במסגרת הרגולציה על עלויות שוטפות, הבטחת תשואה הולמת על השקעות ומידת התערבות גורמים פוליטיים-משפטיים, באופן הפוגע במנפיק. כמו כן, נלקחים בחשבון נתח השוק ופיזור נכסי המנפיק ויחסים פיננסיים, באשר למינוף המנפיק ונזילותו, ויכולתו לגייס הון בעת הצורך לשם ביצוע השקעות ושירות חובותיו.

כמו כן מפעילה מידרוג את מתודולוגיית Moody's, באשר למנפיק הקשור במדינה (Government Related Issuer, GRI) הבוחנת, הן את מידת התלות בין המנפיק לבין המדינה, בהיבטי הישענות על מקורות הכנסה זהים, חשיפות דומות לסיכונים אשראי ובעלות של המדינה, והן את שיעור התמיכה והציפייה לתמיכה מיוחדת, בהיקף הנדרש ובמועד, כפי שמשקפת בקריטיות החברה לכלכלת המדינה, ערבויות מדינה והתחייבויות אחרות של המדינה, אי-קיום חסמים להתערבות המדינה וכן תמיכת המדינה בחברה, בפועל, על פי נתוני עבר. ככל ששיעור הקשר בין המנפיק למדינה גדל, כך מושפע דירוג החברה מדירוג המדינה.

<sup>6</sup> Baseline Credit Assessment

## 2. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ה-BCA של חח"י מושפע, בראש ובראשונה, מהיות החברה מונופול במשק חשמל סגור, בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד. חח"י הינה חברה משולבת אנכית (Vertically Integrated), אשר אחראית על ייצור, הולכה ואספקה של מעל ל-95% מהחשמל עבור המשק הישראלי. לחברה אסטרטגיה של פיזור, הן באמצעי הייצור והן בדלקים בשימוש. הישענותה הנרחבת של החברה על ייצור בפחם ממותנת, חלקית, על ידי אי-קיום רגולציה מגבילה בנושא זה (ישראל אינה חתומה על אמנת קיוטו ואינה מחויבת לעמידה ביעדי הפחתת מזהמים) וכן לאור תחזיות הפקת גז טבעי, המצוי לחופי ישראל, בטווח הבינוני. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, על פי חוק, ובעלת Track-Record של כ-15 שנה (להלן: "רשות החשמל" או "הרגולטור"). עם זאת, קיימות מחלוקות משמעותיות בין החברה לבין הרגולטור, הן באשר לאופן תפקודו של הרגולטור ושקיפות קבלת ההחלטות, והן באשר לנוסחת חישוב התעריף וכיסוי עלויותיה השוטפות של החברה, השקעותיה, גיוסיה ונושאים נוספים. מחלוקות אלו מובילות, לעתים, לקושי בצפיית מצבה הפיננסי של החברה, הן בטווח הקצר והן בטווח-הארוך. עם זאת, יצוין כי מניתוח אירועי המשבר האחרון (אי-הספקת הגז ממצרים), החברה קיבלה תמיכה מצד הרגולטור ואף התחייבות לעדכון תעריפי בתדירות גבוהה יותר. מינופה הגבוה של החברה ונזילותה הנמוכה, מגבירים את רגישות החברה למשברים חיצוניים, כדוגמת הקשיים בהספקת גז ומעבר לשימוש בדלקים יקרים יותר, ומשתקפת בהישענות גוברת על מימון חיצוני בחוב לשם פעילותה השוטפת, מימון השקעותיה הנרחבות ושירות חובותיה. מינוף החברה משקף יחסים פיננסיים חלשים,<sup>7</sup> אשר עלולים לאתגר את החברה בהשגת מימונים חיצוניים בהיקפים ו/או במחירים נוחים לחברה. כל אלו מובילים לדירוג BCA נמוך, אשר משפיע על דירוג החברה הכולל.

