

ענף התחבורה הציבורית

דוח מיוחד - הערת ענף | אפריל 2020

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

מתן וינברג

אנליסט

matan.w@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות

elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

עליה בסיכוני האשראי בענף התחבורה הציבורית כתוצאה מצמצום משמעותי בהיקף

הפעילות בשל התפרצות נגיף הקורונה

מידרוג מעריכה כי המשבר הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה, לצד תקנות שעת חירום שתוקנו על ידי ממשלת ישראל, הכוללות צמצום של פעילות התחבורה הציבורית וביטול מוחלט של תנועת רכבות הנוסעים, עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית. ענף התחבורה הציבורית חשוף להשפעות הקורונה דרך צמצום פעילות יזום כחלק מהנחיות הממשלה, וכן דרך ירידה בביקוש לשירותי תחבורה ציבורית בשל המגבלות על תנועת אזרחים, צמצום הפעילות העסקית במשק, גידול מהותי בשיעורי האבטלה וכן ביטול הלימודים בבתי הספר ובמוסדות הלימוד האקדמיים. כמו כן, עלולים להתעכב פרויקטי תשתיות עקב פעילות מוגבלת של קבלנים זרים. להערכת מידרוג, בטווח המיידי והקצר צפויה ירידה משמעותית בתזרים המזומנים ובהכנסות החברות הפועלות בענף. בשל היותן של חברות אלו מאופיינות בהיקפי השקעה משמעותיים בגיבן הן אינן יכולות לבצע התאמות, הפגיעה בהכנסות מובילה לפגיעה ברווחים ובתשואה להון של החברות בענף. עם זאת, להערכתנו הפגיעה באיתנות הפיננסית של חברות אלו צפויה להיות מתונה יחסית. זאת, בין היתר, בשל ביקושים יציבים באופן יחסי לשירותי תחבורה ציבורית, וכן בשל מבנה ההכנסות המאפיין את החברות הפועלות בענף, אשר כולל רכיב משמעותי של סובסידיות ממשלתיות. כמו כן, חברות בעלות גמישות תפעולית יתרה צפויות להיפגע מהמשבר באופן מתון יותר. מידרוג תמשיך לבחון את ההתפתחויות בקשר עם התפשטות נגיף הקורונה ואופן ההתמודדות של החברות הפועלות בענף, וכן את ההשלכות על דירוגי האשראי של חברות אלו.

נגיף הקורונה התפרץ בסין בחודש דצמבר האחרון. מאז התפשט הנגיף למדינות נוספות רבות בעולם ואף הוכר על ידי ארגון הבריאות העולמי כמגיפה עולמית (Pandemic). התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרת אי-ודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום הפעילות הכלכלית, וזאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף. במהלך חודש מרץ 2020, כחלק מצעדי המדיניות למאבק בהתפשטות נגיף קורונה, החליטה בהדרגה ממשלת ישראל על שורת צעדים והנחיות לצמצום פעילות התחבורה הציבורית בישראל. בהתאם להנחיות משרד התחבורה (הרגולטור בענף התחבורה הציבורית) ולתקנות שעת חירום מיום ה-25.03.2020, צומצם היקף פעילות התחבורה הציבורית עד לכדי כ-25% מהיקף פעילותה הסדירה, והיא הופעלה במתכונת מינימאלית ובאופן המאפשר לספק שירותי תחבורה הכרחיים לעובדים חיוניים. זאת, בין היתר, על ידי הפחתה משמעותית של תדירויות נסיעה וביטול קווי שירות של אוטובוסים רבים. נוסף על כך, בהתאם להוראת שר התחבורה ולהמלצת הרשות הארצית לתחבורה ציבורית, הפסיקה רכבת ישראל ביום ה-26.03.2020 את כלל תנועת רכבות הנוסעים.

ביום ה-19.04.2020, כחלק מהנחיות הממשלה המאפשרות את הגדלת מספר המורשים לצאת לעבודה, החליטה הרשות הארצית לתחבורה ציבורית במשרד התחבורה על הרחבה מסוימת של היקף פעילות הענף באופן מדורג, החל מיום ה-20.4.2020. במסגרת ההרחבה, יתוגברו קווי התחבורה הפעילים (בעיקר כאלו בהם נרשם עומס), וכן יושבו לפעילות חלק מקווי התחבורה אשר פעילותם הופסקה (בעיקר אלו המחברים מוקדי תעסוקה ומרכזים). נכון למועד דוח זה, טרם חודשה פעילות רכבת ישראל.

