

# חברת החשמל לישראל בע"מ

מעקב | מרץ 2025

## אנשי קשר:

### שיר קהירי

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית  
[shir.k@midroog.co.il](mailto:shir.k@midroog.co.il)

### רוברט אבדלימוב

אנליסט, מעריך דירוג משני  
[robert.a@midroog.co.il](mailto:robert.a@midroog.co.il)

### איריס שדה אור

ראש צוות  
[iris.s@midroog.co.il](mailto:iris.s@midroog.co.il)

### אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (2029, 27, 29, 31-35) שהנפיקה חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" ו/או "החברה") מ-Aa1.il ל-Aaa.il, ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. העלאת הדירוג לאור שיפור מהותי בפרופיל הפיננסי של החברה, יישום נדבך משמעותי של הרפורמה ולאור התמיכה המתמשכת של המדינה בחברה.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג<sup>1</sup>:

שם הסדרה	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
חשמל צמוד 2029רמ	6000186	Aaa.il	יציב	07.05.2029
חשמל אגח 27	6000210	Aaa.il	יציב	12.04.2029
חשמל אגח 29	6000236	Aaa.il	יציב	01.03.2026
חשמל אגח 31	6000285	Aaa.il	יציב	21.09.2031
חשמל אגח 32	6000384	Aaa.il	יציב	22.07.2027
חשמל אגח 33	6000392	Aaa.il	יציב	30.05.2036
חשמל אגח 34	1196781	Aaa.il	יציב	12.06.2033
חשמל אגח 35	1196799	Aaa.il	יציב	12.06.2037

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב שהנפיקה החברה נקבע על פי גישת מידרוג לדירוג מנפיק קשור למדינה (Government Related Issuer – GRI), אשר כושר החזר האשראי שלו מצוי בזיקה גבוהה מאוד לזה של המדינה, ונגזר בהתבסס על הערכת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA), וזאת כפי שמתואר במתודולוגיה של מידרוג לדירוג מנפיק הקשור למדינה.

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית, הפועלת לאורך כל שרשרת החשמל בישראל (ייצור, הולכה, חלוקה ואספקה), וכן בעלת רישיון ספק שירות חיוני; (2) חשיבותה הגבוהה של החברה לתפקוד משק החשמל בישראל, המתבטאת, בין היתר, בתמיכת המדינה בפעילות החברה לאורך השנים; (3) התמיכה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג; (4) ביום 27.10.2023 התקבל מכתב מהחשב הכללי לפיו, חברת החשמל הינה תאגיד בשליטה ממשלתית מלאה, המהווה ספק שירות חיוני במשק. בהתאם לכך, כלל גורמי המדינה המוסמכים, ובראשם החשב הכללי במשרד האוצר, מחויבים להבטחת רציפות אספקת האנרגיה במשק, ולאיתנותה הפיננסית של החברה, וליכולתה לשרת את חובותיה בעתות שגרה וחירום; (5) הרפורמה לביצוע שינוי מבני במשק החשמל בכלל ובחברה בפרט<sup>2</sup> (להלן: "הרפורמה"), מאפשרת יצירה של סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך; (6) התקדמות ביישום הרפורמה, הכוללת, בין היתר, את מכירת תחנות הכוח, אשר האחרונה בהן תחנת אשכול ותהליך פרישה של כלל כמות העובדים הקבועים במסגרת הסכם הרפורמה אשר הינה מהותית במסגרת הליך התייעלות; (7) בהתאם למתווה הרפורמה, החברה נמצאת בתהליך בנייה של שתי תחנות כוח בשיטת מחזור משולב (להלן: "מחז"מ" או "מחז"מים"), בהיקף כולל של כ-1,200 מגה-וואט, חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה. ביום 26.01.2025 מחז"מ 70 קיבל רישיון להפעלה מסחרית, כאשר החברה עדכנה את הצפי המשוער להפעלה מסחרית של מחז"מ 80 לחדש אוגוסט 2025; (8) תעריפי החשמל, הנקבעים על ידי רשות החשמל, משיבים באופן כללי את עלויות החברה, אולם לעיתים קיימות מחלוקות בין הרגולטור לבין החברה באשר להיקף העלויות המוכרות, ואף ייתכנו פערי עיתוי בהשבת עלויות החברה; (9) החלטת רשות החשמל לפרוס את החוב הצרכני על פני השנים 2023-2025, באמצעות עדכון התעריף, בעקבות העלייה החדה במחיר הפחם, כאשר בשנת 2024 הוחלט כי חלק מהתמורה הצפויה ממכירת אשכול יוחסה לסגירת חוב זה; (10) פיזור הולם של אמצעי הייצור ותמהיל הדלקים, הנשען ברובו על ייצור באמצעות גז טבעי ופחם; (11) ריבוי מאגרי הגז מאפשר גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי; (12) שיפור ביחס החוב ל-CAP ל-47.6% נכון ליום 31.12.2024, בהשוואה לכ-50.8% בתקופה המקבילה

<sup>1</sup> לחברה סדרות אג"ח נוספות אשר אינן מדורגות במידרוג: סדרות חשמל דולר 2028רמ וחשמל דולר 2032רמ.

<sup>2</sup> [החלטת ממשלה מספר 3859: "רפורמה במשק החשמל, שינוי מבני בחברת החשמל ותיקון החלטת ממשלה"](https://www.tlv.co.il/press/3859), 03.06.2018.

