

חברת החשמל לישראל בע"מ

מעקב | מרץ 2021

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי

moty@midroog.co.il

אורי חרמוני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני

uri.h@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות

מידרוג מעלה את דירוג המנפיק של חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" ו/או "החברה") מ-Aa2.il ל-Aa1.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. בנוסף, מידרוג מעלה את דירוג אגרות חוב (סדרות 2022, 2029, 26, 27, 29, 30, 31) שהנפיקה החברה מ-Aa2.il ל-Aa1.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. העלאת הדירוג נובעת לאור ההתקדמות והצלחת החברה ביישום הרפורמה במשק החשמל והשינוי המבני בחברה, לאחר השלמת מכירת האתרים אלון תבור ורמת חובב, המשך ההתייעלות התפעולית וצמצום עקבי של החוב הפיננסי, אשר צפויים להביא לשיפור בפרופיל העסקי והפיננסי של חח"י.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם הסדרה	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
חשמל צמוד 2022 רמ	6000129	Aa1.il	יציב	18.01.2023
חשמל צמוד 2029 רמ	6000186	Aa1.il	יציב	07.05.2029
חשמל אגח 26	6000202	Aa1.il	יציב	12.10.2023
חשמל אגח 27	6000210	Aa1.il	יציב	12.04.2029
חשמל אגח 29	6000236	Aa1.il	יציב	28.02.2026
חשמל אגח 30	6000277	Aa1.il	יציב	20.03.2024
חשמל אגח 31	6000285	Aa1.il	יציב	20.09.2031

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי, לצד פעילות אינטגרטיבית לאורך שרשרת הערך במשק החשמל בישראל והינה בעלת רישיון ספק שירות חיוני; (2) חשיבותה הרבה של החברה לתפקוד משק החשמל בישראל, המתבטאת בין היתר, בתמיכת המדינה בפעילות החברה לאורך השנים; (3) הרפורמה לביצוע שינוי מבני במשק החשמל בכלל ובחברה בפרט¹ (להלן: "הרפורמה"), מאפשרת יצירה של סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך; (4) התקדמות מהותית ביישום הרפורמה, הכוללת, בין היתר, את מכירת תחנות הכוח אלון תבור ורמת חובב, פרישת כמות מהותית של עובדים קבועים במסגרת הליך ההתייעלות (נכון ליום 30.09.2020, פרשו 967 עובדים קבועים מתוך 1,803 הצפויים לפרוש במסגרת הרפורמה), לצד התקדמות בהפרדת פונקציית ניהול המערכת; (5) ביום 03.12.2020, הושלמה עסקת המכירה של תחנת הכוח רמת חובב בתמורה לסך של כ-4.25 מיליארד ש"ח; (6) בהתאם למתווה הרפורמה, החברה החלה בבניית שני מחז"מים (בהיקף כולל של כ-1,200 מגוואט), בעבור חברת הבת - "נתיב האור אורות רבין בע"מ" (להלן: "החברה הבת"), חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה; (7) בראשית דצמבר 2020, הושלמה העברת פעילות אגף תפ"ט והיחידה לסטטיסטיקה ושווקים לחברת ניהול המערכת; (8) תעריפי החשמל הנקבעים על ידי רשות החשמל משיבים באופן כללי את עלויות החברה, אולם לעיתים קיימות מחלוקות בין הרגולטורים לבין החברה, באשר להיקף העלויות המוכרות ואף ייתכנו פערי עיתוי בהשבת עלויות החברה; (9) תעריפי החשמל מגלמים תשואות הנמוכות ביחס למקובל בענף פעילות החברה; (10) פיזור הולם של אמצעי הייצור ותמהיל הדלקים, הנשען ברובו על ייצור באמצעות גז טבעי ופחם; (11) בשלהי שנת 2019 החלה הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, ועד לשנת 2022 צפויה להערכתנו הפעלתו המסחרית של מאגר כריש. ריבוי המאגרים מאפשרים גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי; (12) המשך הפחתת החוב הפיננסי ושיפור ביחס המינוף, לצד צמצום עלויות המימון - נכון ליום 30.09.2020, החוב הפיננסי (ברוטו) של החברה הסתכם בכ-37.3 מיליארד ש"ח, זאת בהשוואה לכ-42.7 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. כנגזרת מכך, חל שיפור משמעותי ביחס החוב ל-CAP, אשר נכון ליום 30.09.2020 עמד על כ-52.0%, זאת בהשוואה לכ-58.6% בתקופה המקבילה אשתקד; (13) שחיקה ביחסי כיסוי החוב והריבית עד לשנת 2022, בשל מכירת תחנות הכוח במסגרת הרפורמה, לצד השקעות הנויות מהותיות. אולם, החל משנת 2022, צפוי שיפור משמעותי בסביבת יחסי כיסוי החוב והריבית. ב-9 החודשים שהסתיימו בספטמבר

