

# דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה

דוח מתודולוגי | דצמבר 2020

## אנשי קשר:

**תומר דר**  
אנליסטית בכירה  
[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

**אלעד סרוסי**  
ראש צוות  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

**ישי טריגר, סמנכ"ל**  
מנהל פעילות הדירוג בפועל  
ראש תחום מימון מובנה פרייקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי של חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה (להלן: "החברה" או "החברות"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג החברות. לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה; (3) פירוט הפרמטרים העיקריים; (4) שיקולים נוספים; (5) דוחות קשורים.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם באוגוסט 2020. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה הרחבת תחולת המתודולוגיה כך שתחול, בין היתר, גם על חברות מנהלי מערכת וכן עדכון ההתייחסות לשיקולי הדירוג נתח השוק ופיזור נכסי המנפיק, ביחס לחברות שאינן פועלות בתחום הייצור. יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 17/01/2021.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות אשר ליבת פעילותן הינה מכירת חשמל או גז טבעי, ואשר דירוג האשראי שלהן מושפע באופן ישיר מן המסגרת הרגולטורית בה הן פועלות. חברות תחת מתודולוגיה זו עוסקות בייצור, הולכה, הפצה, תכנון ותיאום או מכירה של חשמל וגז טבעי. לרבות, חברות אשר להן, כחלק מהותי מעסקיהן, פעילות ייצור תחת מסגרת רגולטורית, חברות אשר מקבלות תשלום מלקוחותיהם הכולל רכיב משמעותי הקשור בגז / חשמל, וחברות ניהול מערכות חשמל. החברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו פועלות לרוב כמונופול או שאינן מונופול מלא אך הרגולציה הממשלתית קובעת לפעילותן תעריפים ומגבילה באופן מסוים תחרות. החברות עשויות להיות בבעלות פרטית או בבעלות ממשלתית (בעלת אוריינטציה עסקית).

בהתאם לאמור לעיל, המתודולוגיה אינה מכסה חברות המדורגות תחת המתודולוגיות: חברות הולכת חשמל, נפט וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה וחברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

במסגרת המתודולוגיה, נלקחים בחשבון ארבעה פרמטרים עיקריים, המורכבים ממספר תתי-פרמטרים כמפורט להלן: (1) המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה: חקיקה ומערכת משפטית תומכת רגולציה ועקביות וצפיות הרגולציה; (2) כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים: השבת עלויות באופן המגביל פערי עיתוי וקביעת תעריפים האופן ההולם את עלויות החברה והשגת תשואה; (3) נתח שוק ופיזור נכסי המנפיק: נתח שוק ופיזור נכסים וגיוון במקורות הדלקים; (4) יחסים פיננסיים.

## פירוט הפרמטרים העיקריים

## (1) המסגרת הרגולטורית

תעריפים בקשר עם פעילות חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה נקבעים בהתאם להליך רגולטורי, ולא בהתאם לשוק חופשי תחרותי ולכן, בחינת המסגרת הרגולטורית הינה בעלת חשיבות עיקרית לפעילות חברות אלו. באופן כללי, המסגרת הרגולטורית הינה הבסיס לכלל ההחלטות המתקבלות בקשר עם פעילות החברות בבסיס המתודולוגיה, כך שחשיבותה העיקרית הינה אופן קבלת ההחלטות בקשר עם קביעת תעריפים שונים בגין ייצור חשמל ושירותים נוספים (הולכה, חלוקה וכדומה), תוך בחינת מידת העקביות והצפויות של קבלת ההחלטות בבסיס מסגרת זו. יש לציין כי, נושא של כיסוי עלויות והשגת רווחים הנגזר, בין היתר, מהמסגרת הרגולטורית בה החברות פועלות, מתייחס באופן ישיר להחלטות הרגולטוריות בפועל, תוך בחינת העיתוי שבו הן מתבצעות והשפעת התעריפים שנקבעים - נושא זה נבחן במסגרת המשתנה "כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים" המתואר מטה. בבחינת המסגרת הרגולטורית נבחנים היבטים מגוונים הכוללים, בין היתר, את ההיבטים שלהלן: (1) החקיקה הממשלתית בקשר עם פעילות החברה ו/או הצווים על פיהם היא פועלת; (2) האופן בו רגולטורים מתמנים לתפקידם; (3) החוקים והתהליכים על פיהם פועלת הרגולציה; (4) פעילותה של הרשות האחראית והאופן בו היא מפרשת את החוק לפיו פועלת החברה; (5) האופן בו החברה מנהלת את הסביבה הפוליטית והרגולטורית בה היא פועלת. בחינת המסגרת הרגולטורית נעשית באמצעות 2 פרמטרים:

