

חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2012

מחבר:

יובל סקורניק, אנליסט
yuvals@midroog.co.il

רו"ח ניר טורנר, אנליסט
nirt@midroog.co.il

אדם בן יהודה, ראש צוות
adamb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 22 ¹
-	Aaa	דירוג סדרה חשמל שקלי 2013

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 22 ו-2022 על כנו, Aa3, באופק יציב.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרה חשמל שקלי 2013, Aaa, על כנו (להלן: "הסדרה המגובה בערבות").²

דירוג חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") מושפע, בין היתר, מהשחיקה המשמעותית והעקבית בתזרים המזומנים והנזילות הנמוכה, הצפויות להימשך, על רקע היעדר הספקה סדירה ומלאה של גז ממצרים והידלדלות מאגר ים תטיס. על פי דיווח החברה מיום ה-01/03/2012, החברה צופה כי, לא תוכל לרכוש את היקפי הדלקים הנדרשים לפי צרכי המערכת החזויים ללא סיוע ממשלתי. להערכת החברה (לפירוט, ראה בסעיף 2.2), "חח"י תזדקק במהלך 2012 לבין 7-11 מיליארד ש"ח לשם מימון השינוי בתמהיל הדלקים מגז טבעי לסולר ומזוט (כתלות בהיקפי הספקת הגז), ולשם גישור עד להכרה מלאה בעלויות במסגרת תעריף החשמל לצרכן.

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.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות המדורגות ל-31/12/2011:

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות (מ' ש"ח) בספרים	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. (מ' ש"ח)	מועד הנפקה ראשוני	סחירות	מס ני"ע	מס סדרה
2020-2023	³ 3,999	מדד	6%	3,514	01/2011	לא	6000129	2022
2012-2015	⁴ 7,434	מדד	6.5%	6,000	05/2002	כן	6000020	22

¹ סדרה 22 הונפקה על פי תשקיף מיום 21 במאי 2002.

² הסדרה המגובה בערבות, בהיקף כ-1.5 מיליארד ש"ח, תונפק בהנפקה פרטית בתחילת אפריל.

³ ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

⁴ ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

תמצית נתונים כספיים⁵ של החברה, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	2011	2011 P ⁶	
24,921	19,723	19,843	24,532	24,532	הכנסות
5,571	4,213	3,154	4,498	4,498	רווח מהפעלת מערכת החשמל
3,779	2,796	1,712	2,759	2,759	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,671	2,940	2,508	2,569	2,569	הוצאות מימון*
893	1,424	2	(785)	(785)	רווח נקי (הפסד)
3,146	5,395	3,657	1,225	1,225	**FFO
6,523	6,401	6,423	7,441	7,441	***EBITDA
2,617	4,057	3,311	4,317	4,317	CAPEX
83,380	81,602	80,888	82,663	86,867	סך מאזן
62,734	62,502	62,286	61,139	61,139	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,329	4,478	4,654	5,106	5,106	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,768	3,988	3,817	1,893	1,893	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
67,107	63,936	62,838	65,398	69,602	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
51,887	47,767	45,830	47,452	51,656	מזה: חוב פיננסי
16,273	17,666	18,050	17,265	17,265	הון עצמי

* לא כולל שחיקת התחייבויות, היוון הוצ' מימון והעברת הוצ' מימון לנכס פיקוח. הוצאות המימון ב- 2011P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.
 ** בנטרול היוון הוצ' מימון.
 *** כולל העברת הוצ' מימון לנכס פיקוח.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ה-BCA⁷ 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 קיוטו ואינה מחויבת לעמידה ביעדי הפחתת מזהמים)⁸, וכן לאור תחזיות הפקת גז טבעי, המצוי לחופי ישראל, בטווח הקצר והבינוני. 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 לאופן תפקודו של הרגולטור ושקיפות קבלת 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 עידכון שוטף של מרכיבי הדלקים בתעריף, כתוצאה משינוי בעלויות דלקים, אין כל מחלוקת.⁹ מינופה הגבוה של החברה ונזילותה הנמוכה, מגבירים את רגישות החברה למשברים חיצוניים, כדוגמת הקשיים בהספקת גז ומעבר לשימוש בדלקים יקרים יותר, המשתקפת בהישענות גוברת על מימון חיצוני לשם פעילותה השוטפת, והשקעה בנכסים קיימים. מינוף החברה, אשר צפוי לגדול

