

רכבת ישראל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2024

אנשי קשר:

שיר קהירי

אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
shir.k@midroog.co.il

איריס שדה אור

ראש צוות, מעריכת דירוג משנית
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

רכבת ישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג סדרה

מידרוג מעלה את דירוג המנפיק ואת דירוג סדרת אגרת החוב (סדרה ג'), שהנפיקה רכבת ישראל בע"מ (להלן: "רכבת ישראל" ו/או "החברה") מ-Aa1.il ל-Aaa.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. העלאת הדירוג נובעת משיפור מהותי בפעילות החברה ובאיתנותה הפיננסית, לאור הסכם ההפעלה והפיתוח החדש מול המדינה, אשר גם מחזק להערכתנו את הזיקה בין החברה למדינה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
רכבת ישר אנח ג	1177625	Aaa.il	יציב	30.06.2031

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג המנפיק ואגרות 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 בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הפעלת מערכי הסעות המונים באמצעות רכבת כבדה בקווים בין-עירוניים ופרבריים, וכן בתחום רשת המסילות הארצית; (2) רכבת ישראל הינה חברה ממשלתית המוחזקת בשיעור של 100% על ידי מדינת ישראל, ומהווה זרוע ביצועית של משרד התחבורה, אשר מהווה ביחד עם משרד האוצר גורם מפקח, הקובע את פעילות החברה; (3) קיום מסגרת רגולטורית ברורה ותומכת, המבוססת על הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, אשר נחתם ביום 31.05.2023 המשפר את איתנותה הפיננסית של החברה; (4) תזרים מזומנים המתאפיין ביציבות ובוודאות גבוהה, לאור מנגנון דמי ההפעלה, המבוסס על "מחוללים" של עלויות נורמטיביות, ומגדר באופן כמעט מלא את החשיפה לסיכונים ביקושים, כך שביצועי החברה אינם משקפים את סיכון האשראי של מחזיקי האג"ח; (5) המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי אינו מבוסס על ביצועי החברה, אלא על כספי מענקים ותקציבים ממשלתיים, המכסים גב אל גב את תשלומי החוב; (6) קושי בביצוע תהליכי התייעלות בחברה הנובע, בין היתר, מקיום ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה. בד בבד, במהלך חודש פברואר 2023 נחתם הסכם שכר חודש מול עובדי החברה; (7) תוצאות הפעילות של החברה נגזרות במידה גבוהה מאוד מהסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, אשר נחתם ביום 31.05.2023; (8) בשנת 2023 חל גידול בהיקף הנסיעות של כ-14% ביחס לשנת 2022, כאשר ברבעון האחרון של שנת 2023 חלה ירידה של כ-38% ביחס לרבעון המקביל בשנת 2022 וזאת בעקבות מלחמת חרבות ברזל. בנוסף, ברבעון הראשון של שנת 2024 חלה עלייה של כ-18% בהיקף הנסיעות בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, כאשר הנסיעות חזרו להיקפן טרום מלחמת חרבות ברזל; (9) להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית. סיכונים אלו עלולים להתממש בחברה בשל סיכונים תאונות בין הרכבת לכלי רכב אחרים או להולכי רגל. גורם נוסף אשר מגדיל את הסיכון החברתי וכן יצר חשיפה שלילית לסיכונים הממשל התאגידי הינו היסטוריית החיכוכים של ההנהלה אל מול ועד העובדים, אשר ממונתגת באמצעות הסכם חדש מול הוועד. להערכת מידרוג, חברה המתבססת על תשלומים המעוגנים בהסכם סובסידיה, ממתנים חלק ניכר מסיכונים ה-ESG.