4

מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה כגבוהות מאוד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה, הן בחשיפה לחוב זר, בהיקף משמעותי, והן בחשיפה למשברים גיאו-פוליטיים, בהישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי, ובבעלות מלאה של המדינה (כ-99.85%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת, בראש ובראשונה, בקריטיות החברה להתנהלות כלכלת המדינה (כספק שירות חיוני), בנכונות המדינה, במקרה הצורך, לספק ערבות לחוב הזר של החברה, בהצהרת פקידים בכירים ברשויות המדינה על תמיכה בחברה, במידת הצורך, חוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה, בין היתר, לאור קיום ועד עובדים מאורגן וחזק, בעל השפעה פוליטית, אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה והיסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעתות משבר, לרבות במהלך משבר אספקת הגז ממצרים. כאמור, מידרוג מעריכה את התלות בין המדינה לחברה ואת תמיכת המדינה בחברה כגבוהות מאד; על כן, שחיקה בהערכת קשר זה עלולה להוביל להורדה משמעותית של הדירוג.

### לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה הקישור לדו"ח הדירוג הראשוני (בסוף המסמך).

<sup>7</sup> ראוי לציין כי, על פי מתודולוגיית Moody's, היחסים הפיננסיים הינם בממוצע ל-3 שנים, ועל כן, נוטים למתן תנודות במצבה הכלכלי של החברה, כפי שהוא, נכון למועד כתיבת הדו"ח.

### 3. התפתחויות עסקיות עיקריות

#### 3.1. מחסור משמעותי במזומנים לפעילות שוטפת

בתאריך 12/07/2011 פרסמה החברה דיווח מיידי בדבר השלכות אי-רציפות הספקת הגז הטבעי ממצרים ואי-הוודאות באשר להמשך ההספקה העתידי של גז טבעי ממצרים, וזאת באופן חלקי או מלא, ובאשר להיערכותה להספקת החשמל מעבר לטווח המיידי. בדיווח נמסר כי עקב השינוי בתמהיל הדלקים, תידרש החברה לשאת בעלות נוספת משמעותית, אשר צפויה להסתכם בתוספת בסך של כ- 3.5-3 מיליארד ₪, וזאת, מעבר לתקציב המתוכנן לרכש דלקים לשנה זו. חברת החשמל ביקשה להכיר בהוצאות העודפות בגין השינוי בתמהיל הדלקים, באמצעות ייקור תעריף החשמל בשיעור כ- 23%. בפועל, ניתן כיסוי של כ- 3 מיליארד ₪ במסגרת תכנית נרחבת, אשר כללה את הרכיבים הבאים:

הצעד שנקט	השפעה על תזרים המזומנים
1 העלאת תעריף ב- 9.89%	התעריף נכנס לתוקף באוגוסט 2011, ומשקף תוספת הכנסות בסך כ- 650 מ' ₪, אשר יתקבלו החל מאוקטובר 2011. העלאת התעריף משקפת הכרה בעלויות העודפות שהחברה נשאה בהן, החל מאפריל 2011.
2 הפחתת מס "בלו"	הפחתת המס ל- 31% משיעורו הקודם, רטרואקטיבית מפברואר 2011. הפחתה זו משקפת תוספת נזילות בהיקף 1.42 מיליארד ₪ (הכוללת החזר של המדינה על מיסים שנגבו בגובה כ- 257 מ' ₪) <sup>8</sup> .
3 התרת שימוש במזוט כדלק	המשרד לאיכות הסביבה התיר שימוש חלקי במזוט, המשקף כ- 170 מ' ₪ (המזוט הינו זול יותר מסולר, אך מזהם יותר).
4 אישור רשות החשמל על אי-העברת תשלומים לחשבונות הייעודיים <sup>9</sup>	אי-העברת שני תשלומים, בגין חודשי יולי ואוגוסט, לחשבונות הייעודיים משקפת כ- 340 מ' ₪.
5 אישור משרד התשתיות לשימוש בכספי גיוס לצרכי מימון	משרד התשתיות אישר שימוש ב- 500 מ' ₪ מכספי הגיוס (במסגרת סדרה 2022), אשר היו מוגבלים למיחזור הלוואות.

