



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2012

1

**מחבר:**

יובל סקורניק, אנליסט  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

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

**אנשי קשר:**

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

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 22 <sup>1</sup>
אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה חשמל צמוד 2016
אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה חשמל שקלי 1113
-	Aaa	דירוג סדרה חשמל שקלי 2013
-	Aaa	דירוג סדרה 23
-	Aaa	דירוג סדרה 24
-	Aaa	דירוג סדרה 25

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרה 22 על כנו, Aa3, באופק שלילי.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות חשמל שקלי 2013 וסדרה 23, בדירוג Aaa, על כנו.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3, באופק שלילי, להרחבת סדרה 2022 ו/או להנפקת סדרה חשמל צמוד 2016 ו/או להנפקת סדרה חשמל שקלי 1113, שיונפקו ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") במהלך חודש נובמבר 2012. הגיוס הכולל, במסגרת שלוש הסדרות שצוינו לעיל, יהיה עד להיקף מקסימאלי של 3 מיליארד ₪ ע.ג.<sup>2</sup>. בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה מיום ה- 21/10/2012, תמורת הגיוס הינה מחזור חובות שנפרעים בשנת 2012 (0.75 מיליארד), הקדמת מחזור חוב, הנפרע בשנת 2013 (1.25 מיליארד), והגדלת יתרות מזומנים פנויות (1 מיליארד ₪). מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aaa להרחבת סדרה 24 ו/או סדרה 25, בסך של כ- 500 מ' ₪. יצוין כי, סך של כ- 500 מ' ₪ דורגו בפעולת הדירוג מחדש ספטמבר 2012.<sup>3</sup> הסכום הכולל, בסך כ- 1 מיליארד ₪, צפוי להיות מגויס במהלך נובמבר. תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד, בין היתר, לאור הצהרות פקידים בכירים באוצר, כי אין בכוונת המדינה להשית על חח"י את מימון משבר הדלקים, כך שהגדלת יתרות המזומנים הפנויות ו/או הקדמת המחזורים אינם מיועדים למימון משבר הדלקים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת מידרוג את התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יצוין כי, להערכת מידרוג, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאד, אך אינו מוחלט, ולא קיימת זהות אינטרסים מלאה. בעקבות טעות באומדנים והיווצרות גירעון נוסף לשנת 2012 (בהתאם לדיווח מיום ה- 24/09/2012), נדרשה הכנת דוח ביקורת, הן ע"י מנכ"ל החברה והן ע"י דירקטוריון החברה. מידרוג תעקוב אחר ממצאי דוח הביקורת והשלכותיו האפשריות על הדירוג.

דוח פעולת הדירוג מתייחסת למבנה ההנפקה הצפוי, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 11 בנובמבר 2012. במידה ויחולו שינויים במבנה ההנפקה (מח"מ, סכום הגיוס, תנאי הגיוס ועוד), תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

<sup>1</sup> סדרה 22 הונפקה על פי תשקיף מיום 21 במאי 2002.

<sup>2</sup> ההיקף המקסימאלי לגיוס בסדרה חשמל שקלי 1113 יהיה בסך של עד 1 מיליארד ₪ ע.ג. וההיקף המקסימאלי בסדרות חשמל צמוד 2016 והרחבת סדרה 2022 יהיה בסך 2 מיליארד ₪ ע.ג. כל אחת.

<sup>3</sup> ראה קישורית לפעולת דירוג (ספטמבר 2012) בפרק 9.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות המדורגות ע"י מידרוג, נכון ל- 30/09/2012:

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות (בספרים 'מ' ש')	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	מס סדרה
2020-2023	4,058	מדד	6%	01/2011	2022
2012-2015	6,296	מדד	6.5%	05/2002	22
2013	1,500	שקלי	3.03%	04/2012	חשמל שקלי 2013
2013	<sup>4</sup> 2,399	שקלי	2.25%	07/2012	סדרה 23
2015	<sup>5</sup> 1,509	מדד	0.65%	07/2012	סדרה 24
2017	501	מדד	1.20%	07/2012	סדרה 25