אשתקד, כאשר יחס זה צפוי להמשיך להשתפר בשנה הקרובה; (13) נכון ליום 31.12.2024 הסתכם ה-EBITDA המתואם<sup>3</sup> של החברה בכ-5.5 מיליארד ₪, בדומה לכ-5.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד; (14) שמירה על מדיניות פיננסית מוגדרת וברורה, הכוללת, בין היתר, יתרת נזילות מינימאלית, קיום מסגרות אשראי בנקאיות חתומות ולא מנוצלות, וכן שמירה על גיוון מקורות מימון ונגישות פיננסית הולמת לספקי אשראי. נכון ליום 31.12.2024 סך היתרות הנזילות של החברה הסתכמו בכ-5.7 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות ממספר בנקים, בסכומים מהותיים; (15) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. חשיפה זו נובעת בעיקר בשל מגמות המעבר לאנרגיה ירוקה והחשיפות הפיננסיות והרגולטוריות הנגזרות מהן, זאת לצד החשיפה הכרוכה בפעילות תחנות הפחם של החברה, אשר צפויות להיות מוסבות לייצור בגז עד לשנת 2026<sup>4</sup>. בנוסף, מידרוג מעריכה כי החברה חשופה לסיכונים חברתיים. בפרט, להערכתנו, התעניינות ציבורית ופוליטית הנוגעת לייצור חשמל באמצעות פחם, תרמה להחלטה להאיץ את תאריך היעד להסבת התחנות הפחמיות משנת 2030 לשנת 2026. כמו כן, מבחינת ממשל תאגידי, בחוות הדעת בדוחותיה הכספיים של החברה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי ליום 31.12.2024, נמצאה הבקרה הפנימית כלא אפקטיבית בשל חולשה מהותית, כמפורט בהמשך.

נוכח הזיקה הגבוהה בין המדינה לבין חח"י, לרבות השפעתה הגבוהה של הממשלה על הכנסות החברה באמצעות קביעת תעריפי החברה וכן על התוכנית האסטרטגית של החברה ותוכנית ההשקעות שלה, מידרוג מעריכה כי הערכת האשראי הבסיסית של החברה (BCA) הינה בעלת חשיבות נמוכה להערכת סיכון האשראי שלה. בהתאם לכך, הערכת מידרוג לסיכון האשראי של חח"י מתבססת על הערכת מידת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה במידת הצורך.

נוכח מעמד החברה כזרוע ביצועית ליישום מדיניות הממשלה, וכן בשל מעורבותה הגבוהה של המדינה בקבלת ההחלטות בחברה בנושאי אסטרטגיה, תקציב, פיתוח, מימון וכיו"ב, לצד חשיבותו המקרו כלכלית וחיוניותו של מערך ייצור, הולכת ואספקת חשמל לתפקודו התקין של המשק, אנו מעריכים כי הסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך הינה גבוהה מאוד, וכן כי הסבירות להעדפת המדינה לפרוע את חובותיה על פני חובות החברה הינה נמוכה. עם זאת, יש לציין, כי במידה ותחול הרעה באיתנותה הכלכלית של מדינת ישראל<sup>5</sup>, תגדל הסבירות שהמדינה תעדיף לפרוע את התחייבויות המדינה על פני התחייבויות החברה. נציין, כי לא קיימת מחויבות חוקית לתמיכת המדינה בחברה, אולם המדינה תמכה בעבר בהעמדת ערבויות לטובת גיוס חוב של החברה ובנוסף ביום 27.10.2023 התקבל מכתב מהחשב הכללי לפיו, חברת החשמל הינה תאגיד בשליטה ממשלתית מלאה, המהווה ספק שירות חיוני במשק. בהתאם לכך, כלל גורמי המדינה המוסמכים, ובראשם החשב הכללי במשרד האוצר, מחויבים להבטחת רציפות אספקת האנרגיה במשק, ולאיתנותה הפיננסית של החברה, וליכולתה לשרת את חובותיה בעתות שגרה וחירום. נציין, כי שחיקה בהערכת מידרוג את הקשר בין המדינה לחח"י, עלולה להוביל לפגיעה בדירוג.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במנגנון התאמת התעריפים, בנזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה ובחשיבותה הגבוהה למשק ובקשר עם המדינה.

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס

<sup>3</sup> רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לא כולל הכנסות והוצאות אחרות, תוצאות הסכם הרפורמה והוצאות בקשר עם התחייבויות לפנסיונרים וכולל התאמות של הפקדות לתוכניות פנסיה לעובדי החברה.

<sup>4</sup> בהתאם לדיווחי החברה, עמידה ביעד שנקבע לסוף עידן השימוש בפחם בשנת 2026 תלוי בכך שגנה תאשר הסבה של יחידות 5-6 באורות רבין. ככל שהדבר לא יתאפשר, יידחה המועד למרץ 2027.

<sup>5</sup> מדינת ישראל מדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa1 באופק שלילי.

בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).<sup>6</sup>

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה במסגרת התעריף.
- שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה, לרבות עלייה בשיעור המינוף ושחיקה של יחסי הכיסוי.
- אי-שמירה על רמת נזילות מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות והפירעונות הצפויים.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### תמיכת המדינה והתלות הגבוהה בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והן מהוות יסודות משמעותיים בדירוג. התלות בין החברה למדינה מתבטאת בסיכוני אשראי דומים הכוללים, בין היתר, חשיפה למשברים גאו-פוליטיים והישענות על מקורות הכנסה זהים (כלל המשק הישראלי), כאשר החברה נמצאת בבעלות כמעט מלאה של המדינה (כ-99.85%). הערכתנו לתמיכה הגבוהה מאוד מצד המדינה, נגזרת בראש ובראשונה מחיוניות פעילות החברה להתנהלות התקינה הכלכלית של המשק, בהיותה ספק שירות חיוני, זאת לצד היסטוריית תמיכה מצד המדינה. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות בין המדינה לחברה, עלולה להוביל לפגיעה משמעותית בדירוג. להערכתנו, הקשר היעיל בין רשות החשמל לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, בפרט לאור יישומה המוצלח של הרפורמה לאחר אישורה, יוצר סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך.