נוכח הזיקה הגבוהה בין המדינה לבין רכבת ישראל, לרבות השפעתה על התוכנית האסטרטגית של החברה, תוכנית ההשקעות והיכולת לגייס חוב לצורך מימון הפעילות, וכן נוכח הערכתנו כי בשל תלות החברה בתשלומים מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה הינם בעלי השפעה נמוכה על יכולת שירות החוב שלה, מידרוג מעריכה כי הערכת

האשראי הבסיסית של החברה (BCA) הינה בעלת חשיבות נמוכה להערכת סיכון האשראי שלה. בהתאם לכך, הערכת מידורג לסיכון האשראי של רכבת ישראל 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 הרכבות 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 ישראל¹, תגדל הסבירות שהמדינה תעדיף לפרוע את התחייבויות המדינה על פני התחייבויות החברה. נציין, כי לא קיימת מחויבות חוקית לתמיכת המדינה בחברה, אולם מערך ההסכמים בין החברה למדינה מעניק רמת ודאות גבוהה לתזרים המזומנים של החברה ולכושר פירעון החוב שלה. בנוסף, קיימת חשיבות עליונה לקיומו של מקור תקציבי מן המדינה לתשלום מלא של הקרן והריבית לאורך חיי החוב. בהעדר מקור תקציבי שכזה, צפוי דירוג החוב להיפגע באופן משמעותי. שינוי מערך ההסכמים בין המדינה לחברה, באופן אשר יפגע בסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך, עלול להביא לשינוי בדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידורג כי רמת הסיכון בפעילות החברה קטנה באופן מהותי, על רקע מימוש הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה לשנים 2022-2026, אשר משפר את פעילות החברה ואיתנותה הפיננסית תוך שיפור מהותי בהון העצמי. במקביל לכך, אנו מעריכים כי ההסכם החדש מחזק את תמיכת המדינה בחברה בעת הצורך.

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 מידורג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידורג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידורג" (אוקטובר 2023)².

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי במבנה הבעלות בחברה
- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ו/או התלות של המדינה בחברה
- שינוי רגולטורי בקשר עם תמיכת המדינה בחברה, לרבות שינוי אשר עלול להוביל לחשיפתה לסיכון ביקושים משמעותי ו/או לפגיעה מהותית באיתנותה הפיננסית של החברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום פעילותה

רכבת ישראל הינה חברה ממשלתית המוחזקת בשיעור של 100% על ידי מדינת ישראל והינה למעשה זרוע ביצועית של משרד התחבורה בתחום התחבורה הרכבתית בישראל. משרד התחבורה, יחד עם משרד האוצר, מהווה גורם המפקח על פעילות החברה, ומתווה את התוכנית האסטרטגית שלה. בד בבד, תעריפי הנסיעות ברכבת נקבעים ומפוקחים ע"י המדינה באופן מלא. החברה בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הפעלת מערכי הסעות המונים באמצעות רכבת כבדה בקווים בין-עירוניים ופרבריים, וכן בתחום רשת

¹ מדינת ישראל מדורגת על ידי Moody's בדירוג A2 באופק שלילי.

² [הדוח מפורסם באתר מידורג.](#)

המסילות הארציות. רכבת ישראל מנהלת, מתחזקת ומפעילה את רשת מסילות הברזל בארץ ומספקת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות רכבות כבדות. תחום הסעות הנוסעים הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, כאשר בשנים 2021-2023 היווה בממוצע כ-87% מסך הכנסות החברה (כולל דמי הפעלה), בעוד שפעילות הובלת המטענים היוותה כ-10% בתקופה זו (יתר הכנסות החברה נובעות ממגזר הסחר והכנסות אחרות).

הסכם ההפעלה החדש מול המדינה הביא לשיפור איתנותה הפיננסית של החברה, תוך מתן גידור לסיכונים הביקושים

