



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | אוקטובר 2010

**מחבר:**

רו"ח ניר טורנר, אנליסט  
[nirt@midroog.co.il](mailto:nirt@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

## חברת החשמל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa2	דירוג ISSUER
אופק דירוג: שלילי	Aa2	דירוג למסגרת הגיוס <sup>1</sup>

במדינת ישראל משק החשמל הינו סגור. החברה הינה מונופול בתחום החשמל, הן מבחינת הענף והן בבעלות על התשתיות. החברה הוגדרה כספק שירות חיוני במשק. החברה הינה בבעלות ממשלתית וזוכה לתמיכת המדינה. ממשלת ישראל, לאורך השנים, הראתה אמינות ביכולתה לעמוד מאחורי התחייבויותיהן של החברות הממשלתיות. התמיכה הממשלתית והזיקה בין חברת החשמל למדינה הינן יסודות משמעותיים לדירוג, בין היתר, כביטוי לחשיבותה האסטרטגית של החברה. הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מחוסר הוודאות הרגולטורית סביב השינוי המבני, המחלוקת בנושא התעריף, יחסיה הפיננסיים החלשים ונזילותה הנמוכה של החברה, שעלולים לגרום בין היתר לקושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה בריביות הגיוס.

מידרוג מעניקה דירוג Aa2 באופק שלילי, למסגרת גיוס לאג"ח, בהיקף כולל של עד 4 מיליארד ₪, במח"מ של כ- 8 שנים. תמורת ההנפקה שתגייס חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "החברה") תשמש לפירעון חוב ולמימון תוכנית ההשקעות.

תמצית נתונים כספיים של החברה, מיליוני ₪:

2007	2008	2009	H1/09	H1/10	
20,870	24,142	18,829	9,612	7,941	הכנסות
4,363	5,291	3,942	1,817	616	רווח מהפעלת מערכת החשמל
2,981	3,546	2,582	1,156	(41)	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
838	1,842	2,155	1,480	1,107	הוצאות מימון*
823	770	1,246	(54)	(1,078)	רווח נקי (הפסד)
3,931	3,324	5,421	2,182	1,802	FFO
6,700	7,184	6,535	3,169	2,800	EBITDA
3,782	2,552	3,898	2,233	1,744	Capex
77,606	81,235	80,049	81,621	79,124	סך מאזן
61,875	60,752	61,343	61,654	60,259	מזה: רכוש קבוע, נטו
**3,554	**4,103	4,276	4,266	4,260	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
492	3,670	3,911	3,848	4,345	מזה: מזומנים ושווי מזומנים
62,785	65,644	63,108	65,980	63,261	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
47,372	50,540	46,842	50,464	46,315	מזה: חוב פיננסי***
14,821	15,591	16,941	15,641	15,863	הון עצמי

מותאם לש"ח של חודש יוני 2010, למעט נתוני 2008 ו-2007, המתואמים לחודש דצמבר 2009.  
 \*לא כולל היון הוצ' מימון והעברה לנכס פיקוח.  
 \*\*לאחר הצגה מחדש.  
 \*\*\*כולל אג"ח למדינת ישראל והתחייבויות אחרות.

<sup>1</sup> עד למסגרת גיוס של 4 מיליארד ₪, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה.

## התפתחויות עסקיות עיקריות

בחודש ספטמבר אושרה בדירקטוריון בחירת יו"ר חדש לחברה אלוף (מיל) יפתח רוניטל, שכיהן ב-3 השנים האחרונות כיו"ר מועצת המנהלים של חברת נמלי ישראל.

דירקטוריון החברה אישר הסכם קיבוצי מיוחד בדבר שינוי מנגנון עדכון הגמלה והסדרת התשלומים שנקבעו בעבר כחריגות שכר. ההסכם החדש מסדיר את נושא הפנסיה אשר היה שרוי במחלוקת זמן רב, העלות האקטוארית המוערכת ליישום ההסכם הינה כ-2.9 מיליארד ₪. חתימה סופית על ההסכם צפויה לגרום תוספת חד פעמית לדוחות הכספיים של כ-660 מיליוני ₪ במסגרת הוצאות התפעול.

הממשלה החליטה, במסגרת חוק התקציב, להכניס את חברת החשמל לשוק תשתיות התקשורת (סיבים אופטיים). מתקיימים דיונים בנוגע לאופי הרישיון (כללי או ייחודי) שיוענק לחברה, תוך החלת מגבלות ותנאים.