הפגיעה בפעילות הכלכלית משפיעה לרעה על סיכון האשראי של ענפי פעילות וחברות שונות, אם כי בשלב זה, עדיין מוקדם להעריך את ההשלכות המלאות של התפרצות הנגיף. בסקטור התחבורה הציבורית ניתן לציין מספר גורמים אשר עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של חברות הפועלות בתחום, כמפורט להלן.

פגיעה מיידיית בהכנסות החברות, הממותנת באופן חלקי על ידי הישענות על סובסידיות ממשלתיות

בשל הצעדים והמגבלות שהוטלו על המשק בכלל, ובשל צמצום היקף פעילות התחבורה הציבורית בפרט, צפויות החברות הפועלות בענף לחוות פגיעה מידית בתזרים המזומנים ובהכנסות. כאשר לצד ההנחיות על צמצום הפעילות, בין כה וכה חלה בתקופה זו ירידה בביקוש לשירותי תחבורה ציבורית, בשל הצמצום בפעילות העסקית במשק והמגבלות על תנועת אזרחים. על כן, גם במידה ויחולו

¹ תקנות שעת חירום (נגיף הקורונה החדש - הגבלת פעילות) (תיקון), התש"פ-2020.

שינויים בהנחיות הממשלה באופן שיאפשר עלייה בהיקף פעילות התחבורה הציבורית המותר ללא הקלה משמעותית במגבלות אחרות, סביר כי הביקוש לשירותים אלו יוותר נמוך, לפחות בטווח הקצר, וכי פעילות החברות בענף תיוותר מצומצמת בהשוואה להיקפה הרגיל בכל אופן. החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית מאופיינות בהיקפי השקעה משמעותיים (למשל, עבור רכישת ציי אוטובוסים, תשלום למדינה עבור זיכיונות הפעלה וכיוצא בזאת). בין היתר, בשל כך שהחברות אינן יכולות לבצע ברכיב ההשקעה התאמות להתפתחויות האחרונות, הפגיעה בהכנסות מובילה לפגיעה ברווחים ובתשואה להון של החברות בענף.

לצד זאת, יש לציין כי כחלק מתמיכת המדינה במערך ההיסעים הציבורי, זכות החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית להסכמי סובסידיה מול המדינה. הסכמים אלו כוללים מנגנונים שונים ומגוונים הכוללים, בין היתר, סובסידיות תפעוליות המתבססות בעיקרן על כיסוי כלל עלויות התפעול הישירות והעקיפות (לרבות הוצאות המימון). מנגנוני השלמת הכנסה בגין קיטון בהכנסות מנוסעים, סובסידיות בגין רכישת אוטובוסים וסובסידיות תמריציות לשיפור איכות השירות והדיוק. אמנם, מנגנוני הסובסידיות המוענקות לחברות התחבורה הציבורית מקטינים באופן מהותי את סיכון הביקושים של החברות ומגדירים אותן באופן כמעט מלא מפני ירידה בכמות הנוסעים, אולם רכיב משמעותי בהכנסות החברות מסובסידיה תלוי באופן ישיר בהיקף פעילותן (כמות נסיעות, קווים/תחנות, מספר קילומטרים, מספר נוסעים וכו'), ועל כן הצמצום הייזום בפעילות צפוי להוביל לקיטון משמעותי גם בהכנסות מסובסידיה. על כן, מנגנוני הסובסידיה הממשלתית ממתנים את הפגיעה בהכנסות באופן חלקי בלבד. לצד זאת, חלק מהחברות עלולות לחוות קשיים תזרימיים עקב הפרשי עיתוי בתשלומי הפיצויים מהמדינה. להערכתנו צפויות חברות התחבורה הציבורית לפעול מול משרד התחבורה ומשרד האוצר על מנת להשיב חלק מאובדן ההכנסות שנגרם כתוצאה ממשבר נגיף הקורונה באמצעות קבלת פיצויים מן המדינה.