#### לחברה חשיבות עליונה בתפקודו התקין של משק החשמל, לצד צמצום נתח השוק שלה במקטע הייצור והאספקה

חח"י הינה חברה ממשלתית ונכון למועד הדוח, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת חשמל במדינת ישראל. החברה הוכרזה על ידי הממונה על התחרות כמונופולין לאורך שרשרת החשמל בישראל (ייצור, הולכה, חלוקה ואספקה). החברה מהווה מונופול טבעי במגזרי ההולכה והחלוקה והינה בעלת רישיון ספק שירות חיוני. יחד עם זאת, עם כניסתם של יצרני חשמל פרטיים, חלה ירידה בנתח השוק של החברה במגזר הייצור. בהתאם לנתוני רשות החשמל<sup>7</sup>, נכון לשנת 2023 כושר הייצור המותקן של החברה עמד על כ-46% מכלל כושר הייצור במשק, בהשוואה לכ-51% בשנת 2022. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים ל-31.12.2024 ירד נתח הייצור של החברה לכ-41% מכלל הייצור המשק.

בהתאם להערכות רשות החשמל, כושר הייצור המותקן של החברה מכלל כושר הייצור במשק צפוי לעמוד על כ-38% בשנת 2025. במסגרת הרפורמה בחשמל, אשר מקדמת המדינה, צפויה החברה להתמקד במקטע רשת ההולכה והחלוקה של החשמל, כאשר במגזר הייצור נתח השוק של החברה צפוי להוסיף ולקטון בשנים הקרובות, זאת בשל המשך כניסתם של אמצעי ייצור נוספים למגזר הייצור, לצד הרפורמה במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל בפרט. בנוסף, בהתאם למתווה הרפורמה, החברה לא תתחרה במקטע האספקה לצרכני מתח גבוה, עליון, ועל עליון, כאשר לאחר 5 שנים הנושא ייבחן שנית על ידי המדינה בהתאם לתנאי התחרות במשק. בנוסף, במקטע האספקה לצרכני מתח נמוך יפתח באופן הדרגתי, כאשר החברה תהיה רשאית להתחרות רק כאשר נתח השוק שלה ירד מתחת ל-60% מכלל צרכני מקטע זה, בהתאם לאסדרה שתקבע. בשנת 2023 נתח השוק של החברה היווה כ-67% מהצריכה המשקית<sup>8</sup>. בנוסף, ביום 07.05.2024 חתם שר האנרגיה והתשתיות על רישיון הולכה ואגירה חדש לחברת החשמל למשך 20 שנים, הרישיון מסדיר את פעילות החברה כבעלים של מערכת המסירה והאחריות להקמה, תחזוקה ופיקוח על מערכת המסירה, לתכנון הנדסי מפורט של מערכת ההולכה וההשגאה בהתאם להוראות הרישיון וכן לתפעולה בהתאם להסכמים שייחתמו עם מנהל המערכת. להערכת מידרוג, קבלת הרישיון מחזק את מעמד החברה בתחום.

<sup>6</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג.

<sup>7</sup> דוח מצב משק החשמל לשנת 2023.

<sup>8</sup> לא כולל ייצור עצמי של יצרני מתח גבוה ונמוך.

## התקדמות ביישום מתווה הרפורמה במשק החשמל

הרפורמה במשק החשמל כפי שאושרה בהחלטות הממשלה בנושא, כוללת, בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי של חח" במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח" כבעלת רישיון ספק שירות חיוני. כפועל יוצא, החברה תישאר מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. אחד הנדבכים המרכזיים ברפורמה כולל, בין היתר, מכירה של 19 יחידות ייצור ב-5 אתרים: אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (באופן חלקי) ואשכול, בהספק כולל של כ-4,500 מגה-וואט, המהווים כשליש מיכולת הייצור של החברה. במסגרת זו, וכחלק מתהליך מכירת תחנות הכוח, במהלך חודש יוני 2024 לאחר מכירתה של תחנת הכוח אשכול לחברת דליה חברות אנרגיה בע"מ. כך שמכירת תחנות הכוח הושלמה, למעט רידינג שמיועדת ככל הנראה לגריטה ומכירה.

ביום 05.11.2021 אישרה הכנסת בקריאה שניה ושלישית, את התוכנית הכלכלית ("חוק ההסדרים"), הכוללת, בין היתר, החלטות לשם היערכות למניעת פגיעה באספקת החשמל באזור גוש דן, ובכללן החלטות הדוחות את מועדי סיום הפעלת אתר רידינג ואת הקפאת הקמת שתי יחידות הייצור במחזור משולב באתר, בהתאם להחלטת הממשלה בנושא הרפורמה. בסוף חודש ספטמבר 2022 הושבתו יחידות הייצור ברידינג, לשם הסרת אסבסט וביצוע פעולות שדרוג. ביום 30.01.2024 הודיע שר האנרגיה והתשתיות על החלטה להפסקת ייצור החשמל באתר רידינג, כאשר חלק משטחה ישמש את משק החשמל לצרכים ירוקים כגון הקמת מתקני אגירה וכבל הולכת חשמל תת ימי. לדברי החברה, צפוי להתקיים משא ומתן על מנת להבטיח החזר עלויות ותשלום הוגן לשווי קרקע בהתאם לייעודי הקרקע העתידיים. כמו כן, תתבצע הכנת האתר למכירה וגריטת היחידות, כאשר נכון למועד המעקב, היחידות באתר מושבתות וממתינים להסדרת הנושא. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הסדרת מכירת אתר רידינג.