החברה סיימה, הן את הרבעון הראשון והן את הרבעון השני של 2010, בהפסד תפעולי. ההפסד נבע הן מהקיטון הקל בצריכה ברבעון הראשון של השנה, הן בשל הקיטון בתעריפים מפברואר השנה ועקב מחיקת נכסים חד פעמית שבוצעה. החברה מעריכה כי בשנת 2011, מגמת ההכנסות תתהפך והשנה תסתיים בגידול של כ-4% בהכנסות לעומת 2009. תחזיות החברה מבוססות על הערכותיה בדבר עדכונים עתידיים בבסיסי תעריפי החלוקה וההולכה וכן בעדכונים לבסיס תעריף הייצור אשר נקבע בפברואר השנה. הנחות אלו כוללות הכרה בנכסים ובהשקעות נוכחיות ועתידיות, כמו גם בעלויות תפעול בפועל, בהן רשות החשמל טרם הכירה וכן באי החלת מנגנון ה"קנסות" על איחור בהפעלת יחידות, אותו קבעה הרשות.

## התפתחות הוצאות הכספיות

### היחסים הפיננסיים ממשיכים להצביע על איתנות פיננסית נמוכה

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה ממשיכים להיות חלשים. כמו כן, חלה הרעה ביחסי הרווחיות של החברה, מחצית השנה הראשונה הסתיימה בהפסד תפעולי ובהפסד לאחר מס אשר צפוי גם לתום השנה הפיסקאלית. חזרה איטית של החברה לפסי רווחיות תרע עוד יותר את איתנותה הפיננסית של החברה, החלשה כבר כעת. יש לציין כי הנחת תמיכת מדינה הינה יסוד משמעותי לדירוג.

יחסים פיננסיים נבחרים:

2007	2008	2009	H1/09	H1/10	
5.69	2.8	3.52	2.47	2.63	הוצ' מימון* / (הוצ' מימון + FFO)
12.1	15.2	8.6	11.6	12.9	חוב פיננסי / **FFO
103.9%	130.3%	139.1%	97.7%	103.3%	FFO / Capex
70.8%	71.1%	69.2%	71%	70.4%	חוב פיננסי ל- Cap
14.28%	14.69%	13.71%	12.03%	הפסד	EBIT Margin %

\*לא כולל היוון הוצ' מימון והעברה לנכס פיקוח.  
\*\* היחסים החצי שנתיים חושבו בגילום שנתי.

### ניתוח הכנסות:

2009	Q1/09	Q1/10	Q2/09	Q2/10	H1/09	שיעור השינוי* (%)	H1/10	
48,947	11,451	11,312	11,575	12,445	23,026	3.2%	23,757	מכירות חשמל (במיליוני קוט"ש)
18,610	5,170	3,636	4,326	4,245	9,496	(17%)	7,881	הכנסות ממכירות חשמל, נטו (במיליוני ₪)
43.36	45.24	38.89	44.45	35.32	44.82	(17.4%)	37.02	הכנסה ממוצעת, ברוטו לקוט"ש (באג')
38.02	45.14	32.14	37.37	34.11	41.24	(19.6%)	33.17	הכנסה ממוצעת, נטו לקוט"ש (באג')

\*H1/09 לעומת H1/10

### ירידה בהכנסות למרות יציבות ואף חזרה למגמת עלייה במכירות החשמל

הכנסות החברה קטנו בכ-1.6 מיליארד ₪ ובשיעור של 17.4%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד (מחצית ראשונה 2009). זאת, למרות גידול של 731 מיליוני קוט"ש במכירות החשמל, המהווה גידול של כ-3.2% בצריכה. הקיטון מוסבר באמצעות הירידה בתעריף החשמל שבוצעה בפברואר, של כ-11.64% בממוצע. בנטרול הגידול בצריכה, הכנסות החברה קטנו בכ-1.9 מיליארד ₪. ברבעון השני של השנה, מכירות החשמל עלו בשיעור של 7.52% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. ואילו ברבעון הראשון של השנה נרשם קיטון של 1.21% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הירידה של כ-30% בהכנסות החברה ברבעון הראשון, הצטמצמה לירידה של כ-17% במחצית הראשונה של השנה, מאחר והכנסות הרבעון השני קטנו בשיעור של כ-2% בלבד. החברה צופה המשך למגמת צמצום הקיטון בהכנסות והגידול בצריכה לעומת תקופות מקבילות אשתקד. להערכת החברה, הרבעון השלישי של השנה צפוי להסתיים בגידול של כ-10% בצריכה וגידול של כ-23% בהכנסות, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אשר יובילו בסה"כ לגידול בצריכה של כ-4% וקיטון בהכנסות של כ-3% ברמה השנתית.