בתאריך 05.10.2011 פרסמה החברה דיווח מיידי נוסף, בדבר השפעה שלילית על תזרים המזומנים של החברה עד לסוף שנת 2011, בסך כ- 0.5 מיליארד ₪, כתוצאה מירידה משמעותית בהפקת הגז ממאגר ים תטיס, אשר עלותה מוערכת על ידי החברה בכ- 0.1 מיליארד ₪, אי-חידוש הספקת הגז ממצרים וירידה בביקוש לחשמל בתקופת הקיץ האחרונה בישראל, אשר עלותה לחברה מוערכת בכ- 0.4 מיליארד ₪. לשם מתן מענה על צרכים אלו, נכתב כי, בכוונת החברה לפעול לגיוס חוב וכן לפנות לממשלה ולרשות החשמל על מנת לקבל סיוע לתזרים המזומנים.

נכון למועד כתיבת הדו"ח, טרם נתקבל מידע סופי באשר לפעולות, אשר יינקטו על מנת לענות על צרכים אלו, ולא כל שכן, לגבי הפעולות אשר יינקטו לשם הבטחת נזילות החברה במהלך שנת 2012 (לפירוט בנושא צורכי הנזילות של חח"י ומקורות המימון, ראה בפרק 5: הניתוח הפיננסי).

<sup>8</sup> בספטמבר השנה הופקד סכום של 257 מיליון ₪ בגין החזר בלו על הסולר, הכולל סך של 254 מ' + ריבית והצמדה.  
<sup>9</sup> המדינה אפשרה לחח"י ללוות מהציבור כספים, באמצעות אי-הפחתת התעריף (בהתאם לעלות המוכרת), והחזרתו באמצעות ניכוי מהתעריף החל משנת 2010. חח"י מזרימה את הכספים הנובעים מהחלטה זו לחשבונות ייעודיים, אשר מיועדים להשקעה.

### 3.2. מחסור צפוי בגז טבעי

בתאריך ה- 21 באוקטובר 2011, חודשה הספקת הגז ממצרים באופן חלקי (כ- 30% מהכמות החוזית<sup>10</sup>), וזאת לאחר אי-הזרמת גז מחודש יולי (למרות קיומו של חוזה אספקת גז עם ספקית הגז EMG). הפסקת הזרמת הגז אירעה בעקבות חמישה פיצוץי חבלה במקטעים שונים בצינור, בפרק הזמן שבין פברואר לספטמבר 2011 (לאחר הפיצוץ בפברואר ולאחר הפיצוץ באפריל חודשה האספקה, בהיקף נמוך משמעותית מהכמות הנקובה בחוזה ולפרק זמן של כ- 40 ימים). במקביל, התמוטטות משטר מובארק, שבתקופתו נחתם הסכם הגז עם ישראל, מציבה סימני שאלה באשר לעתיד אספקת הגז ממצרים. החברה החליטה להגיש תביעה כנגד ספקית הגז EMG וכנגד חברות הגז הלאומיות במצרים, האמורות לספק את הגז לחברת EMG, עמה החברה חתמה על הסכם לרכישת הגז, וזאת בגין אי-אספקת גז והפרות נוספות של החוזה עימה. נכון להיום, המקור היחיד לגז טבעי הינו מאגר "ים תטיס" (שדה "מרי-B") המתרוקן, אשר התפוקה ממנו צפויה לרדת משמעותית במהלך השנה הקרובה, ותוספת שולית הצפויה מפיתוח מאגר "נועה צפון" (כ- 1.2 BCM, כנגד צריכה שנתית של החברה במהלך שנת 2010 של כ- 4.82 BCM). במהלך המחצית השנייה של שנת 2012, צפוי מאגר "ים תטיס" לאזול. תחילת אספקת גז ממאגר "תמר" צפויה, על פי תחזיות שונות, במהלך המחצית השנייה של 2013, כתלות בפיתוח המאגר ללא עיכובים. משרד התשתיות נערך לגשר על פערי העיתוי באספקת הגז, בין היתר, על ידי הקמת מצוף ימי (Buoy), אשר יאפשר יבוא גז טבעי נזלי, באמצעות ספינות בעלות יכולת גיזוז, בקיבולת של כ- 1.5-2.5 BCM<sup>11</sup> לשנה. הקמת המתקן וחיבורו אל מערכת ההולכה הארצית אמורים להסתיים (עפ"י התכנון) עד דצמבר 2012. יצוין כי, על פי הנחיית משרד התשתיות, הוטלה מגבלה בצריכת הגז ממאגר "ים תטיס", לפיה צריכת הגז השנתית לא תעלה על 2.5 BCM, בכך ניתן יהיה לצרוך את כמויות הגז שנותרו במאגר עד תחילת הזרמת הגז משדה "תמר". בהתאם לכך, על החברה להיערך לצריכת דלקים נזליים, הן מההיבט התפעולי והן מההיבט הפיננסי. המשכיות באספקת הגז המצרי תקטין את צריכת הדלקים הנוזליים.