**תמצית נתונים כספיים<sup>6</sup> של החברה, מ' ש:**

2009	2010	2011	1H2011	1H2012	1H2012P <sup>7</sup>	
19,723	19,843	24,769	10,393	12,811	12,811	הכנסות
4,213	3,154	4,543	2,242	1,507	1,507	רווח מהפעלת מערכת החשמל
2,796	1,712	2,788	1,314	(910)	(910)	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,940	2,508	2,208	696	1,311	1,311	הוצאות מימון*
1,424	2	(792)	508	(1,684)	(1,684)	רווח נקי (הפסד)
5,395	3,657	1,237	749	(1,264)	(1,264)	FFO
6,401	6,423	7,244	3,484	1,487	1,487	<sup>8</sup> EBITDA
4,057	3,311	4,358	1,948	2,320	2,320	CAPEX
81,602	80,888	83,457	80,820	82,285	90,685	סך מאזן
62,502	62,286	61,726	62,406	61,771	61,771	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,478	4,654	7,822	7,486	5,951	5,951	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,988	3,817	1,911	2,336	732	732	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
63,936	62,838	66,025	62,088	66,537	74,937	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
47,767	45,830	47,906	45,240	50,568	58,968	מזה: חוב פיננסי
17,666	18,050	17,432	18,732	15,748	15,748	הון עצמי

\* ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 1H2012P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

<sup>4</sup> הסדרה הורחבה בחודש ספטמבר 2012 ב- 1 מיליארד ש.

<sup>5</sup> הסדרה הורחבה בחודש ספטמבר 2012 ב- 0.5 מיליארד ש.

<sup>6</sup> הנתונים מותאמים ל- ש של חודש יוני 2012, למעט נתוני רו"ה ותזרים 2009 ו- 2010, המותאמים לחודש דצמבר 2011 ונתוני מאזן 2009, המותאמים לחודש דצמבר 2010. נתוני יוני 2012 ויוני 2011 אינם מבוקרים.

<sup>7</sup> נתוני פרפורמה ל- 1H2012P כוללים גיוס, בסך כ- 2.9 מיליארד ש, שהחברה גייסה ביולי 2012, גיוס כ- 1.5 מיליארד ש, שהחברה גייסה באוגוסט 2012, גיוס עתידי בערבות, בסך כ- 1 מיליארד ש, במהלך נובמבר 2012, וגיוס 3 מיליארד ש, נשוא דוח דירוג זה.

<sup>8</sup> כולל העברת הוצ' מימון לנכס פיקוח (אינו תזרימי).

דירוג ה-BCA<sup>9</sup> 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 וחלוקה עבור המשק הישראלי. הישענותה הנרחבת של החברה על ייצור בפחם, ממותנת, חלקית, על ידי אי-קיום רגולציה מגבילה בנושא זה (ישראל אינה חתומה על אמנת קייטו ואינה מחויבת לעמידה ביעדי הפחתת מזהמים)<sup>10</sup>, וכן לאור תחזיות הפקת גז טבעי, המצוי לחופי ישראל, בטווח הקצר והבינוני. לחברה תלות כלכלית בהספקה סדירה של גז טבעי למשק הישראלי. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, על פי חוק, הקיימת כ-15 שנה (להלן: "רשות החשמל" או "הרגולטור"). עם זאת, קיימים נושאים במחלוקת, בין החברה לבין הרגולטור, הן באשר לשקיפות הרגולטור בקבלת ההחלטות והן באשר לאופן חישוב בסיס התעריף וכיסוי עלויותיה השוטפות של החברה, השקעותיה, גיוסיה ונושאים נוספים. לאור זאת, לעתים קיים קושי בצפיית מצבה הפיננסי של החברה, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך. עם זאת, יצוין כי בנושא עדכון שוטף של מרכיב הדלקים בתעריף, כתוצאה משינוי בעלויות דלקים, אין כל מחלוקת.<sup>11</sup> מינפה הגבוה של החברה ונזילותה הנמוכה, מגבירים את רגישותה למשברים חיצוניים, כדוגמת משבר הגז, הדורש מעבר לשימוש בדלקים יקרים יותר. משבר זה יצר לחברה צורך במימון חיצוני לשם פעילותה השוטפת. צורך זה בא לידי ביטוי כבר ברבעון הראשון של 2012, בתזרים השלילי מפעילות (FFO). פער העיתוי, בין עלות סל הדלקים לקצב הגידול בתעריף, ממומן ע"י גידול במינוף החברה, המוביל להרעה עקבית ביחסים הפיננסיים, החלשים ממילא.<sup>12</sup> מצב זה עלול לאתגר את החברה בהשגת מימון חיצוני בהיקפים ו/או במחירים נוחים לחברה, ומוביל להרעה בדירוג ה-BCA.