### הירידה החדה בהכנסות בתוספת עלייה בפחת והפחתות לא קוזזה במלואה ע"י הירידה בעלויות הדלקים והובילה להפסד תפעולי

עלות צריכת הדלקים, המהווה קרוב ל-50% מההכנסות, ירדה בכ-1,137 מיליוני ₪ במחצית הראשונה של השנה, ובשיעור של כ-23.95% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הקיטון נובע מהירידה בצריכה והירידה במחירי הפחם, הסולר והמזוט, היקרים יותר ביחס לגז. הקיטון בעלות הדלקים קוזז בחלקו ע"י הגידול במחירי הגז (כ-35.5% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד).

החיסכון בעלויות הדלקים מנוטרל ע"י הפרשה בסכום של 562<sup>2</sup> מיליוני ₪, במסגרת עלות הפעלת מערכת החשמל, עקב אי הכרה בעלויות ביצוע בפועל של פרויקטי השקעה באמצעות התעריף. וכן, גידול של 94 מיליוני ₪ בהוצאות הפחת לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

הירידה בהכנסות, בתוספת העלייה בהוצאות הפחת וההפחתות, לא קוזזה במלואה ע"י הקיטון בהוצאות הדלקים והובילה לקיטון ברווח מהפעלת מערכת החשמל של 1,201 מיליוני ₪, לעומת התקופה המקבילה אשתקד ולהפסד תפעולי של 41 מיליון ₪.

בהקשר זה יש לציין כי תמיכת מדינה הינה יסוד משמעותי לדירוג.

ניתוח הכנסות ותוצאות לפי פילוח מגזר (במיליוני ₪):

	חלוקה			הולכה			ייצור			
	2009	H1/09	H1/10	2009	H1/09	H1/10	2009	H1/09	H1/10	
הכנסות	2,760	1,381	1,382	1,697	756	569	14,372	7,475	5,990	
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	407	205	212	540	190	(10)	1,635	761	(243)	
רווח נקי (הפסד)	111	(111)	(146)	247	(69)	(249)	888	126	(683)	
EBITDA	1,506	752	764	1,367	599	407	3,631	1,727	1,361	
% מכלל ההכנסות	15%	14%	17%	9%	8%	7%	76%	78%	76%	
% תרומה ל- EBITDA	23%	25%	30%	21%	19%	16%	56%	56%	54%	
EBITDA Margin %	55%	54%	55%	81%	79%	72%	25%	23%	23%	

<sup>2</sup> בגין רכוש קבוע שהופעל, הפרשה נוספת בגין רכוש קבוע שעדיין לא הופעל מוערכת בכ-0.7 מיליארד ₪.

### מגזר הייצור אחראי ל- 75% מההכנסות ולכ-מחצית מה- EBITDA

במהלך השנים האחרונות שיעור הכנסות ממגזר הייצור מגיע לכ- 75% מהכנסות החברה, והינו בעל שיעור רווחיות תפעולית נמוכה משמעותית ממגזרי החלוקה וההולכה. בשל משקלו הרב בתמהיל הכנסות החברה, פגיעה במגזר זה הינה בעלת השלכות משמעותיות על תוצאותיה הכספיות של החברה. שיעור התרומה של מגזר הייצור ל- EBITDA, במהלך השנים האחרונות, הינו סביב ה- 50%, זאת - עקב תרומתם ל- EBITDA של מגזרי ההולכה והחלוקה, הגבוהה מחלקם היחסי בהכנסות וזאת בשל שולי הרווח הגבוהים יותר הגלומים בהם.

### הישענות מהותית על מקורות מימון חיצוניים וגידול במקורות הפנימיים חיוניים לצורך עמידה בתוכנית ההשקעות והפיתוח הנרחבת של החברה

תוכנית ההשקעות הנרחבת של החברה מחייבת הסתמכות מאסיבית על גיוס אשראי חדש (אג"ח, חוב בנקאי, אשראי ספקים ואחרים). הכרה בהשקעות באמצעות התעריף והשגת מקורות מימון חיצוניים, כדוגמת כניסת משקיעים פרטיים אסטרטגיים. במקביל, תוכנית הפיתוח מחייבת גידול במקורותיה הפנימיים של החברה ע"י עלייה בהכנסות וקיטון בסל הדלקים (המשך מעבר לייצור בגז טבעי). להערכת מידרוג קיימת זיקה ישירה בין חברת החשמל למדינה, בייחוד לאור חשיבותה האסטרטגית של החברה והיותה ספק שירות חיוני למשק הישראלי. וכי ממשלת ישראל תספק תמיכה לחברה במידת הצורך.

### אופק הדירוג

#### 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

- 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
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרת הוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני הטמעה איטית ולא מלאה של מבנה התעריפים החדש ומבני התעריפים הצפויים להתפרסם עבור מקטעי ההולכה והחלוקה
- קושי במחזור החוב הקיים
- אי עמידה בתחזיות החברה למקורות מימון נוספים

**סולם דירוג התחייבויות**

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

מס' דוח - SF-10-10-09

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל 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.