



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2012

1

**מחבר:**

יובל סקורניק, אנליסט  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

אדם בן יהודה, ראש צוות  
[adamb@midroog.co.il](mailto:adamb@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 לישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 22 <sup>1</sup>
-	Aaa	דירוג סדרה חשמל שקלי 2013
-	Aaa	דירוג סדרה 23
-	Aaa	דירוג סדרה 24
-	Aaa	דירוג סדרה 25

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 22 ו-2022 על כנו, Aa3, באופק שלילי.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות חשמל שקלי 2013, סדרה 23, סדרה 24 וסדרה 25, Aaa, על כנו.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aaa להרחבת סדרה 23 ו/או סדרה 24 בערבות מדינה (להלן: "הסדרות בערבות"), בהיקף של עד 1.5 מיליארד ₪ ע.ג., שיופקו ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") במהלך חודש ספטמבר 2012, ובנוסף סדרות נוספות בערבות מדינה, בהיקף של עד 0.5 מיליארד ₪ ע.ג., במהלך חודש נובמבר 2012.<sup>2</sup> תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יצוין כי, להערכת מידרוג, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאד, אך אינו מוחלט, ולא קיימת זהות אינטרסים מלאה.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות המדורגות, נכון ל-30/06/2012 (סדרות 23, 24 ו-25 לתאריך הגיוס):

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות (בספרים מ' ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	מס סדרה
2020-2023	4,032	מדד	6%	01/2011	2022
2012-2015	6,875	מדד	6.5%	05/2002	22
2013	1,500	שקלי	3.03%	04/2012	חשמל שקלי 2013
2013	1,407	שקלי	2.25%	07/2012	סדרה 23
2015	997	מדד	0.65%	07/2012	סדרה 24
2017	500	מדד	1.20%	07/2012	סדרה 25

<sup>1</sup> סדרה 22 הונפקה על פי תשקיף מיום 21 במאי 2002.  
<sup>2</sup> בהתאם לאישור מנכ"ל משרד האוצר מתאריך 16/08/2012.

**תמצית נתונים כספיים<sup>3</sup> של החברה, מ' ש:**

2009	2010	2011	2Q2011	2Q2012	2Q2012P <sup>4</sup>	
19,723	19,843	24,769	10,393	12,811	12,811	הכנסות
4,213	3,154	4,543	2,242	1,507	1,507	רווח מהפעלת מערכת החשמל
2,796	1,712	2,788	1,314	(910)	(910)	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,940	2,508	2,208	696	1,311	1,311	הוצאות מימון*
1,424	2	(792)	508	(1,684)	(1,684)	רווח נקי (הפסד)
5,395	3,657	1,237	749	(1,264)	(1,264)	FFO
6,401	6,423	7,244	3,484	1,487	1,487	<sup>5</sup> EBITDA
4,057	3,311	4,358	1,948	2,320	2,320	CAPEX
81,602	80,888	83,457	80,820	82,285	87,185	סך מאזן
62,502	62,286	61,726	62,406	61,771	61,771	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,478	4,654	7,822	7,486	5,951	5,951	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,988	3,817	1,911	2,336	732	732	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
63,936	62,838	66,025	62,088	66,537	71,437	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
47,767	45,830	47,906	45,240	50,568	55,468	מזה: חוב פיננסי
17,666	18,050	17,432	18,732	15,748	15,748	הון עצמי

\* ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 2Q2012P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

- **לפירוט שיקולים עיקריים לדירוג, ראה הקישור לפעולת הדירוג מחודש מאי 2012 (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**
- **לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה הקישור לדו"ח הדירוג הראשוני (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**

**1. השפעת תוספת החוב על היחסים הפיננסיים**

כתוצאה מגיוס עד כ- 2 מיליארד ש"ח בערבות מדינה עד סוף 2012, חלה הרעה נוספת באיתנות החברה, המשתקפת בהרעת היחסים הפיננסיים הקשורים לסך החוב הפיננסי.