בעקבות טעות באומדנים והיווצרות גירעון נוסף לשנת 2012, נדרשה הכנת דוח ביקורת, הן ע"י מנכ"ל החברה והן ע"י דירקטוריון החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ממצאי דוח הביקורת והשלכותיו האפשריות על הדירוג. מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה כגבוהות מאוד, בין היתר, לאור הצהרות פקידי בכירים באוצר כי, אין בכונת המדינה להשית על חח"י את מימון משבר הדלקים, כך שהגדלת יתרות המזומנים הפנויות ו/או הקדמת המחזורים אינם מיועדים למימון של משבר הדלקים.

התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכויי אשראי דומים של החברה ושל המדינה, הן בחשיפה לחוב זר, בהיקף משמעותי, והן בחשיפה למשברים גיאופוליטיים; 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 לספק ערבויות, בהיקפים משמעותיים, לגיוסי חח"י אל מול בעיית הנזילות, הנובעת משינוי בתמהיל הדלקים, כאמור לעיל, ונכונותה לספק ערבות, במקרה הצורך, לחוב הזר של החברה; בהצהרת פקידי בכירים ברשויות המדינה על תמיכה בחברה, במידת הצורך; בחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה, בין היתר, לאור קיום ועד עובדים מאורגן וחזק, בעל השפעה פוליטית; באי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה, היסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעתות משבר, לרבות במהלך משבר הספקת הגז הנוכחי. יצוין כי, שחיקה בהערכת מידרוג את הקשר בין המדינה לחח"י, עלולה להוביל להורדה משמעותית של הדירוג.

הקשר בין המדינה לחברה, הבא לידי ביטוי, בין היתר, במתן ערבות לחוב החברה, בהתאם לצורך, הינו גורם התומך בדירוג. האופק השלילי הוצב עקב הרעה משמעותית ביחסי האיתנות ובתזרים שלילי מפעילות, בין היתר, כפועל יוצא

<sup>9</sup> Baseline Credit Assessment

<sup>10</sup> לחברה יעדי הפחתת מזהמים הנקבעים על ידי המשרד לאיכות הסביבה.

<sup>11</sup> יש לציין שקיימות מחלוקות לגבי מרכיבים אחרים שנכנסים לחישוב סל הדלקים, כגון: פרמטרים תפעוליים של יחידות הייצור.

<sup>12</sup> ראוי לציין כי, על פי מתודולוגיית Moody's, היחסים הפיננסיים הינם במוצע ל-3 שנים, ועל כן, נוטים למתן תנודות במצבה הכלכלי של החברה, כפי שהוא, נכון למועד כתיבת הדו"ח.

ממשבר הגז המחמיר. מימון התזרים השלילי בחוב חיצוני, מגביר את תלות החברה במקורות מימון ומקטין את גמישותה ואיתנותה. גורם מקזז לסיכון זה הינו הקשר בין המדינה לחברה, המוערך ע"י מידרוג כגבוה מאד, אך עם זאת, אינו מוחלט, ולא קיימת, להערכת מידרוג, זהות אינטרסים מלאה.

## 2. פעולת הדירוג

### הגיוס מיועד למחזור חובות והגדלת יתרות מזומנים פנויות

בכוונת החברה לגייס כ- 3 מיליארד ₪ בגין מחזור חובות, במסגרתם יגויסו כ- 1.25 מיליארד ₪ לשם מחזור הלוואות שיפרעו בשנת 2013 וסך של כ- 1 מיליארד ₪ לשם הגדלת יתרות מזומנים פנויות, מ- 1 מיליארד ₪ לכ- 2 מיליארד ₪ (בהתאם להחלטת הדירקטוריון מיום ה- 21/10/2012). יתרת הגיוס, בסך כ- 0.75 מיליארד ₪, תשמש למחזור חוב, אשר נפרע במהלך חודש נובמבר 2012.