⁵ הנתונים מותאמים ל- ₪ של חודש דצמבר 2011, למעט נתוני מאזן ותזרים 2009 ו- 2008 ורוה"פ 2008, המותאמים לחודש דצמבר 2010.

⁶ נתוני פרופורמה לשנת 2011 כוללים כ- 1.9 מיליארד ₪ (כ- 0.5 מיליארד דולר), אשר גויסו בפברואר 2012 ממוסדיים זרים, גיוס הסדרה המגובה בערבות, נשוא דוח דירוג זה, בסך כ- 1.5 מיליארד ₪ וכן כ- 0.85 מיליארד ₪, אשר החברה מתכוונת לממן באמצעים שונים.

⁷ Baseline Credit Assessment

⁸ לחברה יעדי הפחתת מזהמים הנקבעים על ידי המשרד לאיכות הסביבה.

⁹ יש לציין שקיימות מחלוקות לגבי מרכיבים אחרים שנכנסים לחישוב סל הדלקים, כגון: פרמטרים תפעוליים של יחידות הייצור.

משמעותית במהלך 2012, משקף יחסים פיננסיים חלשים,¹⁰ אשר עלולים לאתגר את החברה בהשגת מימון חיצוני בהיקפים ו/או במחירים נוחים לחברה. כל אלו מובילים לדירוג BCA נמוך, אשר משפיע על דירוג החברה הכולל. מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה כגבוהות מאוד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכונים 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 לגיוסי חח"י אל מול בעיית הנזילות הנובעת מהשינוי בתמהיל הדלקים ונכונותה לספק ערבות, במקרה הצורך, 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, היסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעתות משבר, לרבות במהלך משבר הספקת הגז הנוכחי. יצוין כי, שחיקה בהערכת הקשר בין המדינה לחח"י עלול להוביל להורדה משמעותית של הדירוג. דירוג הסדרה המגובה בערבות מתבסס על כיסוי כתב ערבות סופי ההולם את רמת הדירוג.

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

2. התפתחויות עסקיות עיקריות

2.1 מחסור בגז טבעי

בהודעתה מיום 19/02/2012 דיווחה חח"י כי, כמות הגז הטבעי המסופקת ממאגר הגז בשדה מרי-B פוחתת בעקביות, כאשר בתחילת חודש מרץ 2012 הגיעה הכמות המרבית לשעה לכשליש הכמות החוזית (בהתאם להסכם בין החברה לשותפות ים תטיס); כל זאת, בשל התדלדלות נוספת של מאגר הגז מרי-B אשר לא נחזתה בעבר. במהלך שנת 2011, הופסקה הזרמת הגז ממצרים לישראל 11 פעמים, באופן שבפועל, סופקו כ- 30% מכמות הגז החוזית לה התחייבה חברת EMG המצרית. נכון למועד הדוח, אין הזרמת גז ממצרים. בהודעתה מיום ה- 06/03/2012, דיווחה חח"י כי, כשבוע לאחר חידושה, הופסקה הזרמת הגז ממצרים לישראל כתוצאה מפיצוץ בצינור. בהודעתה מיום 20/02/2012, דיווחה חח"י כי, דירקטוריון החברה אישר את התקשרותה בהסכם לרכישת גז טבעי משותפות תמר; לפי הערכות, הפקה מסחרית ממאגר תמר צפויה במחצית 2013. עקב ההפחתה הניכרת בכמויות הגז המסופקות ממאגר הגז בשדה מרי-B ואי אספקת הגז המצרי, צפוי מחסור משמעותי בגז טבעי עד למועד הזרמת הגז משדה תמר. עקב המחסור הצפוי בגז טבעי, הוחלט על הקמת מצוף לקליטת גז נוזלי מספינות מגזזות, כך שיהיה פעיל כבר בתחילת שנת 2013. המצוף יוכל להזרים כ- 2.2 BCM בשנה. חלוקת הגז בין הצרכנים השונים לבין חח"י נמצאת בימים אלו תחת הליך הסדרה רגולטורי.