**יחסים פיננסיים נבחרים:**

2009	2010	2011	<sup>6</sup> 2012P	2Q2011	2Q2012	
2.8	2.5	1.5	1.5	0.05	0.91	הוצ' מימון <sup>7</sup> / (הוצ' מימון + FFO)
8.9	12.5	38.7	45.4	NR	NR	חוב פיננסי ל- FFO
68.7%	67.4%	67.6%	71.0%	66.3%	70.9%	חוב פיננסי ל- Cap <sup>8</sup>
53%	53%	46%	46%	54.2%	21.6%	Gross Margin % <sup>9</sup>

<sup>3</sup> הנתונים מותאמים ל- ש"ח של חודש יוני 2012, למעט נתוני רו"ח ותזרים 2009 ו- 2010, המותאמים לחודש דצמבר 2011 ונתוני מאזן 2009, המותאמים לחודש דצמבר 2010. נתוני יוני 2012 ויוני 2011 אינם מבוקרים.

<sup>4</sup> נתוני פרפורמנץ ל- 2Q2012P כוללים גיוס, בסך כ- 2.9 מיליארד ש"ח, שהחברה גייסה ביולי 2012 וגיוס כ- 2 מיליארד ש"ח שהחברה מתכוונת לגייס עד לסוף שנת 2012.

<sup>5</sup> כולל העברת הוצ' מימון לנכס פיקוח (אינו תזרימי).

<sup>6</sup> נתוני 2012P מתבססים על נתוני 2011, בתוספת כ- 1.9 מיליארד ש"ח (כ- 0.5 מיליארד דולר), אשר גויסו בפברואר 2012 ממוסדיים זרים, גיוס סדרה חשמל שקלי 2013, המגובה בערבות, בסך 1.5 מיליארד ש"ח, גיוס של כ- 2.9 מיליארד ש"ח, שגויסו בחודש יולי 2012 (סדרות 23, 24 ו- 25 וגיוס 2 מיליארד ש"ח, אשר החברה מתכוונת לגייס עד לסוף שנת 2012 (באמצעות הרחבת הסדרות הני"ל). תוספת זו אינה משפיעה על יחסים פיננסיים שאינם קשורים להיקף החוב הכולל.

<sup>7</sup> ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 2011P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

<sup>8</sup> ה- CAP לוקח בחשבון חוב פיננסי, הון עצמי ומסים נדחים, נטו. החוב הפיננסי כולל את החובות, אשר פורטו בהערות שוליים 6.



14.2%	13.4%	10.7%	10.7%	11.9%	-7.0%	Operating Margin <sup>10</sup> %
-------	-------	-------	-------	-------	-------	----------------------------------

- **לפירוט הניתוח הפיננסי המלא, ראה הקישור לפעולת הדירוג מחודש מאי 2012 (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**

## 2. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>9</sup>), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, הספקת חשמל, סחר בחשמל, והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויותיה אלו. החברה נתאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996 (להלן: "חוק משק החשמל"), אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. לפי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בין יתר תפקידיה, רשות החשמל הינה הקובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם; מעניקה רישיונות מותנים וקבועים בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

<sup>9</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>10</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

<sup>11</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

סדרות 2022 ו-22:

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

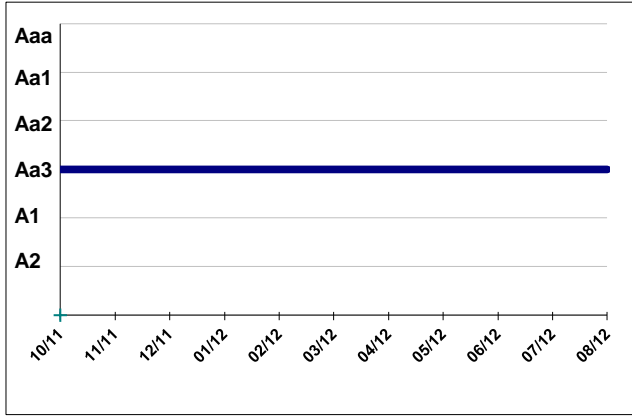
- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים לחברה ושיתוף הסקטור הפרטי בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