א. **חקיקה ומערכת משפטית תומכת רגולציה** - בבחינת פרמטר זה נלקח בחשבון היקף, מידת השקיפות, והתמיכה החקיקתית בקשר עם פעילות החברה, לרבות בחינת הצווים והחוקים הקשורים לפעילותה. בנוסף, במסגרת פרמטר זה נבחנת מידת השפעתו העצמאית של הרגולטור על המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה בכלל, ויכולתו העצמאית בקשר עם קביעת תעריפים בפרט, לרבות בחינת אפקטיביות המערכת המשפטית, או גוף עצמאי אחר, בקשר עם ביצוע תהליכי בוררות עצמאיים בין החברה לרגולטור. במסגרת פרמטר זה נבחנת מידת התפתחותה של המסגרת הרגולטורית, תוך בחינת נהירות התחיקה שעל בסיסה מושגת המסגרת הרגולטורית, לרבות היסטוריית קבלת ההחלטות של הרגולטור על פיה. ההבחנה בפרמטר זה בין חברות שונות תעשה בהתאם לאפקטיביות בו החברה "מנווטת" את עיצוב המסגרת הרגולטורית בה היא פועלת, מידת השפעתה על עיצוב מסגרת זו ויכולת הסתגלותה למסגרת הרגולטורית המשתנה על פני זמן. חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית המאופיינת בחקיקה התומכת בחברות תשתית באופן כללי, בה קיימים כללים ברורים ושקופים של כלל התהליכים הצפויים בקשר עם עדכון תעריף עתידי, מקיימת שקיפות באופן קביעת התעריפים לאורך זמן (Track Record), תוך התקיימות דוגמאות רבות ליעילות המערכת המשפטית בפתרון אי - בהירות בקשר עם החוקים ו/או הצווים הקשורים בפעילות החברה יוביל לדירוג גבוה בפרמטר זה. חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית, אשר בהתאם לחקיקה הקיימת או פעולות הרגולטור בפועל, מאפשרת לרגולטור למנוע מהחברה כיסוי עלויות ו/או תשואה נאותה על השקעותיה באופן שרירותי, או שקבלת החלטות ע"י הרגולטור נתונות להתערבות פוליטית יובילו לדירוג נמוך יותר.

ב. **עקביות וצפויות של הרגולציה** - בבחינת פרמטר זה תילקח בחשבון היסטוריית החלטות הרגולטור (Track Record) בקשר עם מידת העקביות, הצפויות והתמיכה שהן העניקו לחברות המדורגות תחת המתודולוגיה. במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת האינטראקציה של החברה בהליך הרגולטורי והשקפתו הכללית של הרגולטור כלפי החברה. לרוב, המסגרת הרגולטורית קובעת תהליך טכני לעדכון תעריפים, המבוסס על בחינת כלל העלויות של החברה והתשואה הנדרשת לחברה על השקעותיה, כך שהחברה תוכל לפתח תשתית חדשה ולשמר את התשתית הקיימת. מסגרת רגולטורית בה תהליך קביעת התעריפים הינו טכני ושקוף, באופן המאפשר לרגולטור לתמוך במבנה פיננסי "בריא" של החברה, תוך הבטחת אמינות שירותי התשתית שניתנים ע"י החברה בעלויות סבירות, בשילוב עם יכולת החברה להתאים את עצמה ליוזמות הרגולטוריות אליהן היא כפופה, תוביל לדירוג גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, תהליך קביעת תעריפים הנתון להתערבות פוליטית מהותית, העשוי להביא לפיטורי רגולטורים אשר אישרו העלאות תעריפים "לא פופולאריות" ומניעת עליית תעריפים נדרשת,

או לחילופין, קבלת החלטות רגולטוריות בניגוד לחוקים ו/או לכללים הקבועים כתוצאה מהשפעות פוליטיות טוביל לדירוג נמוך יותר בפרמטר זה.