לדברי החברה, הקדמת הגיוס, בסך כ- 1.25 מיליארד ₪, נועדה לנצל מומנטום ביקושים קיים בשוק ההון, וכן להימנע מגיוסים גדולים ובתדירויות גבוהות, במהלך החודשים הראשונים של שנת 2013. להלן טבלה המרכזת נתוני גיוסים מול פירעונות של החברה לשנים 2011-2013:

2013	2012	2011	
<b>4.77 מיליארד ₪</b> (ללא מחזור הלוואות בערבות מדינה)	<b>3.60 מיליארד ₪</b>	<b>4 מיליארד ₪</b>	מחזור חוב
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1.25 מיליארד ₪ נשוא פעולת הדירוג כנגד מחזור חוב שנת 2013</li> <li>▪ 3.52 מיליארד ₪ גיוס עתידי</li> </ul> <b>סה"כ 4.77 מיליארד ₪</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1.85 מיליארד ₪ גויסו במהלך 2012</li> <li>▪ 0.75 מיליארד ₪ נשוא פעולת הדירוג כנגד מחזור חוב</li> <li>▪ 1 מיליארד ₪ הגדלת יתרות המזומנים הפנויות (הגדלת חוב)</li> <li>▪ 1 מיליארד ₪ שגויסו בשנת 2011 כנגד מחזור חוב שנפרע בשנת 2012</li> </ul> <b>סה"כ 4.6 מיליארד ₪</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 4 מיליארד ₪ באג"ח</li> </ul> <b>סה"כ 4 מיליארד ₪</b>	גיוסים

החברה מתכוונת להרחיב סדרה 24 ו/או סדרה 25, המגובות בערבות מדינה, בסכום של כ- 1 מיליארד ₪. יצוין כי, סך של כ- 500 מ' ₪ דורגו בפעולת הדירוג מחודש ספטמבר 2012 וקיבלו את אישור האוצר, בכפוף לאישור ועדת הכספים של הכנסת. ההרחבה בסך כ- 500 מ' ₪ נוספים, כפופה לאישור משרד האוצר ולאישור ועדת הכספים של הכנסת.

### 3. התפתחויות עיקריות - עלויות עודפות כתוצאה משינוי בתמהיל הדלקים וטעות באומדנים לשנת 2012

במהלך שנת 2011, השינוי בתמהיל הדלקים הוביל לגירעון בתזרים התפעולי, בסך כולל של כ- 3 מיליארד ₪. לשם מתן מענה על גירעון זה ננקטו הצעדים הבאים: (1) תעריף החשמל הועלה בכ- 9.89%; (2) שיעור המס על סולר הופחת לכ- 31% משיעורו הקודם; (3) הותר שימוש חלקי במזוט, אשר הינו זול יותר מסולר; (4) נתקבל אישור רשות החשמל שלא להפקיד שני תשלומים לחשבונות הייעודיים; (5) וכן הותר שימוש בכספי גיוס, אשר הוגבלו לביצוע השקעות, לשם מחזור חובות. במהלך שנת 2012, הגירעון שנוצר, כתוצאה משינוי בתמהיל הדלקים, מומן באמצעות גיוסי אג"ח בערבות מדינה. עד לסוף ספטמבר 2012 גויסו בערבות מדינה כ- 5.9 מיליארד ₪. החברה מתכוונת לגייס כ- 1 מיליארד ₪ נוספים בערבות מדינה במהלך חודש נובמבר, בכפוף לאישור משרד האוצר וועדת הכספים של הכנסת.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> מתוך אישור המדינה בספטמבר 2012, לגיוס אג"ח בערבות מדינה, בסך כ- 2.0 מיליארד ₪, גויסו בפועל כ- 1.5 מיליארד ₪.