לאור התפתחויות אלו, פנתה החברה לממשלה, בבקשה דחופה למציאת פתרון למימון עלויות דלקים עודפות בשל המחסור בגז הטבעי, בין היתר, בדרך של מתן ערבות מדינה להנפקות אג"ח פרטיות וציבוריות.¹¹

¹⁰ 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.

¹¹ החברה פועלת לביצוע הנפקה ציבורית בערבות מדינה באמצע שנת 2012, ונערכת לפרסום תשקיף.

2.2 מחסור משמעותי במזומנים לפעילות שוטפת

תזרים המזומנים של החברה לשנת 2012 משקף גירעון של כ- 7.7 מיליארד ש"ח¹², מהם כ- 7.1 מיליארד ש"ח המיוחסים לעלויות הדלקים העודפות, ואשר ימומנו, בין היתר, באמצעות אג"ח בערבות מדינה (היתרה הינה צורכי גיוס אחרים של חח"י). הגירעון עלול לגדול לכ- 11 מיליארד ש"ח, בהתאם לכמויות הגז שיופקו מים תטיס, ולכן תיתכן הגדלה של סכום האג"ח בערבות מדינה. על מנת לגשר על הבור התזרימי עד ליוני 2012 (המועד המשוער להנפקה הציבורית), בסך כ- 3.15 מיליארד ש"ח, החברה פועלת לביצוע הנפקה פרטית של הסדרה המגובה בערבות, בסך כ- 1.5 מיליארד ש"ח, ומימון 0.85 מיליארד ש"ח, באמצעות אשראי ספקים, כ- 500 מ' ש"ח ושחרור כספים מקצבת הטבות לעובדים, כ- 350 מ' ש"ח. המדינה תעניק סיוע נוסף לחברה, בסך כ- 800 מ' ש"ח, באמצעות דחיית תשלומי מסים, כ- 200 מ' ש"ח, ושחרור כספים מהקרן הייעודית,¹³ כ- 600 מ' ש"ח.

תזרים 2012 מתבסס על ההנחות הבאות: לא יסופק גז טבעי ממצרים במהלך שנת 2012; יוגדל מלאי הסולר והפחם; ויופעלו 4 היחידות בתחנת הכוח באשכול במזוט. תזרים המזומנים מגלם, בין היתר, את צעדי הסיוע, שלהלן:

שפעה על תזרים המזומנים	צעדי סיוע	
מזומנים מהעלאת התעריף יירשמו החל מיוני 2012, ויסתכמו לתוספת שנתית של כ- 1.5 מיליארד ש"ח	העלאת תעריף החשמל ב- 8.9%	1
כ- 1 מיליארד ש"ח	דחיית הפרשת כספים לקרן ייעודית בין החודשים ינואר-יוני 2012	2
כ- 1.3 מיליארד ש"ח	הקטנת מס הקניה (בלו) על הסולר ל- 12% למשך שנת 2012 כולה	3
החלקת תשלומי המע"מ על פני השנה.	דחייה של תשלומי מע"מ על פני שנת 2012	4