בנוסף, במהלך שנת 2021 מקטע אספקת החשמל נפתח לתחרות<sup>9</sup>, כאשר גם מספקי חשמל פרטיים, שאינם בעלי אמצעי ייצור, החלו למכור שירותי אספקת חשמל לצרכן. ביום 07.09.2022 פרסמה רשות החשמל החלטה בנושא מודל שוק בחלוקה אשר מסדירה את פעילותם של מתקני הייצור המחוברים ברשת החלוקה, ובפרט את אפשרותם למכור חשמל בעסקאות בילטרליות למספקים פרטיים ללא אמצעי ייצור החל משנת 2024. החלטה זו צפויה להביא לצמצום נוסף בנתח השוק של החברה במקטע האספקה. חרף זאת, פעילות זו מהווה נתח שולי מהכנסות החברה ולהערכתנו, התחרות לא צפויה להשפיע באופן מהותי על הפרמטרים הפיננסיים של החברה.

בד בבד, בהתאם לרפורמה, במסגרת תהליך ההתייעלות, נכון ליום 31.12.2024 פרשו כלל העובדים הקבועים בפרישה מוקדמת (1,803 עובדים במצטבר), וכלל העובדים להסכם קיבוצי מיוחד (200 עובדים במצטבר). ביום 03.11.2024 נחתם הסכם קיבוצי מיוחד בין החברה לבין הסתדרות העובדים הכללית החדשה, וועד העובדים הארצי של עובדי חברת החשמל, לפרישתם של 300 עובדים נוספים, שיפרשו מהחברה במהלך שנת 2025 ועד מאי 2026, בתנאים דומים להסכם הרפורמה ובהתאמות הנדרשות לעניין תוספת קצבת רפורמה.

להערכת מידרוג, יישום מתווה הרפורמה והשינוי המבני בחברה, מהווים אתגר משמעותי עבור משק החשמל והחברה כאחד. יישום הרפורמה משפיע באופן מהותי על פעילות החברה ומוביל לסביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך, תוך שיפור איתנותה הפיננסית וגמישותה התפעולית של החברה.

## המשך הקמת המחז"מים והסבת 6 יחידות ייצור בפחם לגז, מקדמות הפחתה הדרגתית בשימוש בפחם

בהתאם למתווה הרפורמה, החברה תקים שני מחז"מים, בהיקף כולל של כ-1,200 מגה-וואט, בעבור חברת הבת "נתיב האור אורות רבין בע"מ", חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח אורות רבין בחדרה (בהיקף כולל של כ-1,440 מגה-וואט). מלחמת חרבות ברזל הובילה לעיכובים בהקמת המחז"מים, כאשר ביום 26.01.2025 מחז"מ 70 קיבל רישיון להפעלה מסחרית, והחברה עדכנה את הצפי המשוער להפעלה מסחרית של מחז"מ 80 לחודש אוגוסט 2025. בהתאם לנתוני רשות החשמל<sup>10</sup>, לאחר השלמת הקמת המחז"מים, אשר צפויה להסתיים במהלך שנת 2025, נתח השוק של החברה במגזר הייצור צפוי לעמוד על כ-38% מסך היכולת המותקנת של כלל המשק בשנת 2025, זאת בהשוואה לנתח שוק של כ-46% בשנת 2023. בהקשר זה, נציין כי מדיניות הפחתת ייצור החשמל

<sup>9</sup> רשות החשמל: פתיחת מקטע אספקת החשמל לצרכן לתחרות.

<sup>10</sup> החלטה מספר 63704: מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה.

<sup>11</sup> דוח מצב משק החשמל לשנת 2023.

באמצעות פחם צפוי להימשך, כאשר עד לסוף שנת 2026 צפוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל<sup>12</sup>. בנוסף, בהמשך לפרויקט הסבת היחידות הפחמיות של יחידות 1-4 בתחנת הכוח רוטנברג ויחידות 5-6 בתחנת הכוח אורות רבין, ביום 04.02.2025 התקבל אישור הפעלה זמני להפעלה מסחרית ליחידה 1, כאשר החברה פנתה בבקשה לתיקון רישיון הייצור עקב השלמת הליך ההסבה לגז. עבור יחידה 2 הושלם פרויקט ההסבה אך טרם התקבל אישור להפעלה מסחרית, כאשר המועד שנקבע על פי ההיתרים להפעלה מסחרית הינו ביום 30.09.2024. המועדים אשר נקבעו להפעלה מסחרית של יתר היחידות הפחמיות המוסבות במסגרת ההיתרים הינם ביום 30.09.2025, 30.03.2026, 30.03.2026 ו-30.09.2026 עבור יחידות 4,3 בתחנת הכוח רוטנברג ויחידות 6,5 בתחנת הכוח אורות רבין<sup>13</sup>, בהתאמה.