ביום ה- 24/09/2012 דיווחה החברה על גירעון תזרימי נוסף עד לסוף שנת 2012, בהיקף של כ- 1.5 מיליארד ₪, כתוצאה מהשינוי בתמהיל הדלקים. לדברי החברה, הודות לירידה בעלויות הדלקים, במהלך אוקטובר, הגירעון התזרימי, נכון לסוף אוקטובר 2012, קטן מ- 1.5 מיליארד ₪, כאמור לעיל, ל- 0.9 מיליארד ₪. החברה מצפה כי המדינה תיערך להמצאת פתרונות לגירעון זה, הנובע משינוי בתמהיל הדלקים. בהקשר זה יש לציין כי בשיחה עם סגן בכיר בחשב הכללי במשרד האוצר, המייצג את עמדת מדינת ישראל, נמסר כי, אין בכוננת המדינה להשית על חח"י את מימון משבר הדלקים, כך שהגדלת יתרות המזומנים הפנויות ו/או הקדמת המחזורים אינם מיועדים למימון של משבר הדלקים. לדבריו, מפרוץ משבר הדלקים, המדינה הצהירה כי תגבה את חח"י בפתרונות מימוניים, בכל הקשור לפער שנוצר כתוצאה ממשבר הדלקים; הפער הנוסף עליו דיווחה החברה נמצא בבדיקה. באשר לשינוי באומדן הגירעון, עליו דיווחה החברה, נמסר כי, להערכת המדינה, הנהלת החברה עושה מאמצים כבירים לברור השינוי ולהפיק לקחים, וכי שינוי אומדן זה אינו מוביל לסטייה בתמיכת המדינה בעלויות הנגזרות ממשבר הדלקים.

יצוין כי, להערכת החברה, במהלך שנת 2013, תידרש תמיכת מדינה נוספת, לרבות באמצעות גיוסים נוספים בערבות מדינה, אולם טרם ניתן להעריך את הסכומים הנדרשים לכך.

#### 4. השפעת תוספת החוב על היחסים הפיננסיים

כתוצאה מגיוס עד כ- 3 מיליארד ₪, לרבות גיוס בערבות בסך 1 מיליארד ₪, חלה הרעה נוספת באיתנות החברה, המשתקפת בהרעת היחסים הפיננסיים הקשורים לסך החוב הפיננסי.

#### יחסים פיננסיים נבחרים:

2009	2010	2011	2012P <sup>14</sup>	1H2011	1H2012	
2.8	2.5	1.48	1.48	1.58	0.05	יחס FFO להוצאות מימון <sup>15</sup>
8.9	12.5	38.7	48.2	NR	NR	חוב פיננסי ל- FFO
68.7%	67.4%	67.6%	72.2%	66.3%	70.9%	חוב פיננסי ל- Cap <sup>16</sup>
53%	53%	46%	46%	54.2%	21.6%	Gross Margin % <sup>17</sup>
14.2%	13.4%	10.7%	10.7%	11.9%	-7.0%	Operating Margin % <sup>18</sup>

- לפירוט הניתוח הפיננסי המלא, ראה הקישור לפעולת הדירוג מחדש מאי 2012 (רצ"ב קישור בסוף המסמך).

<sup>14</sup> נתוני 2012P מתבססים על נתוני 2011, בתוספת כ- 1.9 מיליארד ₪ (כ- 0.5 מיליארד דולר), אשר גויסו בפברואר 2012 ממוסדיים זרים, גיוס סדרה חשמל שקלי 2013, המגובה בערבות, בסך 1.5 מיליארד ₪, אשר גויס באפריל 2012, גיוס של כ- 2.9 מיליארד ₪, שגויסו בחודש יולי 2012 (סדרות 23, 24 ו- 25 בערבות), גיוס כ- 1.5 מיליארד ₪ שהחברה גייסה בערבות באוגוסט 2012, גיוס עתידי בערבות, בסך כ- 1 מיליארד ₪, במהלך נובמבר 2012 וגיוס 3 מיליארד ₪ - נשוא דוח דירוג זה. תוספת זו אינה משפיעה על יחסים פיננסיים שאינם קשורים להיקף החוב הכולל.

<sup>15</sup> ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 2012P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

<sup>16</sup> ה- CAP לוקח בחשבון חוב פיננסי, הון עצמי ומסים נדחים, נטו.