לפי מסמך עקרונות להתייחסות ציבורית (להלן: "מסמך השימוע"), שפרסמה רשות החשמל בתאריך ה- 26/01/2012, צעדי הסיוע מותנים, בין היתר, בהגשת תשקיף להנפקה ציבורית של אג"ח סחירות לא יאוחר מחודש מאי 2012, וביצוע ההנפקה לא יאוחר מהראשון ביולי 2012, בביצוע צעדי התייעלות, אשר יובילו לחיסכון שלא יפחת מ- 400 מ' ש"ח בשנה ובשחרור סך שלא יפחת מכ- 500 מ' ש"ח מתוך ההפרשה לקצבת הטבות לעובדים. מהחברה נמסר כי מסמך השימוע נמצא בדיונים, ולהערכתה לא ייקבעו תנאים לסיוע ללא הסכמה משותפת בין הצדדים.

3. ניתוח פיננסי

3.1 היחסים הפיננסיים ממשיכים להצביע על איתנות פיננסית חלשה

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים באופן עקבי. חלה הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מהשחיקה המשמעותית בתזרים המזומנים והגידול בחוב הפיננסי. בשנת 2011, נרשמה שחיקה של כ- 63% בתזמ"ז הפרמננטי (FFO), שהסתכם בכ- 1.4 מיליארדי ש"ח, לעומת כ- 3.8 מיליארדי ש"ח בתקופה המקבילה, אשתקד. ההרעה בשיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית הינה פועל יוצא של פערי עיתוי בעדכון התעריפים, ביחס לעלויות הדלקים (ראה סעיף 3.2) והכרה בתעריף בעלויות נורמטיביות שאינן לוקחות בחשבון את כל עלויות החברה.

¹² הגירעון הינו בניכוי מזומנים מיועדים וכ- 1 מיליארד ש"ח הנדרשים לפעילות השוטפת.
¹³ 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.

יחסים פיננסיים נבחרים:

2008	2009	2010	2011	2011 P*	
2.2	2.8	2.5	1.5	1.5	הוצ' מימון ¹⁴ / (הוצ' מימון + FFO)
16.5	8.9	12.5	38.7	42.2	FFO / חוב פיננסי
70.7%	68.7%	67.4%	67.6%	69.4%	חוב פיננסי ל-Cap ¹⁵
47%	53%	53%	46%	46%	Gross Margin ¹⁶ %
15%	14%	13%	11%	11%	Operating Margin ¹⁷ %

* נתוני פרופורמה לשנת 2011 כוללים כ- 1.9 מיליארד ש"ח (כ- 0.5 מיליארד דולר) אשר גויסו בפברואר 2012 ממוסדיים זרים, גיוס הסדרה המגובה בערבות, נשוא דוח דירוג זה, בסך כ- 1.5 מיליארד ש"ח וכן כ- 0.85 מיליארד ש"ח, אשר החברה מתכוונת לממן באמצעים שונים.

3.2 שימוש בתמהיל דלקים יקר יותר

עלויות הדלקים מהוות את ההוצאה התפעולית המהותית ביותר עבור החברה. השינוי בתמהיל הדלקים הוביל לגידול משמעותי בהוצאה זו. בנוסף, חלה עלייה ריאלית במחיר הפחם; במהלך 2011 חל גידול של כ- 34% בעלות הממוצעת לייצור 1 קוט"ש בפחם, לעומת שנת 2010. עלות צריכת הדלקים בשנת 2011 עלתה בכ- 41% והסתכמה בכ- 12.8 מיליארד ש"ח (בהשוואה לכ- 9 מיליארד ש"ח בשנת 2010). להלן השוואה בין השנים 2010 ו- 2011 בכמויות ובעלויות הדלקים וחלקם היחסי בייצור החשמל:

מזוט		סולר		גז טבעי		פחם		
2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
119	262	219	631	4.82	4.15	12.3	12.6	כמות נצרכת ¹⁸
234	652	1,190	3,011	3,009	2,730	4,682	6,436	עלות הדלקים ¹⁹ (מ' ש"ח)
47.48	62.21	141.74	110.37	14.66	14.98	13.67	18.31	עלות ממוצעת לקוט"ש (באג')
1%	2%	1%	5%	37%	32%	61%	61%	התפלגות הייצור (ב-%)