כמו כן, ביום 25.01.2023 פרסמה רשות החשמל החלטה המאפשרת לחברה להקים מתקני אגירה עד שנת 2030 בתחומי תחנות המשנה ובכפוף לקבלת רישיון אגירה. ביום 26.09.2023 פרסמה החלטה לפריסת 5 המתקנים הראשונים שיוקמו בתחומים שבבעלות החברה, אשר יאפשרו הורדת הגודש ברשת וכן חיבור מתקנים נוספים באנגריות מתחדשות בדרום הארץ. ביום 30.01.2025 פרסמה החלטה נוספת אשר קובעת את תכנית הפריסה להקמת עשרה מתקני אגירה נוספים בתחומים של החברה, כך שבמצטבר, ככל והתכנית תיושם במלואה, יוקמו מתקני אגירה בהספק מותקן מצטבר של כ-150 מגה-וואט וקיבולת מצטברת בגובה 600 מגה-וואט שעה.

### עדכונים בתעריף החשמל וברגולציה

הכנסות החברה מבוססות על תעריף החשמל אשר גובה החברה מהצרכנים, בהתאם לחוק משק החשמל, כאשר תעריפי החשמל ודרכי עדכוןם נקבעים על ידי רשות החשמל. תעריף החשמל אמור לכסות את כלל העלויות הדרושות לחברה למילוי חובותיה כספק שירות חיוני, בכפוף לבקרת עלויות (עלויות דלקים, תפעול ותחזוקה, פחת, מימון ותשואה על ההון). עדכון התעריף מבוצע בתדירות שנתית ובנוסף מבוצע עדכון שוטף בעת הצורך. אחת למספר שנים הרשות קובעת "בסיס תעריף", המשקף את המתודולוגיה לקביעת ועדכון התעריף. בסיס תעריף למקטע הייצור נקבע ביום 09.01.2023 לשנים 2022-2027. בשנים 2022-2023 עלתה העלות המוכרת לתעריף החשמל לפי מקטעים בעיקר בשל העלייה במחירי הפחם בעולם ובשל סיום ההכרה בתקבולים ממכירת תחנות הכוח חגית מזרח ורמת חובב. בסיס תעריף למקטעי רשת נקבע ביום 08.01.2018 עבור השנים 2018-2022, כאשר למועד הדוח טרם פרסם בסיס חדש. כמו כן, תעריף החשמל לצרכן הביתי עודכן מספר פעמים במהלך השנים 2022-2023, בעקבות שינויים משמעותיים במחירי הפחם ובמחירי הבלו על הפחם. בחודש ינואר 2023 עלה התעריף לצרכן ביתי ממוצע בכ-8.2%, בחודש פברואר 2023 עליה זו הופחתה בכ-1.5% בשל הפחתת הבלו על הפחם ובחודש אפריל 2023 חלה הפחתה נוספת של כ-2.4%, אשר נבעה בעיקר בשל ירידת מחיר הפחם בעולם. ביום 19.01.2024 בוצע עדכון לתעריף<sup>13</sup> לשנת 2024, כאשר התעריף לצרכן ביתי עלה בכ-2.6%, אשר נבע, בין השאר, מדחיית הכנסות בגין חובות עבר לרבות חוב הפחם, גריטת מונים רגילים ומקדמה בגין עלויות הסבת יחידות פחמיות לשימוש בגז טבעי באתר רוטנברג. ביום 29.12.2024 פרסמה החלטה לעדכון תעריפי החשמל<sup>14</sup> לשנת 2025 כאשר התעריף לצרכן ביתי עלה בכ-3.5%, אשר נבע, בין השאר, מסביבה מקרו כלכלית מאתגרת, הימצאותה של ישראל במלחמה והצורך הגובר בפיתוח תשתית משק החשמל. בנוסף, בחודש אפריל 2024 פרסמה רשות החשמל החלטה<sup>15</sup> במסגרתה בוצעו תיקונים, עדכונים ושינויים באמות המידה בכדי לאפשר ניוז צרכנים ביתיים ללא מונה חכם למספקים פרטיים.

כמו כן, ביום 04.09.2024 פרסמה רשות החשמל החלטה לשימוע להתייחסות הציבור לקביעת תקרת מחיר מקסימלי על תעריפי ההגנה המשולמים ליצרנים, זאת במטרה ליצור מחירים תחרותיים והוגנות בתחרות המתפתחת בשוק החשמל בישראל. בהתאם לשימוע, רשות החשמל ניטרה את פעילות היצרנים בשוק, ובפרט בחנה את הצעות המחיר של היצרנים למנהל המערכת. כאשר ביום

<sup>12</sup> עקרונות מדיניות - הפסקה של השימוש בפחם במקטע הייצור במשק החשמל בשגרה - עד לשנת 2026.

<sup>13</sup> רשות החשמל - עדכון שנתי לתעריף החשמל 2024.

<sup>14</sup> רשות החשמל - עדכון שנתי לתעריף החשמל 2025 לצרכני חברת חשמל.

<sup>15</sup> החלטה מס' 68807 - תיקונים עדכונים ושינויים אמות מידה - שילוב מונים בסיסיים בתחרות באספקה.

12.02.2025 פרסמה רשות החשמל החלטה לקביעת תעריף מפוקח לתשלומים הנוספים באסדרת השוק<sup>16</sup>, עד חודש יולי 2029, ככל ולא תקבל החלטה אחרת קודם לכן.