### 3.3. שינוי מנגנון עדכון התעריף

במסגרת העלאת התעריף האחרונה, הניחה רשות החשמל הספקת גז מצרי בשיעור של 24% מהכמות החוזית, החל מספטמבר 2011. כמו כן, רשות החשמל קבעה מנגנון לעדכון מהיר יותר של התעריף, בין היתר, על ידי הפחתת הרף המינימאלי לשינוי בסל העלויות המוכרות לחברה המחייב עדכון. בעבר, עדכון שוטף של התעריף התבצע, כאשר אחד משלושת התנאים הבאים התרחש: (1) שינוי של לפחות 5.5% בסל העלויות המוכרות לחברה או (2) שינוי של לפחות 3.5% בתנאי שחלפו שלושה חודשים, או (3) בחלוף שישה חודשים. בעקבות החלטתה האחרונה, עדכון שוטף לתעריף יתבצע בקרות שינוי של לפחות 2.5% בסל העלויות המוכרות או בחלוף שישה חודשים. בעקבות אי-סדירות באספקת הגז ממצרים, צפויה רשות החשמל לעדכן את הנחותיה ואת התעריף, במידת הצורך.

<sup>10</sup> להערכת החברה, לא ניתן כעת להניח מתי יגיע היקף הספקת הגז לכמות החוזית (אם בכלל).  
<sup>11</sup> מיליארד מטר מעוקב, יחס המרה של כ- 28 BCM ל-1 TCF

### 3.4. התפתחויות נוספות

#### 3.4.1. מנכ"ל חדש

באפריל השנה נכנס לתוקף מינויו של מר אלי גליקמן כמנכ"ל החברה.

#### 3.4.2. מימון תוכנית חירום שלב ב'

דירקטוריון החברה אישר את הקמתן של שלוש תוספות קיטוריות לתחנות הכוח באתרים חגית, אשכול ורמת חובב, אשר יופעלו במהלך המחצית השנייה של שנת 2013, במסגרת תוכנית החירום שלב ב'. בהתאם להחלטת רשות החשמל, מימון התוכנית יתבצע בעיקר באמצעות פריסת חוב החברה, בסך של כ- 2 מיליארד ₪, לצרכנייה, החל משנת 2010 ועד סוף שנת 2025, במסגרת הפחתה בתעריף החשמל<sup>12</sup>. אומדן עלות הקמת התוספות הקיטוריות הינו כ- 3.6 מיליארד ₪. יתרת המימון תועמד באמצעות קבלת מימון ספקים וממקורותיה העצמיים של החברה. פריסת החוב מותנית בביצוע תוכנית התייעלות מקיפה, עמידת החברה באבני דרך ופיקוח ובקרה על ידי רשות החשמל אחר התקדמות העבודות. כספי החוב לצרכנים המיועדים למימון התוכנית האמורה, מנוהלים בחשבונות ייעודיים ונפרדים, בבקרת רשות החשמל.