¹ החלטת ממשלה מספר 3859: "רפורמה במשק החשמל, שינוי מבני בחברת החשמל ותיקון החלטת ממשלה", 03.06.2018.

2020, ייצרה החברה תזרים FFO של כ-4.4 מיליארד ₪, ביחס לכ-4.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד (טרם מכירת תחנת הכוח אלון תבור); (14) שמירה על מדיניות פיננסית מוגדרת וברורה, הכוללת בין היתר, יתרת נזילות מינימאלית, קיום מסגרות אשראי בנקאיות חתומות ולא מנוצלות, שמירה על גיוון מקורות מימון ונגישות פיננסית הולמת לספקי אשראי. נכון ליום 30.09.2020, סך היתרות הנזילות של החברה הסתכם בכ-1.9 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות ממספר בנקים, בסכומים מהותיים; (15) התמיכה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג; (16) התפשטות נגיף הקורונה עלולה להוביל לפגיעה בביקושים לחשמל בטווח הקצר, לצד צפי להתאוששות בצריכת החשמל בטווח הקצר-בינוני.

תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון, בין היתר, כי החברה תמשיך ליישם את מתווה הרפורמה, כאשר המשך יישומה צפוי להוסיף ולהשפיע באופן מהותי על פעילות החברה ולהוביל לסביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך, תוך שיפור איתנותה הפיננסית, והתייעלות כלכלית הצפויה לסייע לחברה להמשיך ולצמצם את היקף החוב ואת רמת המינוף הגבוהה. להערכתנו, עד שנת 2022, טרם הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים (בהיקף כולל של כ-1,200 מגה-ואט), צפויה שחיקה הדרגתית בפרמטרים התזרימיים בשל מכירת תחנות הכוח אלון תבור ורמת חובב, לצד ההשקעות ההוניות הנדרשות לבניית שני המחז"מים. אולם, לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים בשנים 2022-2023, צפוי שיפור ניכר והדרגתי בפרמטרים אלו. ביתר פירוט, עד שנת 2022, תזרים ה-FFO יחסי לחוב ויחסי כיסוי הריבית צפויים להישחק בהדרגה בטווחים שבין כ-10%-13.5%, וכ-3.9-4.3, בהתאמה, אולם לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים בשנים 2022-2023, יחס ה-FFO לחוב ויחסי כיסוי הריבית, צפויים להשתפר בהדרגה בטווחים שבין 13.5%-18.0% וכ-5.5-7.1. היקף הוצאות ה-CAPEX צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-6.0 מיליארד ₪ עד לשנת 2022, ולאחר מכן צפוי להתייצב בטווח שבין 4.0-5.0 מיליארד ₪. החוב הפיננסי (ברוטו) צפוי לנוע בטווח שבין 36-38 מיליארד ₪ עד לשנת 2023, כאשר יחס המינוף חוב ל-CAP, צפוי להוסיף ולהשתפר בהדרגה בשנתיים הקרובות ולנוע בטווח שבין 48%-52%. בד בבד, עם צמצום רמת המינוף, הוצאות המימון בגין החוב צפויות לקטון גם כן בשנים הקרובות. להערכתנו, יחס המקורות לשימושים של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 1.4-1.5 בשנת 2020 (לאחר מכירת תחנת הכוח רמת חובב), כאשר החל משנת 2021, צפוי יחס המקורות לשימושים לנוע בטווח שבין 1.15-1.25, בין היתר, עקב עומס פירעונות הולך וגדל עד לשנת 2024. במקביל לכך, אנו מניחים כי החברה תמשיך לשמור על מדיניותה המוצהרת והחלטת הדירקטוריון, לרבות בקשר עם שמירה על נזילות של 3.0 מיליארד ₪, לכל הפחות.

בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה בחברה כגבוהות מאוד ומהוות יסודות משמעותיים לדירוג. אנו מעריכים את הקשר בין החברה למדינה כגבוה מאוד, אך לעיתים לא קיימת זהות אינטרסים מלאה. על אף האמור לעיל, להערכתנו חל שיפור בקשר בין רשות החשמל (לשעבר הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל) (להלן: "רשות החשמל") לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, בפרט לאור אישור הרפורמה, אשר יוצרת סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך. להערכת מידרוג, אישור הרפורמה ונכונות הצדדים לקידומה ויישומה, מעידים על המשך התחזקות היחסים ושיתוף הפעולה בין החברה לרגולטורים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך בשיעור המינוף וביחסי הכיסוי של החברה

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה במסגרת התעריף
- שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה, לרבות עלייה בשיעור המינוף ושחיקה של יחסי הכיסוי
- אי-שמירה על רמת נזילות מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות והפירעונות הצפויים
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות הגיוס

חברת החשמל לישראל בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.17	31.12.18	31.12.19	30.09.19	30.09.20	
23,370	23,584	24,660	19,122	18,518	הכנסות
2,417	2,391	3,782	2,857	3,033	רווח מפעולות רגילות ²
773	(354)	3,237	832	2,326	רווח (הפסד) לפני חשבונות פיקוח נדחים
4,740	4,070	1,816	1,449	1,814	רווח (הפסד) לתקופה ותנועות ביתרות חשבונות פיקוח נדחים, נטו ממס
4,807	4,567	6,253	4,751	4,364	FFO ³
2,901	3,051	3,476	2,633	3,035	CAPEX
48,058	44,008	42,196	42,893	37,283	חוב פיננסי (ברוטו) ⁴
3,701	3,283	3,617	2,352	1,925	יתרות נזילות
64.2%	59.0%	57.9%	58.6%	52.0%	חוב ל-CAP

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

לחברה תפקיד בעל חשיבות עליונה בתפקודו התקין של משק החשמל

חח"י הינה חברה ממשלתית בעלת מעמד מונופוליסטי לאורך שרשרת החשמל בישראל (ייצור, הולכה וחלוקה). החברה מהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה והינה בעלת רישיון ספק שירות חיוני. עם זאת, במקטע הייצור נתח השוק של החברה צפוי להוסיף ולקטון בשנים הקרובות, זאת בשל כניסתם של יחפ"ים לפונקציית הייצור המשקית, לצד הרפורמה במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל בפרט, אשר במסגרתה על החברה למכור כשליש מיכולת הייצור שלה כחלק מיישום הרפורמה (בהספק כולל של כ-4,500 מגה ואט), כמפורט להלן. נכון לשנת 2019 ובהתאם לנתוני רשות החשמל, כושר הייצור המותקן של החברה עמד על כ-72% מכלל כושר הייצור במשק, בהשוואה לכ-77% בשנת 2018, וכ-79% בשנת 2017. עם זאת, בהתאם לנתוני החברה, בשנת 2019 כושר הייצור המותקן שלה עמד על כ-67% מכלל כושר הייצור במשק, בהשוואה לכ-74% בשנת 2018.⁵ בהתאם להערכות רשות החשמל, בסוף שנת 2020, כושר הייצור המותקן של החברה מכלל כושר הייצור במשק צפוי לעמוד על כ-62%, לאחר מכירת תחנת הכוח רמת חובב. כמו כן, בשנת 2019, ייצרה החברה כ-66% מכלל החשמל במשק, זאת בהשוואה לכ-69% מכלל החשמל במשק בשנת 2018, וכ-71% בשנת 2017. בהתאם להערכות רשות החשמל, בסוף שנת 2020, נתח השוק של החברה במקטע הייצור צפוי לעמוד על כ-57%, לאחר מכירת תחנת הכוח רמת חובב.⁶ כמו כן, בהתאם למתווה הרפורמה, מקטע האספקה יפתח בטווח הקצר לתחרות באופן הדרגתי, כך שבמקטע צרכני מתח על עליון, עליון וגבוה, חח"י תישאר מספק ברירת המחדל ולא תהא רשאית לפעול כגורם תחרותי (כאשר הנושא צפוי להיבחן בשנית, בחלוקה 5 שנים ממועד הרפורמה). בעוד שבמקטע המתח הנמוך תהא החברה רשאית להתחרות רק כאשר נתח השוק של החברה ירד מתחת ל-60%, בהתאם לאסדרה שתקבע.