ביום 31.05.2023 חתמה החברה על הסכם הפעלה ופיתוח חדש מול המדינה, לצורך הסדרת סבסוד הפעילות השוטפת ופעילות הפיתוח של החברה עבור השנים 2022-2026. ההיקף הכספי המוערך לתקופת ההסכם הינו כ-16 מיליארד ₪ בגין פעילות הסעת הנוסעים והמטענים שמבצעת החברה. בנוסף, בגין פעילות הפיתוח שבאחריות החברה היא מתוקצבת בהתאם לתוכנית שאושרה, לפי פרויקט ובהתאם לקצב התקדמותו. בהתאם להסכם, התשלומים משולמים לחברה בגין ביצוע מחויבויותיה בשנה מסוימת יכללו: (1) תשלומים בגין הסעת נוסעים בגובה ההפרש בין עלות ההפעלה המוכרת לחברה לבין הכנסותיה ממכירת הסדרי נסיעה. עלות ההפעלה המוכרת מחושבת על פי עלות קבועה ורכיבי עלות משתנים כתלות במספר הרכבות שמופעלות על ידי החברה בפועל, מספר הנוסעים, אורך המסילה ופרמטרים נוספים. בנוסף, החברה זכאית לתמריצים בגין עמידה ביעדי רמת שירות (הגדלת מספר הנוסעים, שביעות רצון הנוסעים ועמידה בלוחות זמנים). מתמריצים אלו מקוזזים פיזיים מוסכמים בגין אי עמידה ברמת השירות, ככל וידרש; (2) תשלומי סובסידיה עבור שירותי הובלת מטענים. הסובסידיה בגין פעילות זו מחושבת בהתאם למשקל/נפח המטען, מרחק ההובלה, איזור השינוע ועוד; (3) מימון פרויקטים שוטפים לשיפור רמת השירות. המימון יבוצע גם מתוך מקורותיה העצמיים של החברה, אשר יבנו מרווחיותה לאורך שנות ההסכם; (4) תשלומים בגין פעילות הפיתוח. התשלומים מבוצעים לאחר שיריון תקציבי ואישור משרד התחבורה. סבסוד החברה צפוי לכסות גם הוצאות בגין שינויים באינפלציה ובשערי החליפין. בנוסף, במסגרת ההסכם, החברה זכאית גם לתשלום רטרואקטיבי בגין שנת 2022 והחודשים הראשונים של שנת 2023. להערכתנו, תנאי ההסכם משפרים באופן מהותי את איתנותה הפיננסית של החברה, בין היתר, על ידי שיפור משמעותי בהון העצמי וביחס המינוף, כמפורט בהמשך, לצד שיפור בהכנסות. נציין, כי בשנת 2023 נחתם הסכם שכר מול עובדי החברה, אשר יהיה בתוקף עד לשנת 2027, ואינו צפוי להשפיע באופן מהותי על תזרימים המזומנים של החברה ולהערכתנו צפוי לייעל את פעילות החברה.

מגמת שיפור בהכנסות החברה וברווחיותה במגזר הנוסעים

רכבת ישראל פועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: הסעת נוסעים, הובלת מטענים, סחר ופיתוח. סך ההכנסות של החברה, אשר הינן לרוב פועל יוצא של הסכם הפיתוח וההפעלה, הסתכמו בכ-3.6 מיליארד ₪ בשנת 2023, עליה של כ-27% לעומת הכנסותיה בשנת 2022 (כ-2.8 מיליארד ₪). העלייה בהכנסות מוסברת על ידי עליה בדמי ההפעלה השוטפים אותם מקבלת החברה מהמדינה בגין ההכנסות מנוסעים במסגרת הסכם ההפעלה ופיתוח, כאשר סכום זה כולל גם תשלום נוסף בגין שנת 2022. הכנסות החברה במגזר הנוסעים הסתכמו בכ-283 מיליון ₪ בשנת 2023, לעומת כ-296 מיליון ₪ בשנת 2022, וזאת על אף הגידול בהיקף הנסיעות. גידול זה מקוזז בשל מעבר לאמצעי סליקה מתקדמים ולגבייה ישירה של משרד התחבורה אל מול הסובסידיה השוטפת. בשנים 2021-2022 חלה התאוששות בהיקפי הנסיעות לאחר פגיעה משמעותית בשנת 2020 בשל משבר הקורונה. בשנת 2023 חל גידול נוסף בהיקף הנסיעות של כ-14% ביחס לשנת 2022, כאשר ברבעון האחרון של שנת 2023 חלה ירידה של כ-38% ביחס לרבעון המקביל בשנת 2022 וזאת בעקבות מלחמת חרבות ברזל. בנוסף, ברבעון הראשון של שנת 2024 חלה עלייה של כ-18% בהיקף הנסיעות בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, כאשר הנסיעות חזרו להיקפן טרום מלחמת חרבות ברזל. נציין, כי בשנת 2023 המגזר הציג EBITDA של כ-273 מיליון ₪, בהשוואה ל-EBITDA של כ-49 מיליון ₪ בשנת 2022, ו-EBITDA של כ-75 מיליון ₪ ברבעון הראשון לשנת 2024. עוד נציין, כי תשלומי דמי ההפעלה לחברה אינם תלויים ברובם במספר הנוסעים אלא, בין היתר, היקף פעילותה, הקילומטראז' הכולל של רשת מסילות הברזל וסך הנסועה. להערכתנו, הסכם ההפעלה והפיתוח החדש מול המדינה שיפר את הכנסות החברה מסובסידיה, לצד צפי לשיפור שוטף הנובע מהעלייה המתמידה בקצב גידול הנוסעים.