#### 3.4.3. תחנת כוח באלון תבור

דירקטוריון החברה אישר לאחרונה קידום הקמת תחנת כוח נוספת, בהספק של כ- 380 מגוואט, בטכנולוגיית מחזור משולב (מחז"מ) באתר אלון תבור. על פי התכנון, משקיע פרטי יהיה שותף בבעלות על המיזם או בעליו המלאים (בשיעור של 51% עד 100%).

#### 3.4.4. יזמות עסקית

החברה פועלת להרחבת תחומי פעילותה בארץ ובחו"ל, תוך שימוש בידע ובמקצועיות שנצברו בחברה, בכפוף לאישורים הנדרשים ממושרד התשתיות ורשות החברות. פרויקטי היזמות העסקית בחו"ל כוללים, בין היתר, מתן שירותי תכנון הנדסיים וייעוץ עבור פרויקטים להקמת תחנות כוח ביוון, דרום אפריקה, הודו, ספרד, בולגריה וסין, בטכנולוגיות פחם, גז טבעי ואנרגיה סולארית. כמו כן, החברה פעילה בפרויקטים שונים בישראל, בין היתר, הרכבת ושיפוץ דודי קיטור, שירותי אחסון, הסבת מפעלים לשימוש בגז טבעי, תכנון חוות רוח, ייעוץ בנושאי התייעלות אנרגטית ועוד.

#### 3.4.5. מיזם התקשורת

במקביל, ממשיך קידומו של מיזם התקשורת של החברה להקמת תשתית אינטרנט מהירה, באמצעות פריסת סיבים אופטיים על תשתיות ההולכה הקיימות של החברה. החברה לא תוכל להיות בעלת השליטה במיזם ותורשה להחזיק עד 49% ממניותיו. הליך המכרז להכנסת משקיע חיצוני למיזם החל בחודש אוקטובר השנה ואמור להסתיים במהלך שנת 2012.

<sup>12</sup> ראה הערת שוליים 9.

### 3.4.6. יחסי עבודה

בפברואר השנה נתקבל אישור משרד האוצר לחתימה על שני הסכמים קיבוציים מיוחדים; הסכם שכר והסדרת חריגות השכר וכן הסכם בנושא הצמדת הגמלאות למדד. החברה העריכה את עלותו האקטוארית של יישום הסכם הצמדת הגמלאות למדד בכ- 2.9 מיליארד ₪, ועדכנה את המחויבות האקטוארית בדוחות הכספיים בהתאם.

### 3.4.7. מתווה הרפורמה

מתווה הרפורמה הנוכחי כולל את השארת הספק הייצור הנוכחי בידי החברה, ללא פיצול מגזרי הייצור, ההולכה והחלוקה לחברות נפרדות. הספק חח"י יגדל עם הקמת תחנה D באשקלון ותחנת אלון תבור, אשר בבעלותן ישולב משקיע פרטי. מנגד, על פי המתווה, אמצעי הייצור באתר רמת חובב יוצאו מידי החברה, ויימכרו לגורם פרטי או ממשלתי. פעילות ניהול המערכת תוצא מידי החברה ותועבר לחברה ממשלתית חדשה. ההבנות המתוארות לעיל נמצאות בדיונים בין הגורמים הרלבנטיים.

## 4. ניתוח פיננסי

### 4.1. היחסים הפיננסיים ממשיכים להצביע על איתנות פיננסית נמוכה

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים באופן עקבי. חלה הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מהשחיקה המשמעותית בתזרים המזומנים של החברה (ראה סעיף 5.3). יחד עם זאת, החברה שומרת על יציבות בשיעור הרווחיות הגולמית והתפעולית, אשר הינה פועל יוצא של הכרה בעלויות שונות של החברה.