ההתקדמות ביישום מתווה הרפורמה במשק החשמל, לצד השינוי המבני בחברה

הרפורמה במשק החשמל מתקדמת בהתאם ליעדים ולאבני הדרך שנקבעו. הרפורמה כוללת, בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי של חח"י במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח"י כבעלת רישיון ספק שירות חיוני, אשר כפועל יוצא, תהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. כחלק מיישום מתווה הרפורמה, ביום 03.12.2019, הושלמה עסקת המכירה של תחנת הכוח אלון תבור בתמורה לסך של כ-1.87 מיליארד ₪⁷ ובנוסף, ביום 03.12.2020, הושלמה עסקת המכירה של תחנת הכוח רמת חובב בתמורה לסך של כ-4.25 מיליארד ₪⁸. בהתאם למתווה הרפורמה, החברה ממשיכה לקדם את מכירת

² לא כולל הכנסות והוצאות אחרות, תוצאות הסכם הרפורמה והוצאות בקשר עם התחייבויות לפנסיונרים.

³ כולל התאמות של הפקדות לתוכניות פנסיה של עובדי החברה.

⁴ כולל התאמות של התחייבויות חכירה, הוצאות ריבית לשלם והפרשות לפינוי ושיקום אתרים.

⁵ בהקשר זה, החברה מציינת כי עיקר הפער נובע מאופן חישוב ההספק המותקן של יצרני החשמל הפרטיים, בדגש על אנרגיות מתחדשות.

⁶ לפירוט נוסף ראה: [דוח משק החשמל לשנת 2019](#).

⁷ לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה [מיום 03.12.2019](#).

⁸ לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה [מיום 25.06.2020](#) ואת דיווח החברה [מיום 03.12.2020](#).

התחנות, במסגרת זו, החברה פרסמה את הליך המיון המוקדם למכירת כ-50% מתחנת הכוח חגית, כאשר המועד האחרון למסירת החזקה חל ביום 3 ביוני 2022. בהתאם לכך, החברה בוחנת, לבקשת משרד האנרגיה, אפשרות להקדמת לוחות הזמנים. בכך, צפויה חברת החשמל להקדים את מכירת תחנת חגית לפני תחנת רידינג, כאשר במהלך השנים הקרובות צפויה החברה למכור גם את תחנות הכוח רידינג ואשכול. בד בבד, בהתאם לרפורמה, נכון ליום 30.09.2020, פרשו 161 עובדים קבועים בפרישה מוקדמת מתוך כ-200 פרישות מתוכננות בשנת 2020, זאת בהשוואה לפרישה מוקדמת של 347 עובדים בשנת 2019 ו-459 עובדים בשנת 2018 (967 עובדים במצטבר), זאת מתוך 1,803 עובדים הצפויים לפרוש במסגרת תהליך ההתייעלות. כמו כן, בשנים 2021-2023 צפויים לפרוש 200 עובדים בפרישה מוקדמת, בכל שנה. בנוסף, בהתאם לדיווח החברה מיום 01.12.2020, הפרדת פונקציית מנהל המערכת מחברת החשמל מבוצעת באופן מדורג, וצפויה לחול במהלך המחצית השנייה לשנת 2021. בהקשר זה, נציין כי ביום 01.12.2020, דיווחה החברה כי הושלמה העברת פעילות אגף תפ"ט וחלק מפעילות היחידה לסטטיסטיקה וחקר שווקים לחברת ניהול המערכת.⁹ כמו כן, ביום 30.12.2020, דיווחה החברה לראשונה על חלוקת דיבידנד בסך של כ-200 מיליון ₪, אשר הותנתה בקבלת התחייבות המדינה להעברת תקבולי הדיבידנד לחברת ניהול המערכת.¹⁰