3.3 עלייה בהכנסות בעיקר הודות לגידול ריאלי בתעריף החשמל

בשנת 2011, הכנסות החברה צמחו בכ- 4.7 מיליארד ש"ח ובשיעור של כ- 24%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע מעלייה בהכנסה הממוצעת, נטו לקוט"ש בשיעור של כ- 22% (בשל עלייה בתעריף החשמל) ומשיעור גידול של כ- 2% בצריכה (תוספת של כ- 386 מ' ש"ח להכנסות). בנטרול גביה והפרשה בגין נכסי פיקוח, הכנסות החברה ממכירת חשמל, ברוטו גדלו בכ- 0.6 מיליארד ש"ח ובשיעור של כ- 3%.

3.4 הפסד תפעולי ברבעון הרביעי והפסד נקי לשנת 2011

ברבעון הרביעי של שנת 2011 נרשם רווח מהפעלת מערכת החשמל, אשר הסתכם בכ- 292 מ' ש"ח (וזאת לעומת רווח מהפעלת מערכת החשמל של כ- 4.5 מיליארד ש"ח לשנת 2011 כולה), והפסד מפעולות רגילות של כ- 127 מ' ש"ח (לעומת

¹⁴ לא כולל שחיקת התחייבויות, היוון הוצ' מימון והעברת הוצ' מימון לנכס פיקוח. הוצאות המימון ב- 2011P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

¹⁵ ה-CAP לוקח בחשבון חוב פיננסי, הון עצמי ומסים נדחים, נטו.

¹⁶ רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

¹⁷ רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

¹⁸ במ' טון עבור פחם, מיליארדי מטר מעוקב עבור גז טבעי ואלפי טון עבור סולר ומזוט.

¹⁹ כולל שכר עבודה משויך.

רווח מפעולות רגילות של כ- 2.8 מיליארד ₪ לשנה כולה). שנת 2011 הסתיימה בהפסד כולל של כ- 785 מ' ₪. יש לציין כי נרשמו בשנה זו הוצאות מיסים של כ- 1.4 מיליארד ₪, כתוצאה מעידכון מדרגות המס.²⁰

3.5. נזילות נמוכה וקיטון ביתרות המזומנים

שנת 2011 נסתיימה עם קיטון משמעותי של כ- 2 מיליארד ₪ ביתרות הנזילות של החברה.²¹ העודף שנוצר מהפעילות השוטפת, בסך של כ- 1.6 מיליארד ₪, לא היווה מקור מספק למימון צורכי התזרים של החברה. החברה הנפיקה אג"ח (סדרה 2022) תמורת סך של כ- 4 מיליארד ₪ וקיבלה הלוואה בנקאית לזמן ארוך בסך של כ- 1 מיליארד ש"ח. פירעון הלוואות ואג"ח הסתכם בשנת 2011 בכ- 3.7 מיליארד ₪ והשקעות החברה בפיתוח משק החשמל הסתכמו בכ- 4.3 מיליארד ₪. בפברואר 2012 הנפיקה החברה אג"ח ממוסדיים זרים בסך כולל של 0.5 מיליארד דולר (כ- 1.9 מיליארד ₪). בהקשר זה, יש לציין כי, החברה פועלת ללא מסגרות אשראי חתומות.