#### יחסים פיננסיים נבחרים:

2008	2009	2010	H1/10	H1/11 P	
2.18	2.84	2.46	2.40	1.58	הוצ' מימון <sup>13</sup> / (הוצ' מימון + FFO)
16.49	9.05	12.53	13.87	30.11	FFO <sup>14</sup> / חוב פיננסי
70.1%	98.6%	59.9%	61.4%	89.8%	פחת / Capex
71.0%	69.0%	67.5%	70.0%	67.0%	חוב פיננסי ל- Cap
47%	53%	53%	53%	54%	Gross Margin <sup>15</sup> %
15%	14%	13%	7%	12%	Operating Margin <sup>16</sup> %

\* נתוני פרופורמה למחצית 2011 כוללים גיוס חוב נוסף בסך של כ- 348 מיליוני ₪ מיולי 2011 וכן הרחבת סדרה 22 בסך 1 מיליארד ₪. הרחבת הגיוס הינה עד 2 מיליארד ₪, אולם אישור הדירקטוריון הינו לגיוס 1 מיליארד ₪ עד תום 2011.

### 4.2. עלייה בהכנסות הודות לגידול ריאלי בתעריף החשמל ובצריכה

במחצית הראשונה של שנת 2011, הכנסות החברה צמחו בכ- 2 מיליארד ₪ ובשיעור של כ- 24%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. שיעור גידול של כ- 4% בצריכה, הוביל לתוספת בסך כ- 333 מיליוני ₪ בהכנסות, ואילו יתרת הגידול נובעת מעלייה בהכנסה הממוצעת, נטו לקוט"ש, בשיעור של כ- 19%. סה"כ

<sup>13</sup> לא כולל שחיקת התחייבויות, היוון הוצ' מימון והעברת הוצ' מימון לנכס פיקוח.

<sup>14</sup> היחסים החצי שנתיים חושבו בגילום שנתי.

<sup>15</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>16</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.



ההכנסות ממכירות חשמל, ברוטו (ללא התאמות חשבונאיות לעדכונים רטרואקטיביים במנגנון התעריף) קטנו בשיעור של כ- 0.2% וההכנסה הממוצעת ברוטו לקוט"ש קטנה בשיעור של כ- 4%. במרץ 2011 ירד תעריף החשמל בממוצע בכ- 0.15%, ואילו באוגוסט השנה עלה תעריף החשמל בממוצע בכ- 10%. העדכון האחרון בתעריף חל, כאמור, באוגוסט, ומסביר את הגידול בהכנסות ממכירת חשמל נטו. בהתאם לתחזית החברה, החברה צופה גידול בצריכה של כ- 3.8% בשנת 2011 כולה, בהשוואה לשנת 2010, בשונה משיעור גידול של כ- 4% שנרשם במחצית הראשונה של השנה.