<sup>17</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>18</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>19</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, התשנ"ו-1996 (להלן: "חוק משק החשמל"), אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. לפי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. 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 מונפול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

<sup>19</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

סדרות 2022 ו-22, סדרה חשמל צמוד 2016 וסדרה חשמל שקלי 1113:

**גורמים אשר עשויים 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 לחברה ושיתוף הסקטור הפרטי בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

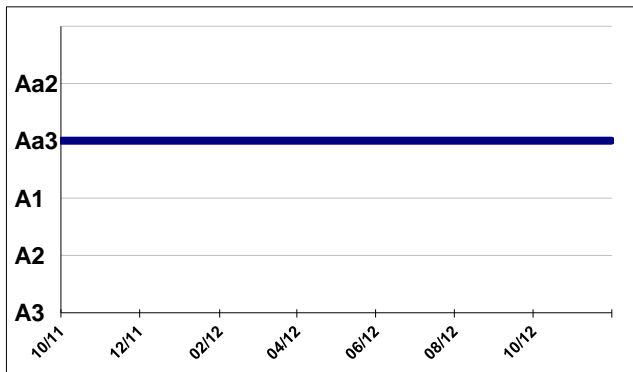
**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

- 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

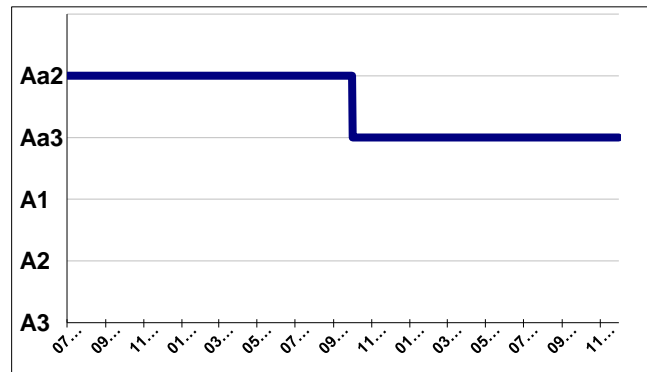
<sup>20</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרה בערבות, בכפוף לכתב הערבות הסופי, הינו כדירוג המדינה.



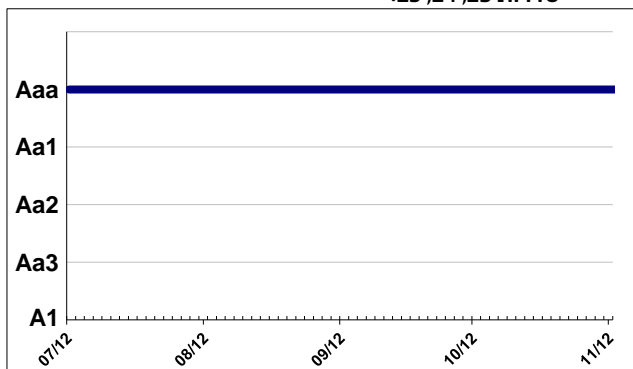
סדרה :22



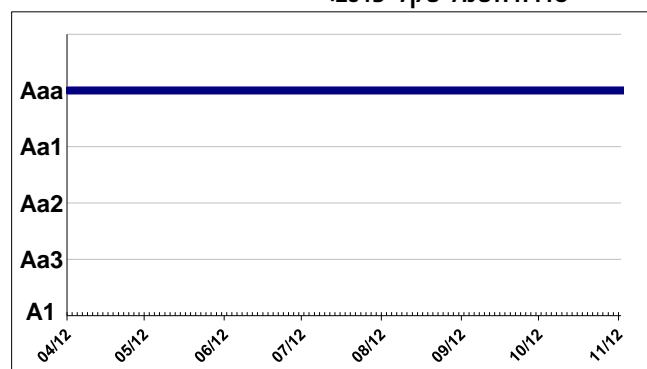
סדרה :2022



סדרות :25, 24, 23



סדרה חשמל שקלי 2013



8. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דירוג אחרון: ספטמבר 2012

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

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(ספטמבר 2012\)](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(מאי 2012\)](#)

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

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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון ונחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הינן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הינן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הינן 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 שאיגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה 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") 2012.

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](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 מניין, 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.