בנוסף, במסמך מיום 29.08.2024 פנה מנהל המערכת בהליך שיתוף ציבור בנושא עדכון שיטת חישוב מחיר השוק בשיטת SMP. בכוננת נגה, להיערך ליישום המודל החדש עד לסוף שנת 2024 ולהתחיל ביישומו בפועל בשנת 2025. על פי נגה, אחד האתגרים בשוק החשמל הוא ריבוי רגולציות של הפעלת יחידות ייצור של יצרנים פרטיים לצד הפעלת יחידות ייצור של חח"י בכל הנוגע לפעילותה במקטע הייצור, כאשר בשיטה הנוכחית מחיר ה-SMP אינו משקף במדויק את עלות השוק המצטברת. בנוסף, שיטת החישוב החדשה צפויה להתחשב בגידול ניכר בייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, מתקני אגירה ועוד. שינוי השיטה חשוב הן לשוק הייצור הסיטונאי והן לשוק האספקה, כאשר מחיר ה-SMP מהווה בסיס לקביעת מחיר החשמל בשווקים אלה.

### מתווה הסכמות לסילוק כלל חובות חברת חשמל מזרח ירושלים והרשות הפלסטינית

החברה הגיעה למתווה הסכמות לסילוק כלל חובות חח"י ורש"פ בסך כולל של כ-1.1 מיליארד ₪, סכום זה מהווה תשלום מלא קרן חוב העבר והחוב השוטף (עד וכולל חודש נובמבר 2024), וכן תשלום של רוב ריביות הפיגורים מסך הריביות המגיעות לחברה בהתאם לשיעורים שנקבעו על ידי החשב הכללי שנצברו עד ליום 29.12.2024. מתווה ההסכמות אושר בדירקטוריון החברה ולאחר מכן על ידי ועדת השרים לענייני ביטחון לאומי. התשלום המלא בהתאם למתווה, בסך כ-1.1 מיליארד ₪ הועבר לחברה ביום 22.01.2025.

### שיפור בפרמטרים התזרימיים וביחסי הכיסוי של החברה בשנת 2024 ובשנים הבאות

הכנסות החברה בשנת 2024 צמחו בכ-6.1% ביחס לשנה הקודמת וזאת, בין היתר, בשל העלייה בתעריף בשנת 2024, אשר מקוזזת בירידה בכמות החשמל הנמכרת. בד בבד, סך עלות הדלקים של החברה הצטמצמה באופן מהותי מכ-7.5 מיליארד ₪ בשנת 2023 לכ-6.3 מיליארד ₪ בשנת 2024, קיטון של כ-16%, הנובע בעיקרו מירידה בייצור ובמחירי הפחם מול התקופה המקבילה אשתקד. נציין, כי נכון ליום 31.12.2024 רכישות הפחם היוו כ-46% מסך עלות הדלקים של החברה, לעומת כ-55% בשנת 2023. נכון ליום 31.12.2024 הסתכם ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-5.5 מיליארד ₪, בדומה לכ-5.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה בהיקף ה-EBITDA נזקפת לגידול בעלות הפעלת מערכת החשמל, אשר עמדה על כ-22.8 מיליארד ₪ נכון לסוף שנת 2024, לעומת כ-21.0 מיליארד ₪ בשנה הקודמת. הגידול בעלות החשמל הינו על רקע העלייה בסעיף רכישות החשמל, סך הוצאות רכישות החשמל הסתכמו לכ-9.8 מיליארד ₪ בשנת 2024, לעומת 6.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, הוצאות גדלו בעיקר מעלייה במחיר רכישות החשמל שנרכש ממנהל המערכת נטו וכן מגידול בכמויות החשמל שנרכשו, בין היתר, כתוצאה ממכירת תחנת הכוח אשכול. לאור העלייה בהכנסות כתוצאה מעדכון התעריף לצרכן והפעלתם המסחרית של שני המחז"מים החדשים, אנו מעריכים כי החל משנת 2025, צפויה עליה משמעותית בפרמטרים הפיננסיים. ביתר פירוט, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 6.5-7.0 מיליארד ₪ בשנת 2025 ובטווח שבין 8.5-8.0 מיליארד ₪ בשנים 2026-2027. במקביל לכך, בשנת 2025 יחס החוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווחים שבין 5.5-6.0. לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים, בשנים 2026-2027, צפוי היחס להשתפר ולנוע בטווחים שבין 4.5-5.0, בהתאמה.

### צפי לשיפור מהותי ביחס המינוף חוב ל-CAP בשנים הקרובות

החוב הפיננסי (ברוטו) של החברה הסתכם בכ-42.5 מיליארד ₪ בשנת 2024, זאת בהשוואה לכ-45.2 מיליארד ₪ בשנת 2023 וכ-42.8 מיליארד ₪ בשנת 2022. הירידה בהיקף החוב בשנת 2024 נבע, בין היתר, מפירעון חובות בהיקף כ-6.6 מיליארד ₪ והתקבולים בגין מכירת תחנת אשכול. הגידול בחוב בשנת 2023 נבע, בין היתר, מגיוסי חוב של כ-6.6 מיליארד ₪, כאשר מתוכם הוקדמו משנת 2024 גיוסים של כ-3.0 מיליארד ₪ כתוצאה מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל". כמו כן, הגידול בחוב בשנת 2022 נבע מגיוסי חוב מהותיים בסך של כ-7.9 מיליארד ₪, אשר בוצעו בעיקר לנוכח העלייה החדה במחירי הפחם בשנה זו. בהקשר זה, נציין כי אנו מעריכים שסיום יישומו של מתווה הרפורמה, לצד ביצוע הסדר נכסים בין החברה למדינה, רשות מקרקעי ישראל ועיריית ת"א, צפויים לצמצם את

<sup>16</sup> החלטה מס' 70502 מיום 12.02.2025 קביעת תעריף מפוקח לתשלומים הנוספים באסדרת השוק, ליצרנים המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה הפועלים לפי סימנים גו והו באמות המידה.