#### **4.3. שחיקה בתזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) והשוטף (CFO) וקיטון ביתרות המזומנים**

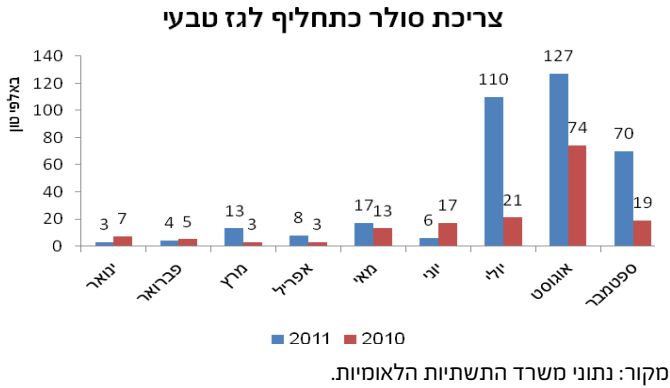
במחצית הראשונה של שנת 2011, נרשמה שחיקה של מעל ל- 50% בתזמ"ז הפרמננטי (FFO), שהסתכם בכ- 744 מיליוני ₪, לעומת כ- 1,740 מיליוני ₪ בתקופה המקבילה, אשתקד. הירידה בתזמ"ז השוטף (CFO) הייתה חדה אף יותר, בשיעור של כ- 80%, לכ- 428 מיליוני ₪ (כ- 2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה, אשתקד). הירידה בתוצאות התזרימיות למחצית הראשונה של השנה, מקורה ברבעון השני שהסתיים עם תזמ"ז פרמננטי שלילי של כ- 60 מיליוני ₪ ותזמ"ז שוטף שלילי של כ- 466 מיליוני ₪. ה- FFO וה- CFO מושפעים בעיקר מרישום הכנסות לקבל (בגין עדכון התעריף, המוסיפות סך של כ- 1 מיליארד ₪), רישום הכנסות מימון כתוצאה משחיקת התחייבויות (שאינו תזרימי), עלייה בצרכי הון חוזר (תוספת של כ- 1 מיליארד ₪ במלאי הדלקים של החברה, ביחס ל-31.12.2010) ועלייה בעלות צריכת הדלקים. עלות צריכת הדלקים במחצית השנה עלתה בכ- 20% והסתכמה בכ- 4.5 מיליארד ₪ (בהשוואה לכ- 3.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד); העלייה מוסברת בגידול בכמות הנצרכת של הגז הטבעי, הפחם והסולר ועלייה במחירי הפחם, הסולר והמזוט. מנגד, העלייה מותנה על ידי קיטון בכמות הנצרכת של המזוט וירידת מחיר הגז הטבעי.

#### **4.4. נזילות נמוכה**

שמונת החודשים הראשונים של שנת 2011 נסתיימו עם קיטון משמעותי ביתרות המזומנים. בנוסף, החברה הנפיקה אג"ח (סדרה 2022) תמורת סך של כ- 4 מיליארד ₪. תזרימי המזומנים שנתקבלו שימשו, בעיקר, לרכישת דלקים, פירעון קרן ותשלומי ריבית על אג"ח, הלוואות ועסקאות הגנה, מימון פעילות הפיתוח ותפעול המערכות. החברה צופה קיטון נוסף ביתרות המזומנים. התחזית לוקחת בחשבון את הירידה בביקושים לחשמל בחודשי הקיץ האחרונים, אשר התאפיינו בעומסי חום קלים, יחסית לתקופות מקבילות בשנים קודמות. דירקטוריון החברה אישר גיוס של עד 2 מיליארד ₪ באמצעות הרחבת סדרה 22 (בעלת מח"מ של כ- 1.87 שנים), מתוכו יגויסו כ- 1 מיליארד ₪ עד לסוף שנת 2011, אם באמצעות ההרחבה הנ"ל ו/או באמצעות מימון בנקאי. בהקשר זה יש לציין כי לחברה אין מסגרות אשראי חתומות.

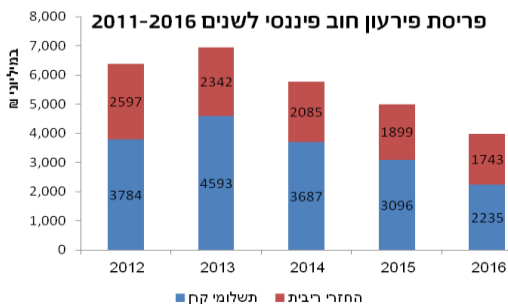
#### 4.5. צורכי מימון הון חוזר נרחבים

במהלך שנת 2011, התרחשו שתי הפסקות בהזרמת הגז הטבעי, בקו ההולכה ממצרים לישראל (בין התאריכים 5 בפברואר עד 15 במרץ ומ- 27 באפריל עד 10 ביוני), ושתי חבלות נוספות בקו במהלך יולי, אשר הובילו להפסקת אספקת הגז לחלוטין (הספקת הגז חודשה, כאמור, ב- 21 באוקטובר 2011, בשיעור כ- 30% מהכמות החוזית). כתחליף לגז, עברה החברה לייצור חשמל בעיקר בסולר. עלות הייצור בסולר יקרה ביותר מפי 6 מעלות הייצור בגז טבעי, בעבור יחידת אנרגיה (MMBTU). עלות