³ [החשב הכללי - הסכם הפעלה ופיתוח - רכבת ישראל 2022-2026, מאי 2023.](#)

כמו כן, ההכנסות ממגזר המטענים לשנת 2023 הסתכמו בכ-149 מיליון ₪, לעומת כ-160 מיליון ₪ בשנת 2022. בשנת 2023 החברה הובילה כ-6 מיליון טון לעומת כ-6.6 מיליון טון בשנת 2022. עיקר הקיטון נובע מירידה בהכנסות בגין הובלת מכולות וזאת בשל פתיחת נמלים חדשים ללא גישה מסילתית וירידה ביבוא הסחורות. נציין, כי בשנת 2023 המגזר הציג EBITDA של כ-5 מיליון ₪, בהשוואה ל-EBITDA של כ-82 מיליון ₪ בשנת 2022, ו-EBITDA של כ-20 מיליון ₪ ברבעון הראשון לשנת 2024. להערכת החברה, פעילות המטענים תגדל בשנת 2025 בעקבות פרויקט לחיבור מסילות לנמלים.

להערכת מידרוג, הכנסות החברה חשופות לסיכונים ביטחוניים, בין השאר, נוכח מלחמת חרבות ברזל. סיכונים אלו אף התממשו באופן מסוים, כאשר עם פרוץ המלחמה נסגרו קווים ותחנות רכבת, שהובילו לצמצום השירות הן תחת מגזר הנוסעים והן תחת מגזר המטענים. בנוסף, בתחילת הלחימה חלה ירידה טבעית בביקושים לשירותי החברה, פער אשר הלך והצטמצם עם התמשכותה. כמו כן, התדרדרות במצב הביטחוני עלולה אף לכלול פגיעה פיזית בתשתיות החברה, בצידוד הנייד והקבוע ובמתחמי החברה.

תוכנית ההשקעות ושירות החוב של החברה מתבססים על תשלומי המדינה במסגרת תקציב הפיתוח

לחברה תכנית פיתוח רחבה ומאתגרת, הממומנת במלוואה על ידי המדינה וכוללת פרויקטים מסוגים שונים לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות. תכנית הפיתוח הינה חלק מהסכם ההפעלה והפיתוח החדש של החברה, כאמור לעיל. בהתאם למסגרת הרגולטורית של החברה, הוצאות ה-CAPEX שלה נעשות על בסיס מענקים ותקציבים ממשלתיים, אולם, ייתכן כי הוצאות ה-CAPEX ימומנו, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית) של החברה, ייעשה על בסיס מענקים ותשלומים במסגרת תקציב הפיתוח. בד בבד, נציין כי המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי של החברה אינו מבוסס על ביצועיה, אלא על כספי תקציב הפיתוח, כלומר נובע ממענקים ותקציבים ממשלתיים. עם זאת, החברה מציינת כי היא הפקידה סך של כ-15 מיליון ₪ בחשבון בנק ייעודי אשר משועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג'), ואשר ישמש כ-"קרן שמורה" לטובת תשלום למחזיקי אגרות החוב (סדרה ג').