להערכת מידרוג, יישום מתווה הרפורמה והשינוי המבני בחברה, מהווים אתגר גדול עבור המשק והחברה כאחד. יישום הרפורמה צפוי להשפיע באופן מהותי על פעילות החברה ולהוביל לסביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך, תוך שיפור איתנותה הפיננסית וגמישותה התפעולית של החברה. ההתקדמות המהותית ביישום מתווה הרפורמה והשינוי המבני בחברה בתקופה האחרונה מהווים איתות חיובי ליכולת ולמחויבות לעמוד באתגר זה.

המשך צמצום נתח השוק של החברה במקטע הייצור, לצד מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם הפחתת השימוש בפחם

אחד הנדבכים המרכזיים ברפורמה כולל מכירה של 19 יחידות ייצור ב-5 אתרים שונים: אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (באופן חלקי) ואשכול, בהספק כולל של כ-4,500 מגוואט, המהווים כשליש מיכולת הייצור של החברה, עד לשנת 2023. עובר למועד הדוח, מכירת תחנות הכוח במסגרת הרפורמה ממשיכה להתקדם, כאשר בנוסף להשלמת מכירת תחנות הכוח אלון תבור ורמת חובב, מקדמת החברה את מכירת תחנת הכוח חגית (באופן חלקי), כמפורט לעיל. בנוסף, בהתאם למתווה הרפורמה, החברה החלה בבניית שני המחז"מים (בהיקף כולל של כ-1,200 מגוואט), בעבור חברת הבת, חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (בהיקף כולל של כ-1,440 מגוואט), כאשר על פי החלטת משרד האנרגיה, החברה תשמר את יחידות הייצור בהתאם למתווה רשות החשמל. לאחר השלמת הקמת המחז"מים, צפוי נתח השוק של החברה במגזר הייצור (יחד עם שני המחז"מים המוקמים עבור החברה הבת, כאמור לעיל) לנוע בטווח שבין 40%-45% מסך היכולת המותקנת של כלל המשק בשנת 2025, זאת בהשוואה לנתח שוק של כ-72% בשנת 2019 בהתאם לנתוני רשות החשמל (כאשר בהתאם לנתוני החברה, בשנת 2019 כושר הייצור המותקן שלה עמד על כ-67%). בהקשר זה, ראוי לציין כי מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם צפויה להימשך, כאשר בהוראת שר האנרגיה, ולאחר בחינת כל השיקולים הרלוונטיים, ניתן לקצר את לוחות הזמנים בהסבת תחנות הכוח הפחמיות בחדרה ובאשכול לגז טבעי עד לסוף שנת 2025, ובשנה זו, למעשה, עשוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל.¹¹

להערכת מידרוג, מחד גיסא, מכירה של כשליש מיכולת הייצור הנוכחיות של החברה צפויה לסייע לה להמשיך ולצמצם את היקף החוב ואת רמת המינוף הגבוהה, לצד יצירת מקור תזרימי למימון תוכנית ההשקעות (לרבות הקמת 2 מחז"מים חדשים), ומאידך גיסא, המכירה צפויה לפגוע בהכנסות וברווחיות החברה ממקטע הייצור, אשר נכון לשנת 2019, סיפק כ-59.7% מהכנסות החברה וכ-56% מה-EBITDA שלה. בד בבד, נציין כי בשלהי שנת 2019 החלה הפעלת המסחרית של מאגר לווייתן, ועד לשנת 2022 צפויה להערכתנו הפעלת המסחרית של מאגר כריש. הפעלת המסחרית של מאגרי גז טבעי נוספים, בנוסף למאגר תמר אשר טרם לכן היווה ספק גז יחיד, למעט כמויות מוגבלות של גז טבעי נזלי מן המצוף הימי (BUOY), מאפשרים לחברה גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי ובפעילות מגזר הייצור.