החוב הפיננסי של החברה, תוך שמירה על יציבות בהוצאות המימון. יחס החוב ל-CAP נכון ליום 31.12.2024 עמד על כ-47.6%, בהשוואה לכ-50.8% בתקופה המקבילה אשתקד.

היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) צפוי לנוע בטווח שבין 7.5-8.0 מיליארד ש"ח בשנים 2025-2026, ולאחר מכן צפוי לעמוד על ממוצע שנתי של כ-7.4 מיליארד ש"ח. להערכת מידרוג, החברה תגייס חוב נוסף בסכומים הנעים בטווח שבין 1.7-2.2 מיליארד ש"ח בכל שנה בין השנים 2025-2026, סכומים אשר הינם נמוכים ביחס להיסטוריית הגיוסים של החברה בשנים האחרונות, וזאת לאור התקבולים ממכירת תחנת אשכול. נדגיש כי בשנת 2028, להערכתנו, תגייס החברה חוב בהיקף מהותי בטווח שבין 7.0-8.0 מיליארד ש"ח, הגיוס הינו על רקע פירעון סדרת אג"ח חשמל דולר 2028 בהיקף של כ-3.7 מיליארד ש"ח. נציין, כי תרחיש הבסיס של מידרוג מניח חלוקת דיבידנדים לממשלה בטווח שבין 1.2-1.5 מיליארד ש"ח בכל שנה החל משנת 2027. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב הפיננסי (ברוטו) צפוי לנוע בטווח שבין 40-42 מיליארד ש"ח לשנים 2025-2026, כאשר יחס המינוף חוב ל-CAP, צפוי להשתפר בשנה הקרובה ולנוע בטווח שבין 43.5%-45.0%.

### מדיניות פיננסית הכוללת שמירה על יתרות נזילות מספקות

נכון ליום 31.12.2024 סך היתרות הנזילות של החברה הסתכמו בכ-5.7 מיליארד ש"ח, זאת בהשוואה לכ-2.8 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ממספר בנקים<sup>17</sup> בסכומים מהותיים. יתרת המזומנים של החברה משקפת את החלטת הדירקטוריון בקשר עם כרית ביטחון שלא תפחת מ-3.0 מיליארד ש"ח, מתוכה יתרת מזומנים והשקעות לטווח קצר שלא יפחתו מ-1 מיליארד ש"ח, בעוד שהיתרה תהא בקווי אשראי מובטחים ולא מנוצלים בעלי תוקף ארוך משנה. רמת נזילות החברה משקפת את יישום החלטת הדירקטוריון ומדיניותה הפיננסית, באופן עקבי. להערכתנו, יחס המקורות לשימושים של החברה, אשר עמד על 1.1 בשנת 2024, צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.2 בשנתיים הקרובות, וזאת, בין היתר, עקב השקעות CAPEX מהותיות.

### שיקולים מבניים

להבטחת התחייבויות החברה בקשר עם אגרות החוב שהונפקו בארץ ובחו"ל, שיעבדה החברה את כל רכושה (כולל רכוש בהקמה) הניתן לשעבוד על פי דין וכל זכויותיה לגבי רכוש זה מכל סוג ומין שהם, הקיים כיום ואשר יהיה בעתיד, ובכלל זאת את כל אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג, בשעבוד צף שווה דרגה עם כל השעבודים הצפים האחרים שנוצרו על ידי החברה (פרי פוס) לסכומי ההתחייבויות כפי שיהיו מובטחים, מזמן לזמן, על ידי כל אחד משעבודים אלו. בנוסף, להבטחת התחייבות נוספות של החברה, שאינן מדורגות על ידי מידרוג, יצרה החברה שעבודים קבועים לטובת מלווים שונים על 6 מערכות הפחתה קטליטיות-סלקטיביות (SCR) שנרכשו על ידי החברה מחברת BNG להתקנה בתחנת הכוח "אורות רבין" ובתחנת הכוח רוטנברג, וכן על תוספת קיטורית שנרכשה על ידי החברה מחברת Doosan עבור טורבינת גז באתר חנית.

מידרוג בחנה את מבנה מאפייני השעבודים לטובת אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג, אשר לטובתן שיעבדה החברה בשעבוד צף את כל רכושה (כולל רכוש בהקמה), וכן את מאפייני הנכסים בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019", ורואה בהם בטוחות ברמת מורכבות גבוהה. לאחר בחינת טיב הבטוחה, לרבות קיומם של שעבודים נוספים קבועים בדרגה ראשונה, בהיקף שאינו מהותי ביחס לכלל נכסי החברה ובעיקר לאור מבנה החוב אשר מובטח במלואו, להערכת מידרוג, אין מקום למתן הטבה או הרעה דירוגית לסדרות המדורגות על ידי מידרוג.

### שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. חשיפה זו נובעת בעיקר בשל מגמות המעבר לאנרגיה ירוקה והחשיפות הפיננסיות והרגולטוריות הנגזרות מהן, זאת לצד חשיפה הכרוכה בפעילות תחנות הפחם של החברה, אשר צפויות להפסיק את הייצור בפחם עד לשנת 2026. סיכון זה ממותן ברובו, וזאת לאור התוכניות להסבת הייצור בתחנות אלו לגז טבעי. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את התלות בגז.