## (2) כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים

משתנה זה בוחן ישירות את יכולת החברה לכיסוי עלויותיה והשגת תשואה על פני זמן, לרבות פרקי זמן המשקפים תנאי שוק או תנאים כלכליים תנודתיים. בעוד שבפרמטר הקודם נבחנת מידת השקיפות והצפיות של החוקים והתקנות בבסיס קבלת ההחלטות של הרגולטור, פרמטר זה בוחן את האלמנטים הרגולטוריים המשפיעים באופן ישיר על יכולת החברה לייצר תזרים מזומנים הולם את שירות החוב שלה לאורך זמן. השבת עלויות במועד ובהיקף הנדרש, באופן שיוביל לנגישות גבוהה למערכת הפיננסית בכללותה (בקשר עם גיוס חוב ו/או הון) הינו רכיב מהותי הנבחן במסגרת פרמטר זה. חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות, לרוב, בתזרים מזומנים שלילי מפעילות (כתוצאה מהשקעות הוניות בהיקף משמעותי) הנדרשות לביצוע "מחזורי" חוב בעלי מח"מ ארוך ובהיקפים משמעותיים - חששות משקיעים מחוסר יכולת השבת עלויות בהיקף ובמועד, לרבות חוסר עקביות וצפיות בקשר עם קביעת תעריפים הולמים, עשויות, במקרי קיצון, למנוע נגישות למערכת הפיננסית ואף להוביל לחדלות פירעון. יש לציין כי, חוסר יכולת השבת עלויות בתקופות ששילבו גידול בעלויות דלקים ללא התאמת תעריפים בהתאם, היוו אחד מהגורמים העיקריים למצוקה פיננסית של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה בעולם, ואף הובילו, בחלק מהמקרים, לחדלות פירעון. יש לציין כי למרות שיכולת השבת עלויות והשגת רווחים מושפעת בעיקר מבחינת המסגרת הרגולטורית, עשויה להיות השפעה מהותית על פרמטר זה הנובעת מהנהלת החברה והחלטותיה העסקיות על פני זמן. בחינת משתנה זה נעשית באמצעות בחינת 2 פרמטרים:

- א. **השבת עלויות באופן המגביל פערי עיתוי** - בבחינת פרמטר זה נבחן את המכאניזם הקיים עבור השבת עלויות החברה, וקיומן של מגבלות החלות על התאמת התעריף באופן תקופתי ללא צורך בבקשת החברה לביצוע התאמת התעריף הנדרשת (File a Rate Case). בנוסף, במסגרת פרמטר זה מבוצעת בחינת תהליך ומסגרת הזמן הקבועה להתאמת התעריף (יישום התהליך, מקומה של החברה בהשפעה על התהליך, התקופה המקסימאלית שלאחריה חייבים לבצע בחינת תעריף). במסגרת בחינת פרמטר זה, נבחן את היסטוריית הביצועים (Track Record) של החברות והרגולטור בקשר עם הגבלת פערי עיתוי - לדוגמה, בעוד קיום נוסחת תעריף ברורה הינה דבר חיובי לדירוג, תהליך קביעת תעריף בפועל המתאפיין בתהליך מתמשך הנפרס על פני זמן רב מהווה גורם מקזז בפרמטר זה. בנוסף, במסגרת ניתוח פרמטר זה, ייבחן פרק הזמן שעובר ממועד ביצוע השקעות הוניות ע"י החברה ועד למועד שבו היא החלה בהשבת עלויות בגין השקעות אלו.
- ב. **קביעת תעריפים באופן ההולם את עלויות החברה והשגת תשואה** - בבחינת פרמטר זה נבחנות ההגנות הסטטוטוריות המבטיחות השבת עלויות מלאה והשגת תשואה נאותה לחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, המנגנון הרגולטורי הקובע מהו שיעור התשואה הנאותה הנדרש לחברות אלו והיסטוריית חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה (Record-Track) בהשבת עלויות והשגת תשואה בפועל. בנוסף, בבחינת פרמטר זה ייבחנו המקרים בהם הרגולטור לא נתן את הסכמתו להכיר לחברה בעלויות או בהשקעות שונות, תוך התמקדות בהשפעת מקרים אלו על מצבה הפיננסי של החברה ונימוקי הרגולטור לאי - הסכמתו להכיר בעלויות או בהשקעות אלו, וזאת על מנת להעריך את הסבירות להישנות מקרים אלו בעתיד.