הביקוש לשירותי תחבורה ציבורית אינו צפוי להיפגע בטווח הבינוני-ארוך

להערכת מידרוג, בטווח הבינוני (לאחר ביטול ההגבלות וחזרת המשק לפעילות סדירה) הסבירות שתהיה ירידה משמעותית בביקוש לשירותי תחבורה ציבורית הינה נמוכה יחסית. על כן, לא צפויה פגיעה משמעותית פרמנטית בתוצאות הפעילות של החברות הפועלות בענף. זאת, שכן ענף התחבורה הציבורית לרוב מתאפיין ביציבות ביקושים ואינו מושפע באופן משמעותי ממחזוריות עסקים. עם זאת, במידה והמשק ייכנס למיתון כלכלי מתמשך וארוך יותר, עשוי הדבר לגרום גם לירידה בביקוש לשירותי תחבורה ציבורית (למשל, בעקבות גידול משמעותי בשיעור האבטלה שיימשך מעבר למספר רבעונים ותביא לפיחות במספר הנוסעים). לפי תחזית חטיבת המחקר בבנק ישראל², צפוי שיעור האבטלה לעמוד בשנת 2020 על כ-6% (לעומת 3.3% בשנת 2019) ואילו בשנת 2021 על כ-5.5%. בנוסף, על פי תחזית זו, צפוי התוצר המקומי הגולמי בישראל להתכווץ בכ-5.3% בשנת 2020 (לעומת צמיחה חיובית של כ-3.5% בשנת 2019), ואילו לאחר מכן צפוי המשק להתאושש והצמיחה בתוצר צפויה לעמוד על כ-8.7% בשנת 2021. עם זאת, נציין כי גם במידה והמשק ייכנס לתקופת מיתון כלכלי באופן שיביא לפגיעה בפעילות חברות התחבורה הציבורית ולקיטון בכמות הנוסעים, הפגיעה צפויה להיות ממותנת על ידי מנגנון הסובסידיות הממשלתיות.

יכולת החברות בענף להתמודד עם המשבר תושפע ממידת הגמישות התפעולית שלהן

להערכתנו, על מנת להתמודד עם הירידה בהכנסות עקב צמצום הפעילות, יידרשו החברות בענף לצמצם באופן הולם את רכיב העלויות המשתנות, מסך העלויות התפעוליות. בעוד שחלק מן העלויות המשתנות של החברות יקטנו באופן "אוטומטי" עקב צמצום הנסיעות וביטול הקווים (בעיקר הוצאות דלק ופחת), חלק מן העלויות המשתנות של החברות תלוי במידת הגמישות התפעולית שלהן. איתנותן הפיננסית של חברות בעלות גמישות תפעולית יתרה, אשר יצליחו להקטין את העלויות המשתנות (לרבות רכיבי הוצאות המטה והשכר) באופן הולם את הקיטון בהכנסות, צפויה להיפגע מן המשבר באופן מתון יותר ולהציג הפסדים מצומצמים יחסית, כולל פגיעה בתשואה על הון החברה. מידת הגמישות התפעולית מושפעת, בין היתר, על ידי היחסים בין ההנהלה לוועדי העובדים בחברות, תמהיל העובדים (מבחינת שכר, ותק וכדומה), הסכמים קיבוציים וכיוצא בזאת. להערכתנו, חברות בעלות תשתיות תחבורתיות מהותיות, הנושאות עימן עלויות אחזקה גבוהות וקבועות, עלולות להיפגע באופן חזק יותר מהמשבר.

² [תחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2020.](#)

הצמצום בפעילות הסעת נוסעים מהווה הזדמנות להשקעה מואצת בתשתיות

בעוד שמרבית החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית הן חברות תפעול בלבד (חברות קווי האוטובוסים), רכבת ישראל פועלת הן כחברת תפעול והן כחברה להקמת תשתית. הפסקת תנועת הרכבות מהווה עבור החברה הזדמנות לקידום מואץ של עבודות תחזוקה ופיתוח תשתיות, ובכלל זה פרויקט חשמול המסילה, וזאת בהנחה כי משבר הקורונה לא יפגע בפעילותם של קבלנים זרים. בנוסף, מהווה תקופה זו הזדמנות לפיתוח תשתיות תחבורה נוספות גם על ידי המדינה, כמו סלילת נתיבי תחבורה ציבורית נוספים. ניצול תקופת המגבלות על התנועה והתחבורה הציבורית להשקעה בעבודות תחזוקה ובפיתוח מואץ של תשתיות עשוי לשפר את יעילות התחבורה הציבורית ולהגדיל את היקפי הפעילות ומספר הנוסעים בטווח הבינוני והארוך, ובאופן זה להגדיל את הכנסות החברות הפועלות בענף. כמו כן, נציין כי האצת עבודות התשתית תאפשר חיסכון בעלויות, שכן במצב הנוכחי אין צורך בביטול נסיעות וקווי רכבת לצורך ביצוע העבודות.

דוחות קשורים

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 26.04.2020

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מוכח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>