ייצור החשמל בסולר בחודשים יולי-ספטמבר שיקפה תוספת עלויות בסך כ- 815 מיליוני ₪, יחסית לעלות הייצור בסולר בחודשים המקבילים, אשתקד. בתשעת החודשים הראשונים של השנה גדלה צריכת הסולר בכ- 121%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בשנים 2009 ו- 2010 צרכה החברה 208 ו- 219 אלפי טון סולר בהתאמה, בעוד שבחודשים ינואר-ספטמבר 2011, נצרכו כ- 307 אלפי טון סולר. המצוקה התזרימית אליה נקלעה החברה נובעת, בין היתר, מצורכי מימון הון חוזר נרחבים לשם רכישת מלאי סולר, אשר עלותו תבוא לידי ביטוי בתזרים המזומנים במועד הגבייה מלקוחות (פער עיתוי של כחודשיים).

#### 4.6. הישענות מהותית על מקורות מימון חיצוניים לשם מימון שירות חוב ותכניות פיתוח



מקור: לוח סילוקין של החברה נכון 30.09.2011 ועיבודי מידרוג.

תכנית ההשקעות הנרחבת של החברה לשנים 2012-2016 ועומס הפירעונות הצפוי לחברה בשנים אלו (ראה גרף) מחייבים הסתמכות מאסיבית על גיוס אשראי חדש ועל הכרה עקבית בהשקעות, באמצעות התערף. תכנית ההשקעות לוקחת בחשבון שילוב משקיעים פרטיים בתחנות כוח חדשות (מחז"מ אלון תבור ותחנה D). החברה אינה מסוגלת לממן פעילויות אלה ממקורותיה הפנימיים בלבד. יש לציין, כי החברה מניחה בתחזיותיה גידול במקורותיה הפנימיים.

#### 5. פרופיל החברה

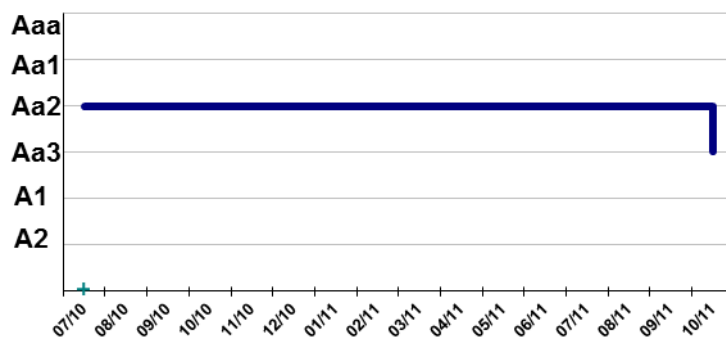
חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>17</sup>), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, הספקת חשמל, סחר בחשמל, והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויותיה אלו. החברה נתאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל,

<sup>17</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות את בעליהן.

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, 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. החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

## 6. היסטוריית דירוג

עבור סדרה 2022:



## 7. מידע מקצועי רלוונטי

[חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח דירוג ראשוני](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(אוקטובר 2010\)](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - רשימת מעקב \(יולי 2011\)](#)

מתודולוגית Moody's בנושא: [דירוג חברות חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה](#) (אנגלית)

מתודולוגית Moody's בנושא: [מנפיק הקשור למדינה](#) (אנגלית)

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- 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 נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

### גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות הגיוס
- קושי במחזור החוב הקיים
- אי עמידה בתחזיות החברה למקורות מימון נוספים

סולם דירוג התחייבויות

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

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

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסקה 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](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 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 צריכה 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.