## (3) נתח השוק ופיזור נכסי המנפיק

פיזור בפעילות של חברה ממתן את החשיפה לכך שמגזר פעילות מסוים, הנקלע לקשיים, יוביל להשפעה שלילית חריפה על תזרים המזומנים ואיכות האשראי. בנוסף, המצב הכלכלי באזורי הפעילות של החברה עשוי להשפיע על הסביבה הרגולטורית והפוליטית בקשר עם העלאת תעריפים, לחיוב או לשלילה. בנוסף, לחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה בעלות מגזר פעילות של ייצור חשמל, גיוון במקורות הדלקים עשוי למתן השפעות הקשורות במחירי סחורות, לרבות השפעות הנגזרות מהחלטות רגולטוריות בנושאי איכות הסביבה ואחרות העשויות להשפיע על סביבת פעילותן. חשוב לציין כי בהתאם לניסיון Moody's בעולם, לרוב, הסביבה הרגולטורית בה פועלות החברות מתערערת בתקופות בהן מתבצעות העלאת תעריפים תכופות, בעוד גיוון במקורות הדלקים מוביל ליציבות

תעריפים לאורך זמן - לפיכך, גיוון במקורות הדלקים הינו גורם מהותי בבחינת סיכוני האשראי של חברות אלו, גם במידה ועלויות הדלקים מגולגלות במלואן ישירות לצרכני הקצה של החברות. בחינת משתנה זה נעשית באמצעות בחינת 2 פרמטרים:

א. **נתח שוק** - בחינת פרמטר זה מבוססת בעיקר על בחינת גיוון האזור הכלכלי והמשטר הרגולטורי באזורי הפעילות בהם החברות פועלות. בנוסף, במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת גיוון מגזרי הפעילות של החברה (מכירת חשמל, גז טבעי, מים, קיטור וכד') במידה וקיימת פעילות מהותית בשני מגזרי פעילות לפחות. גיוון כלכלי מתבטא, לרוב, בגודל האוכלוסייה, היקף השטח הגיאוגרפי בו מתקיימת פעילות החברות ומנוע הצמיחה העיקרי באזור זה, המוביל לגידול בתמ"ג ובתעסוקה. עבור בחינת היקף שטח הפעילות, ייבחן סך לקוחות החברה באזור פעילותה והיקף התפוקה ו/או הייצור שלה. בנוסף, במסגרת ניתוח השטח הגיאוגרפי בו החברות פועלות, ייבחנו מספר הערים הגדולות (מטרופולין) בשטח הפעילות, הגיוון הכלכלי הנובע מהפעילות במרכזים אלו, לרבות בחינת ריכוז פעילות באזור או בתעשייה מסוימת. במסגרת בחינת גיוון המשטר הרגולטורי הקיים באזור הפעילות של החברה, נבחן את מספר המשטרים הרגולטוריים, לרבות שיעור ההכנסות והנכסים של החברות תחת כל משטר רגולטורי בו היא פועלת. עם זאת, במידה והחברות פועלות באזור פעילות המשוך למשטר רגולטורי יחיד, תיבחן מידת יציבות הרגולציה באזור זה. פעילות החברות תחת מספר מגוון של משטרים רגולטוריים תומכים ונפרדים, בעלות גיוון צרכנים מאוזן (צרכנים פרטיים, מסחריים, תעשייתיים וממשלתיים) באזור גיאוגרפי רחב המאופיין בפעילות כלכלית יציבה ומגוונת תוביל לדירוג גבוה יותר בפרמטר זה. פעילות החברות בשטח פעילות קטן יחסית (גיאוגרפית וכלכלית), כך שהכנסותיהן נסמכות על 2 ענפי פעילות עיקריים, בפרט כאלו המאופיינים במחזוריות עסקים תנדטית, תוביל לדירוג נמוך יותר בפרמטר זה.