<sup>17</sup> תוקף המסגרות הנ"ל הינו לתקופה של יותר משנה.



נציין, כי בחלק מהתחנות תישמר האפשרות לייצור בפחם, לטובת שמירה על יתרות אנרגטיות בשעת הצורך. כמו כן, פעילות זו מגובה בתמורה כספית תחת מנגנוני שיקום עלויות מטעם המדינה. בנוסף, לפי הדוח השנתי<sup>18</sup> של מרשם הפליטות לשנת 2023, מספר תחנות כוח של החברה מופיעים ברשימת 15 המפעלים שהעלות החיצונית של פליטת חומרים מזהמים לאוויר מהם היא הגדולה ביותר לפי המשרד להגנת הסביבה.

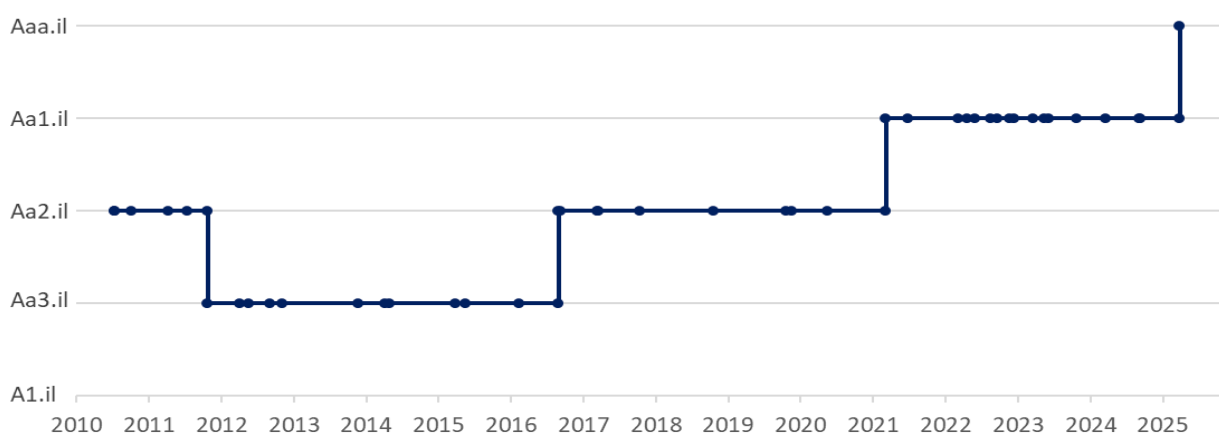
בנוסף, מידרוג מעריכה כי החברה חשופה לסיכונים חברתיים. בפרט, התעניינות ציבורית ופוליטית הנוגעת לייצור חשמל באמצעות פחם, תרמו להחלטה להאיץ את תאריך היעד להסבת התחנות הפחמיות משנת 2030 לשנת 2026. בטווח הקצר-בינוני, הייצור בפחם עלול להגביל את גישת החברה להון בינלאומי כחלק ממגמות של השקעה באנרגיה ירוקה בלבד. בד בבד, לחצים פוליטיים וציבוריים עלולים להביא להשפעות על עדכון התעריף. עם זאת, החברה נהנית מגידול בביקוש עקב הגידול המתמשך באוכלוסיית המדינה ובביקוש לחשמל. עוד נציין, כי לחברה קיים סיכון נוסף ביחס לחוב אפשרי עתידי, הכרוך בהיסטוריה עיכוב תשלומים מייצור חשמל לרשות הפלסטינית ולמזרח ירושלים. להערכתנו, ההסתברות לקרות אירועים של סכסוכי עבודה, אשר אפיינו את החברה בעבר פחתה מהותית, בעקבות ההסכם שנחתם בין החברה, הדירקטוריון ואיגוד העובדים בשנת 2018.

ביחס להיבטי ממשל תאגידי, ביום 04.03.2024 נכנס לתוקף מינוי של מר דורון ארבלי כיו"ר דירקטוריון החברה, לאחר תקופה של כשנתיים וחצי ללא יו"ר. בנוסף, נציין, כי בדוחותיה הכספיים של החברה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי ליום 31.12.2024, נמצאה הבקרה הפנימית כלא אפקטיבית בשל חולשה מהותית, כאשר החברה לא קיימה בקרה אפקטיבית על כך שהזכויות וההטבות אשר לפיהן משולמים תשלומי שכר ופנסיה ונכללות מחיבויות אקטואריות, מאושרות בהתאם להוראות החוק. גילוי בנין החולשה המהותית ניתן לראשונה בדוח בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי לשנת 2009.

### אודות החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ-99.85% ממניותיה<sup>19</sup>). העוסקת בייצור, הולכה ואגירה, חלוקה, ואספקה של חשמל. החברה התאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל. על פי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בנוסף, רשות החשמל מעניקה רישיונות בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים, ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת בין היתר, באמצעות רשות החשמל, בהתאם לסמכויותיה על פי חוק משק החשמל, התשנ"ו 1996, למעלה מ-25 שנים.

### היסטוריית דירוג



<sup>18</sup> מרשם פליטות לסביבה דו"ח שנתי, אוגוסט 2023.

<sup>19</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מוחזקות על ידי בעלי מניות מקרב הציבור.

**דוחות קשורים**

[חברת החשמל לישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, יולי 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

תאריך דוח הדירוג: 31.03.2025

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 11.09.2024

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 14.07.2010

שם יוזם הדירוג: חברת החשמל לישראל בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: חברת החשמל לישראל בע"מ

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).