בשנת 2023 עמד היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) של החברה על כ-4.0 מיליארד ₪, בהשוואה לכ-3.7 מיליארד ₪ בשנת 2022 וכ-3.1 מיליארד ₪ בשנת 2021. נציין, כי ביום 04.11.2021, במסגרת אישור תקציב המדינה, אושרה לחברה מסגרת תקציב בסך של כ-46 מיליארד ₪, לשנים 2021-2026. כאשר עיקר התקציב האמור מיועד למימוש תכנית הפיתוח, לרבות ביצוע פרויקטי הכפלת מסילות החוף והכפלת מסילות נוספות, עוקף לוד, המשך הקו המהיר לירושלים, המסילה המזרחית, מתחמי דיור ותחזוקה, רכש ציוד נייד, התאמת קיבולת ברציפים, שיפור השירות ושדרוג תחנות. תכנית הפיתוח האמורה נכנסה לתוקף רשמי לאחר החתימה על הסכם ההפעלה והפיתוח החדש, כמפורט לעיל.

נוכח הזיקה הגבוהה בין החברה למדינת ישראל, הערכת מידרוג לסיכון האשראי של החברה מתבססת על הסבירות לתמיכת מדינה במידת הצורך

להערכתנו, מידת האוטונומיה האסטרטגית והתפעולית של החברה מצומצמת מאוד, וכן שליטת החברה במצבה הפיננסי נמוכה מאוד. זאת, בשל התלות הגבוהה של פעילות החברה בהכנסות מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה, וכן בשל הישענותה המלאה של תוכנית ההשקעות של החברה, כמו גם שירות החוב שלה, על תשלומים מהמדינה במסגרת דמי ההפעלה. בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, המדינה רשאית להורות על שינויים בתוכנית הפיתוח, בלוחות הזמנים ובתקציב המפורטים בה, לרבות הוספה או גריעה של פרויקטים. כמו כן, בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, החברה אינה רשאית לספק או ליטול כל אשראי (לרבות ערבויות), אלא באישורם של החשב הכללי במשרד האוצר ומנכ"ל משרד התחבורה.

בשל מבנה ההכנסות של החברה, ובפרט מבנה הכנסות החברה תחת הסכם הפיתוח וההפעלה עם המדינה, אנו מעריכים כי ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה, קרי הכנסות מהסעת נוסעים (מכירת כרטיסים), הובלת מסעות ודמי שכירות, הם כשלעצמם בעלי השפעה זניחה על כושר פירעון החוב שלה. לראיה, בשנים 2021-2023 היוו הכנסות החברה בגין דמי הפעלה שוטפים כ-83% מסך הכנסות החברה, בממוצע. זאת ועוד, אנו מעריכים כי היקף ההון העצמי הנמוך ביחס למאזן החברה, אשר עמד ביום 31.03.2024 על

כ-4.3% וכן שיעור הרווחיות הנמוך של החברה, אינם משקפים גם הם את רמת סיכון האשראי של החברה ועל כן הינם בעל השפעה נמוכה על הדירוג. נציין, כי במהלך שנת 2023 חל גידול מהותי בהון העצמי של החברה בעקבות רישום רווח משמעותי מעליית ערך המיוחסת לרכוש קבוע, כתוצאה מתנאי הסכם ההפעלה והפיתוח החדש, אשר הביא את יחס חוב ל-CAP לכ-9% בהשוואה לשנת 2022 אשר עמד על כ-20%.

נוכח הזיקה הגבוהה בין המדינה לבין רכבת ישראל, לרבות השפעתה על התוכנית האסטרטגית של החברה, תוכנית ההשקעות והיכולת לגייס חוב לצורך מימון הפעילות, וכן נוכח הערכתנו כי בשל תלות החברה בתשלומים מכוח הסכם הפיתוח וההפעלה מול המדינה, ביצועיה העסקיים העצמאיים של החברה הינם בעלי השפעה נמוכה על יכולת שירות החוב 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 רכבת ישראל מתבססת על הערכת מידת הסבירות לתמיכת המדינה בחברה במידת הצורך.