ב. **פיזור נכסים וגיוון במקורות הדלקים** - במסגרת פרמטר זה תבוצע בחינה לגבי גיוון מקורות הדלקים של החברות, מידת הגמישות התפעולית שלהן בקשר עם הסטת פונקציית הייצור באופן כלכלי, בהתאם לשינויים במחירי הדלקים, ומידת החשיפה של החברות וצרכניה לשינויים במחירי סחורות (אשר באים לידי ביטוי בתעריף). בנוסף, בבחינת פרמטר זה ייבחן היקף תחנות הכוח של החברה החשוף למשוכות כלכליות שונות הנובעות, בין היתר, מפעילות הכרוכה בהשקעות מהותיות בקשר עם עמידה בדרישות רגולציה סביבתית (לדוגמא, תחנות כוח פחמיות), לרבות תחנות כוח אשר אינן כשירות להפעלה, בהווה או בעתיד, כתוצאה מאי - עמידה בדרישות רגולטוריות הקבועות ברישיון ההפעלה של תחנות הכוח הספציפיות. חברות בעלות גיוון מאוזן במקורות הדלקים (הידרו, פחם, גז טבעי, גרעיני ואנרגיה מתחדשת), לרבות שיעור מינימאלי של תחנות כוח החשופות למשוכות כלכליות או תפעוליות יקבלו דירוג גבוה יותר בפרמטר זה. חברות אשר פונקציית הייצור שלהן מתאפיינת בריכוז במקורות דלקים ספציפיים, תוך שיעור חשיפה גבוה של תחנות הכוח למשוכות כלכליות או תפעוליות, ידורגו נמוך יותר בפרמטר זה.

נציין, כי במסגרת ניתוח חברות שאינן פועלות בתחום הייצור, יילקח בחשבון רק פרמטר "נתח השוק" ללא פרמטר "פיזור נכסים וגיוון במקורות דלקים", וזאת בשל אופי פעילותן של החברות הללו.

#### (4) יחסים פיננסיים

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים".<sup>1</sup>

חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות בפעילות לטווח ארוך, תחת הסדרות רגולטוריות שונות, המסדירות את אופן הפעלת נכסיהן ופעילותן הפיננסית לאורך זמן. הצורך בקיום השקעות נרחבות באמצעי ייצור, הולכה וחלוקה, הן לצורך הגדלת נפח פעילות והן לשם תחזוקת פעילות קיימת, מוביל לכך כי חברות בענפי החשמל והגז הטבעי הינן מהמניקות הגדולות ביותר של חוב לצרכי

<sup>1</sup> באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

פיתוח, ונזקקות לביצוע גיוסי חוב שוטפים, מהותיים ועקביים מהמערכת הפיננסית. בהינתן אופי פעילותן של חברות אלו, ישנה חשיבות מכרעת בניית ביצועיהן הפיננסיים ההיסטוריים של החברות, לרבות תחזיות ביצועים פיננסיים עתידיים בטווח הבינוני, אשר עשויות להיות שונות באופן מהותי מהביצועים ההיסטוריים עקב סיבות שונות ומגוונות הכוללות, בין היתר, שינויים רגולטוריים, התפתחות טכנולוגית ועוד. בחינת היחסים הפיננסיים ההיסטוריים של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מתבצעת על פני ממוצע של מספר שנות פעילות, וזאת על מנת לנטרל תנודתיות נקודתית בתוצאות הפיננסיות שנגרמו מאירועים חד - פעמיים להן חשופות החברות המדורגות בבסיס מתודולוגיה זו.