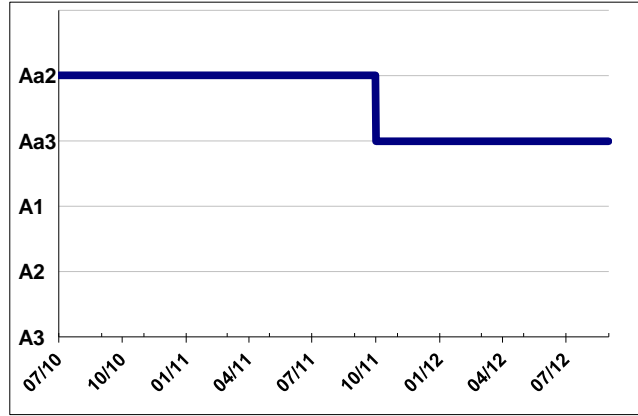
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות הגיוס
- קושי במחזור החוב הקיים
- אי עמידה בתחזיות החברה למקורות מימון נוספים

<sup>12</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרה בערבות, בכפוף לכתב הערבות הסופי, הינו כדירוג המדינה.

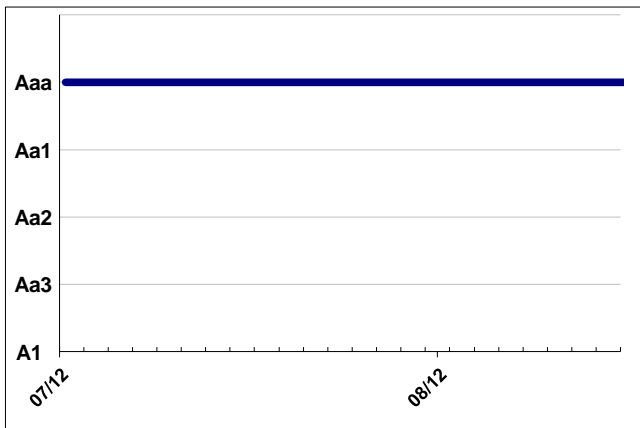
סדרה 22:



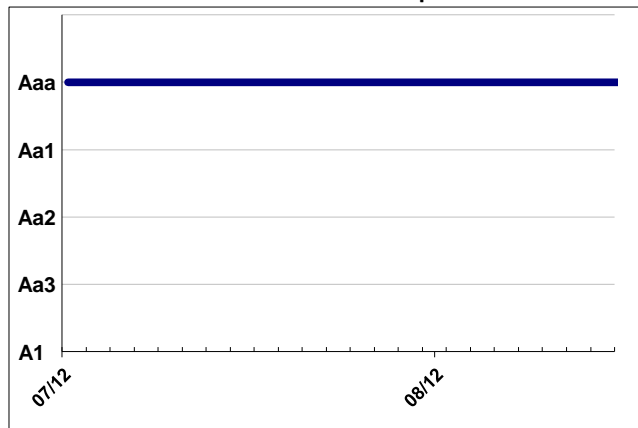
סדרה 2022:



סדרות 23, 24, 25:



סדרה חשמל שקלי 2013:



מועד דירוג אחרון: מאי 2012

[חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח דירוג ראשוני](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(מאי 2012\)](#)

מתודולוגית Moody's בנושא: [דירוג חברות חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה](#) (אנגלית)

מתודולוגית Moody's בנושא: [מנפיק הקשור למדינה](#) (אנגלית)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הינן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הינן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון ונחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
	Ba	התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הינן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הינן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הינן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרגות בדירוג C הינן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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



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") 2012.

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 לסיכונים 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 צריכה 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.