חשיבותו המקרו כלכלית וחיוניותו של מערך הרכבות לתפקודו התקין של המשק תומכות בסבירות לתמיכת המדינה בחברה

להערכתנו, נוכח מעמד החברה כזרוע ביצועית ליישום מדיניות הממשלה, וכן בשל מעורבותה הגבוהה של המדינה בקבלת ההחלטות בחברה בנושאי אסטרטגיה, תקציב, פיתוח, מימון וכיו"ב, התרחשות אירוע כשל פירעון של החברה, לצד הימנעות המדינה לתמוך או העדפת התחייבויות המדינה על פני התחייבויות החברה, עלולות להביא לפגיעה תדמיתית משמעותית עבור מדינת ישראל, ולערער את אמון השווקים במדינה. כמו כן, מערך הרכבות ותשתית המסילות הינם חיוניים לפעילות המשק, והינם בעלי חשיבות אסטרטגית ומקרו כלכלית גבוהה. לכן, אנו מעריכים כי אירוע כשל, אשר יש בו בכדי להביא לפגיעה בתפקודו התקין של מערך הרכבות בישראל, עלול להיות בעל השלכות נרחבות על סיכון האשראי של המדינה. אמנם, לא קיימת מחויבות חוקית לתמיכת המדינה בחברה, אך התמיכה השוטפת ומימון פעילות החברה על ידי המדינה מעוגנים בהסכם הפיתוח וההפעלה, אשר נחתם ובאופן סדיר, ומעניק רמת ודאות גבוהה לתזרים המזומנים של החברה ולכוסף פירעון החוב שלה. זאת ועוד, להערכתנו, חוזקם של הסכמים אלו מעיד על החשיבות שרואה המדינה בהבטחת פעילותה השוטפת התקינה של החברה, כמו גם המשך פיתוח התשתיות על ידה.

בהתבסס על האמור, מידרוג מעריכה 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 המדינה, תגדל הסבירות שהמדינה תעדיף לפרוע את התחייבויותיה על פני התחייבויות החברה. כמו כן, קיימת חשיבות עליונה לקיומו של מקור תקציבי מן המדינה לתשלום מלא של הקרן והריבית לאורך חי החוב. בהעדר מקור תקציבי שכזה, צפוי דירוג החוב להיפגע באופן משמעותי. בנוסף, שינוי מערך ההסכמים בין המדינה לחברה, באופן אשר יפגע בסבירות לתמיכת המדינה בחברה בעת הצורך בעתיד, עלול להביא לשינוי בדירוג.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