בחינת היחסים הפיננסיים נעשית באמצעות 4 פרמטרים עיקריים אך עשויה להכיל בחינות נוספות עקב השונות הגבוהה בין חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה. להלן 4 הפרמטרים העיקריים הנבחנו במסגרת היחסים הפיננסיים של המתודולוגיה:

- א. **יחס FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית** - יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות המימון שלה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הונית משמעותית וגיוסי חוב. המונה ביחס זה מורכב מ-FFO, בתוספת הוצאות ריבית - במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית של החברות. המכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית.
- ב. **יחס FFO לחוב הפיננסי** - יחס זה נועד לבטא את היקף תזרים מזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ביחס להיקף החוב הפיננסי שברשותה, ומאפשר להשוות רמות מינוף בין חברות שונות בענף. המונה ביחס זה מורכב מ-FFO, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה.
- ג. **יחס FFO בניכוי דיבידנדים לסך החוב פיננסי** - יחס זה מבטא את רמת המינוף של החברה, לאחר תשלומי דיבידנדים לבעלי מניותיה. המונה ביחס זה מורכב מ-FFO בניכוי דיבידנדים, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה. בחברות מסוימות, היקף חלוקת הדיבידנדים הינו מהותי ביחס לתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ועשוי להשפיע באופן מהותי על יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי שברשותה.
- ד. **יחס סך החוב פיננסי ל-Cap<sup>2</sup>** - יחס זה הינו יחס נוסף עבור בחינת רמת המינוף של החברה. היקף חוב פיננסי משמעותי ביחס ל-Cap עשוי להוביל לעלויות מימון גבוהות יותר, להגביל את יכולת החברה לגייס חוב נוסף במקרה הצורך, ועלול להוביל להפרת התניות פיננסיות בקשר עם חוב פיננסי קיים. בנוסף, יחס חוב פיננסי ל-Cap גבוה יחסית עשוי להיגרם כתוצאה מקיום מסגרת רגולטורית אשר איננה תואמת את צרכי החברה בקשר עם מבנה ההון הנדרש לה, או לחילופין, כתוצאה מביצוע מחיקות נכסים במאזן אשר אינן באות לידי ביטוי בתזרימי המזומנים בהווה, אך עשויות להשפיע באופן מהותי על תזרימי מזומנים עתידיים ביחס להיקף החוב הפיננסי הקיים. המונה ביחס זה מורכב מהחוב הפיננסי, והמכנה מורכב מ-Cap.

## שיקולים נוספים

במסגרת דירוג חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה נלקחים בחשבון שיקולים נוספים אשר עשויים (מטיבי דירוג) או עלולים (מרעי דירוג) להשפיע על הדירוג הסופי, ואינם באים לידי ביטוי במסגרת הניתוח של הפרמטרים לעיל. השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון במתודולוגיה זו הם:

- א. **נזילות וגמישות פיננסית** - חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מתאפיינות כחברות מוטות השקעות הונית מהותית על פני תקופות זמן ממושכות אשר מתבטאות, לרוב, ביצירת תזרים מזומנים שלילי מפעילות. בחינת משתנה זה מבטאת את יכולת החברה לייצר תזרים מזומנים עבור פעילותה, הן ממקורות עצמיים והן ממקורות חיצוניים כגון המערכת הבנקאית וגופים מוסדיים, כך שתזרים המזומנים של החברה יתאים להיקף פירעון החוב הפיננסי, בהיקף ובמועד הנדרש. בחינת משתנה זה מתבצעת על פי תחזית תזרים המזומנים של החברה לטווח הקצר, במסגרתה מתבצעת בחינה של כלל מקורות

<sup>2</sup> Capitalization.

החברה, הכוללים את סך גיוסי החוב והון הצפויים, בתוספת יתרת המזומנים הקיימת ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, אל מול סך השימושים הצפויים של החברה, הכוללים השקעות הוניות, חלוקת דיבידנדים ופירעון חוב.

ב. **ניסיון הנהלה בכירה** - בחינת ביצוע התוכנית העסקית של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מסייעת בבחינת אסטרטגיה, מדיניות והערכת ביצועי הנהלה לאורך זמן. ניסיון הנהלה הבכירה עשוי לסייע בקיום התוכנית העסקית לאורך זמן באופן כללי, ובפרט בתקופות הנתונות ללחצים פיננסיים וכלכליים. בנוסף, במסגרת פרמטר זה תיבחן המדיניות הפיננסית של החברות, תוך בחינת יכולתה של הנהלה לאזן אינטרסים מנוגדים של בעלי מניות, משקיעים ובעלי עניין אחרים, אם ישנם.