3.6. הישענות מהותית על מקורות מימון חיצוניים לצורך רכישת דלקים, מימון שירותי חוב ותכניות פיתוח

תחזית החברה לעלות צריכת דלקים לשנת 2012 מסתכמת בכ- 22.5 מיליארד ₪ (לעומת כ- 12.7 מיליארד ₪ בשנת 2011), החזרי קרן ותשלומי ריבית על הלוואות ואג"ח בסך של כ- 6.5 מיליארד ₪, כ- 3.8 מיליארד ₪ מתוכם בגין קרן, והשקעות בסך של כ- 4.8 מיליארד ₪. הוצאות אלו יובילו, לפי צפי החברה, כאמור, לגירעון בסך כ- 8 מיליארד ₪. בהתאם לדיווחי החברה, החברה אינה מסוגלת לממן פעילויות אלה ממקורותיה הפנימיים בלבד, ותלויה במימון חיצוני ותמיכת הרגולטור והמדינה למימון פעילותה.

4. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה²²), 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 מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

²⁰ הפרשה זו הינה כתוצאה מהחוק לשינוי נטל המס, אשר פורסם בדצמבר 2011, ואשר הורה על עצירת מתווה הפחתת שיעור מס החברות שנקבע בשנת 2009, ועל העלאת שיעור המס ל- 25%, החל משנת 2012 ואילך.

²¹ בתום שנת 2011, לחברה מזומנים ושווי מזומנים בהיקף 1.15 מיליארד ₪ והשקעות לזמן קצר, בסך כ- 740 מ' ₪, אשר מוחזקות כקרן ייעודית לצורך מימון תוכנית חירום ב' לפיתוח משק החשמל.

²² להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

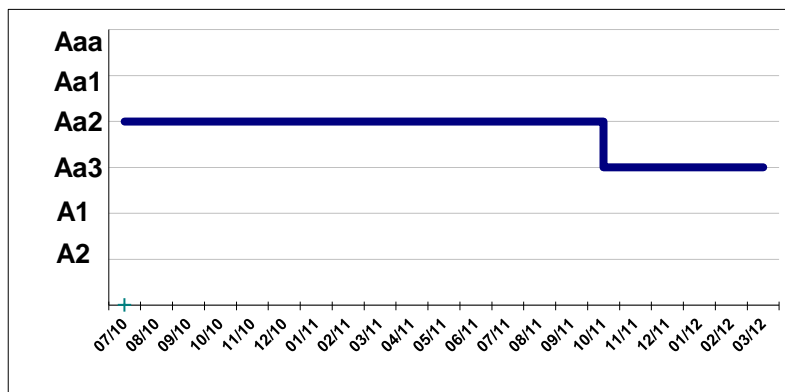
- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

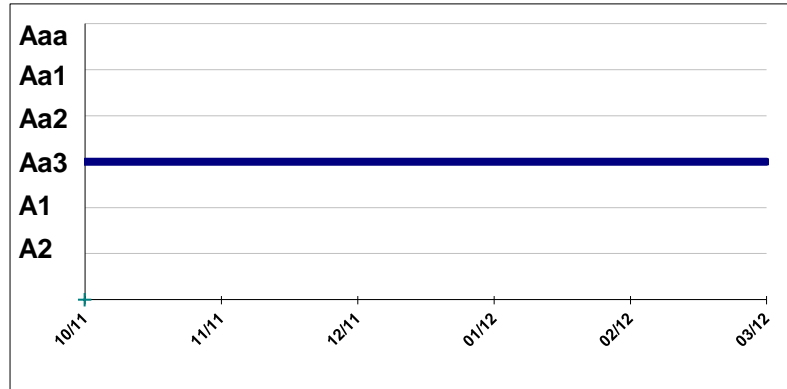
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות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

6. היסטוריית דירוג

עבור סדרה 2022:



²³ אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרה בערבות, בכפוף לכתב הערבות הסופי, הינו כדירוג המדינה.



7. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דירוג אחרון: אוקטובר 2011

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

[חברת החשמל לישראל בע"מ - מעקב ופעולת דירוג \(אוקטובר 2011\)](#)

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

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוט 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 ונחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הינן, על פי שיפוט 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 הינן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הינן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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. 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.