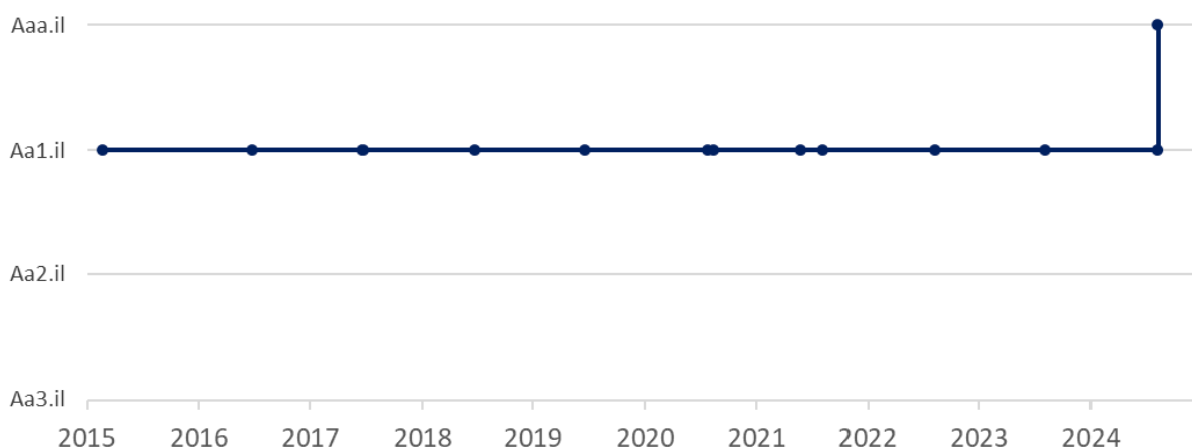
להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה. הנעת הרכבת תורמת לזיהום האוויר ולפליטות גזי חממה. במקביל לכך, מגמת המעבר לאנרגיה ירוקה עלולה ליצור חשיפות פיננסיות ורגולטוריות לחברה. עם זאת, סיכון זה ממותן בחלקו על ידי יישום תכנית החשמול של קווי הרכבת. בנוסף, החברה חשופה לזיהום אוויר שאיננו מגזי חממה, לזיהומי קרקע ומקורות מים ולהזרמת שפכים תעשייתיים למערכת הביוב. סיכונים אלו ממותנים, בין היתר, על ידי בקורות מטעם המדינה, תחנות ניטור, עמידה בחוקים ותקנים רלוונטיים ותוכנית אסטרטגית של החברה לטובת ניהול הסיכון הסביבתי. בד בבד, תואי הרכבת חשוף לסיכונים טבע (כגון רעידות אדמה, שיטפונות וכו'). להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית. סיכונים חברתיים בחברה עלולים להתממש בשל סיכונים תאונות בין הרכבת לכלי רכב אחרים או להולכי רגל. גורם נוסף אשר מגדיל את הסיכון החברתי וכן יוצר חשיפה שלילית לסיכונים הממשל התאגידי הינו קיומו של ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחילוקים עם הנהלת החברה, אשר עלולים לעכב תוכנית התייעלות ופיתוח. יחד עם זאת, חתימת ההסכם הקיבוצי החדש מול העובדים בפברואר 2023, ממתנת את הסיכון. להערכתנו

מידרוג, היותה של החברה מונופול הנסמך על תשלומים המעוגנים בהסכם הסובסידיה, ממתנים חלק ניכר מסיכויי ה-ESG. הרכבת נחשבת תשתית לאומית קריטית, ולכן מלווה על ידי מערך הסייבר הלאומי.

אודות החברה

רכבת ישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית, הנמצאת בשליטתה המלאה של מדינת ישראל ופועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: (1) הסעות נוסעים; (2) הובלת מטענים; (3) השכרה של מתחמי מסחר; (4) פיתוח, ניהול ותחזוקה של תשתית מסילות הרכבת בישראל ושל מערכות וציוד נלווים. פעילותה השוטפת של החברה וכן פעילות הפיתוח שלה מסובסדות על ידי המדינה. במהלך ינואר 1998, התקבלה החלטת ממשלה⁴ המורה על הקמת חברה ממשלתית, וביוני 2003 היא החלה לפעול. לאורך השנים נחתמו מספר הסכמים ומסמכים נלווים וביום 31.05.2023 נחתם בין החברה למדינה הסכם הפעלה ופיתוח חדש, לשנים 2022-2026. הסכמים ומסמכים אלו נועדו להסדיר את היחסים בין רכבת ישראל לבין המדינה, בקשר עם פעילותה השוטפת לרבות תוכניות הפיתוח, וכן להגדיר ולהסדיר את מנגנון דמי ההפעלה לצורך פעילותה השוטפת. בשנת 2012 התקבלה החלטת ממשלה על הקמת שתי חברות בנות, אשר תהיינה בבעלות מלאה של החברה (להלן: "החברות הבנות"). החברות הבנות התאגדו ונרשמו ביום 15.07.2015, ומאז מוחזקות במלואן על ידי רכבת ישראל. חברת רכבת ישראל מטענים בע"מ החלה לפעול ביום 01.10.2016 ואילו חברת פיתוח מתחמי רכבת ישראל בע"מ החלה לפעול ביום 01.01.2017.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רכבת ישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

⁴ החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

מידע כללי

14.08.2024	תאריך דוח הדירוג:
13.08.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
26.02.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רכבת ישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רכבת ישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 גבוה 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, המוצגים, 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 ביועץ 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 מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שביסס 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 כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, 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 ומדויקים. 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 לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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 בזדון 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.