ג. **חשיפת פעילות החברה לריכוז צרכנים, אסונות טבע וסיכונים הקמה** - פרמטר זה משמש בבחינת מידת החשיפה של החברה וההשפעה האפשרית על פעילותה כתוצאה מהתרחשות אסונות טבע ו/או ריכוז צרכני קצה בענף פעילות או באזור מסוים. על אף בחינת פרמטר זה במסגרת הפרמטר 'נתח שוק' המפורט במשתנים העיקריים לעיל, ישנן חברות אשר פעילותן עשויה להיות מושפעת באופן מהותי מריכוז פעילות באזור/ענף מסוים ו/או אסונות טבע, באופן שהמשקל שניתן לפרמטר זה במסגרת המשתנים העיקריים איננו משקף באופן מלא את הסיכון הכרוך בחשיפה זו. בנוסף, במסגרת פרמטר זה נבחנת חשיפת החברה לסיכונים הקמה של פרויקטי תשתית, וזאת לאור העלויות המשמעותיות והמורכבות הכרוכה בהקמת פרויקטים בענף זה, העשויה להביא לפגיעה מהותית בתזרימי המזומנים של החברה כתוצאה מעיכובים ו/או חריגות תקציביות.

ד. **פעילות עסקית אשר איננה פעילות הליבה של החברה** - לרוב, חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות בסיכון עסקי נמוך יחסית, לאור הסביבה הרגולטורית במסגרתה הן פועלות, לרבות היקף פעילותן, הגיאוגרפי והכלכלי, הרחב. לפיכך, פעילות מהותית במגזרים אשר אינם קשורים לפעילות הליבה של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, יובילו, לרוב, לגידול בסיכון העסקי של חברות אלו.

ה. **אירוע סיכון (Event Risk)** - כחלק מהדירוג נלקח בחשבון סיכונים לאירועים בלתי צפויים אשר עלולים לפגוע ולסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

ו. **ממשל תאגידי** - פרמטר זה בוחן את הרכב ועבודתה המקצועית של וועדת הביקורת, קיום מנגנוני ביקורת, מידת השקיפות של החברה, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות אל מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.

ז. **אסטרטגיית מיזוגים ורכישות** - בפרמטר זה נבחנת אסטרטגיית הצמיחה של החברה בטווח הארוך, בקשר עם ביצוע מיזוגים ורכישות. במסגרת פרמטר זה נבחנים הנושאים שלהלן: (1) "תיאבון" לסיכון של הנהלה, לרבות הסבירות לביצוע רכישות ומיזוגים בטווח הבינוני; (2) רכישה חוזרת של מניות (Share Buy Back); (3) התחייבות החברה ליחסי מינוף מוגדרים; (4) תנודתיות תזרימי המזומנים בפעילות העסקית שנרכשה, לרבות תנודתיות תזרימי המזומנים של פעילויות עסקיות הצפויות להירכש בטווח הזמן הבינוני.

מעבר למשתנים שצוינו לעיל, נלקחים בחשבון בדירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה משתנים נוספים הקשורים לחשיפת החברות לאירועים שליליים אשר עשויים להבדיל באופן מהותי בין החברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, וכוללים, בין היתר, את טיבן של הבקורות פיננסיות, חשיפה לסיכונים פוליטיים ורגולטוריים בקשר עם מדינות מסוימות, סיכונים רגולציה, תחיקה, טכנולוגיה ומוניטין הקשורים בחברה, סיכונים הקשורים בפרופיל הצריכה והתשלומים של צרכני קצה ו/או לקוחות עסקיים באזור הפעילות של החברה, אסטרטגיית הפעילות של המתחרים ותחזיות מאקרו - כלכליות והשפעותיהן החזויות על פעילות החברה.

## נחיתות מבנית - חברות אחזקה

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, נקבע ביחס לדירוג החוב של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחת חברת האחזקות. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת הנזילות, המינוף ומידת הגמישות הפיננסית, תוך התחשבות בחסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.

## דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

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

תאריך הדוח: 17/12/2020



© 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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 בייעוץ 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 ויהיה 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 מכוח 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 נגרם 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>