⁹ לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה מיום 01.12.2020.

¹⁰ לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה מיום 30.12.2020.

¹¹ [משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יוקצר.](#)

המשך הפחתת החוב הפיננסי ושיפור ביחס המינוף, לצד צמצום עלויות המימון

החוב הפיננסי (ברוטו) של החברה הסתכם בכ-37.3 מיליארד ₪ ברבעון השלישי לשנת 2020, זאת בהשוואה לכ-42.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד וכ-44.0 מיליארד ₪ בשנת 2018. בהקשר זה, נציין, כי יישום מתווה הרפורמה, בדגש על מכירת תחנות הכוח אלון תבור ורמת חובב, לצד ביצוע הסדר נכסים בין החברה למדינה, רשות מקרקעי ישראל ועיריית ת"א, תרמו רבות לצמצום החוב הפיננסי של החברה ולהפחתת הוצאות המימון, באופן מהותי. כנגזרת מכך, חל שיפור משמעותי ביחס החוב ל-CAP, אשר נכון ליום 30.09.2020 עמד על כ-52.0%, זאת בהשוואה לכ-58.6% בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב הפיננסי (ברוטו) צפוי לנוע בטווח שבין 36-38 מיליארד ₪ עד לשנת 2023, כאשר יחס המינוף חוב ל-CAP, צפוי להוסיף ולהשתפר בהדרגה בשנתיים הקרובות בטווח שבין 48%-52%. בד בבד, עם צמצום רמת המינוף, הוצאות המימון בגין החוב צפויות לקטון גם כן.

שחיקה ביחסי כיוסי החוב והריבית עד לשנת 2022, בשל מכירת תחנות הכוח במסגרת הרפורמה לצד השקעות הוניות

מהותיות, אולם החל משנת 2022, צפוי שיפור משמעותי בסביבת יחסי כיוסי החוב והריבית

מימוש הנכסים לצד ההשקעות ההוניות הנדרשות לבניית שני המחז"מים (בהיקף כולל של כ-1,200 מגוואט) עבור חברת הבת, כאמור לעיל, צפויים לפגוע בטווח הקצר ביחסי הכיוסי של החברה. אולם, לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים (הצפויה בשנים 2022-2023), יחסי הכיוסי צפויים להשתפר מאופן מהותי, הן בקשר עם כיוסי החוב והן בקשר עם כיוסי הריבית. היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-6.0 מיליארד ₪ עד לשנת 2022, ולאחר מכן צפוי להתייצב בטווח שבין 4.0-5.0 מיליארד ₪. ב-9 החודשים שהסתיימו בספטמבר 2020, ייצרה החברה תזרים FFO של כ-4.4 מיליארד ₪, ביחס לכ-4.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד (טרם מכירת תחנת הכוח אלון תבור). להערכתנו, עד שנת 2022, תזרים ה-FFO ביחס לסך החוב הפיננסי (ברוטו) ויחס כיוסי הריבית צפויים להישחק בהדרגה בטווחים שבין כ-10%-13.5%, וכ-3.9-4.3, בהתאמה (בהשוואה לכ-14.8% וכ-4.9, בהתאמה, בשנת 2019), בשל מכירת תחנות הכוח אלון תבור ורמת חובב, כאשר לתפיסתנו, מדובר ביחסי כיוסי איטיים ביחס לדירוג. אולם, לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים בשנים 2022-2023, יחס ה-FFO לחוב ויחס כיוסי הריבית, צפויים להשתפר בהדרגה בטווחים שבין 13.5%-18.0% וכ-5.5-7.1.

שמירה על רמת נזילות מספקת

נכון ליום 30.09.2020, סך היתרות הנזילות של החברה הסתכמו בכ-1.9 מיליארד ₪, זאת בהשוואה לכ-2.4 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי תחומות ממספר בנקים¹² בסכומים מהותיים. יתרת המזומנים של החברה משקפת את החלטת הדירקטוריון בקשר עם כרית נזילות שלא תפחת מ-3.0 מיליארד ₪, מתוכה יתרת מזומנים והשקעות לטווח קצר שלא יפחתו מ-1.7 מיליארד ₪, בעוד שהיתרה תהא בקווי אשראי מובטחים ולא מנוצלים בעלי תוקף ארוך משנה. רמת נזילות החברה משקפת את יישום החלטת הדירקטוריון ומדיניותה הפיננסית, באופן עקבי. כמו כן, להערכתנו, יחס המקורות לשימושים של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 1.4-1.5 בשנת 2020 (לאחר מכירת תחנת הכוח רמת חובב), כאשר החל משנת 2021, צפוי יחס המקורות לשימושים לנוע בטווח שבין 1.15-1.25, בין היתר, עקב עומס פירעונות הולך וגדל עד לשנת 2024. יחס זה יכול להשתנות כתלות בתמורת המכירה של אתר חגית, כאשר המועד האחרון למסירת החזקה חל ביום 3 ביוני 2022. בהתאם לכך, החברה בוחנת, לבקשת משרד האנרגיה, אפשרות להקדמת לוחות הזמנים.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, אשר מהוות יסודות משמעותיים בדירוג. התלות בין החברה למדינה מתבטאת בסיכונים אשראי דומים הכוללים, בין היתר, חשיפה למשברים גאו-פוליטיים והישענות על מקורות הכנסה זהים (כלל המשק הישראלי), כאשר החברה נמצאת בבעלות כמעט מלאה של המדינה (כ-99.85%). עם זאת, יש לציין כי לעיתים לא קיימת זהות אינטרסים מלאה. הערכתנו לתמיכה הגבוהה מאוד מצד המדינה, נגזרת בראש ובראשונה מחויבות החברה

¹² תוקף המסגרות הנ"ל הינו לתקופה של יותר משנה.

להתנהלות הכלכלית במשק, בהיותה ספק שירות חיוני, זאת לצד היסטוריית תמיכה מצד המדינה המתבטאת, בין היתר, בהתערבותה בעת משבר הדלקים (בשנת 2012). שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות בין המדינה לחברה, עלולה להוביל לפגיעה משמעותית בדירוג. להערכתנו, חל שיפור בקשר בין רשות החשמל לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, בפרט לאור אישור הרפורמה ויישומה המוצלח על ידי החברה, אשר יוצרת סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך. ראוי לציין, כי בדוחותיה הכספיים של החברה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי אשר צורף לדוח התקופתי ביום 31.12.2019, נמצאה הבקרה הפנימית כלא אפקטיבית בשל חולשה מהותית, כאשר החברה לא קיימה בקרה אפקטיבית על כך שהזכויות וההטבות אשר לפיהן משולמים תשלומי שכר ופנסיה ונכללות מחויבויות אקטואריות, מאושרות בהתאם להוראות החוק. גילוי בגין החולשה המהותית ניתן לראשונה בדוח בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי לשנת 2009.¹³

התפשטות נגיף הקורונה עלולה להוביל לפגיעה בביקושים לחשמל בטווח הקצר, לצד צפי להתאוששות בצריכת החשמל בטווח הקצר-בינוני

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, השפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרת אי-ודאות רבה בשוק. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינה, לרבות סגירת הגבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום הפעילות הכלכלית, זאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף, אשר הוכר כמגיפה עולמית. בשבועות האחרונים אנו עדים להתמתנות התחלואה, לאור היקף האוכלוסייה המחסונת אשר הולך וגדל, זאת לאחר תקופה של עלייה דרמטית בהיקפי התחלואה והתמותה. הפגיעה הכלכלית באזרחים ובעסקים לצד החששות ואי-הוודאות שנוצרה בקרב הציבור עלולות להוביל, בין היתר, לפגיעה בצריכת החשמל במשק. להערכתנו, שיעור הולך וגדל בקרב האוכלוסייה המחסונת צפויה לזרז את המשך ההתאוששות בביקושים לחשמל, אשר בנוסף, תושפע מהיקף התחלואה והמגבלות השונות הצפויות להינקט ע"י הממשלה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

אודות החברה

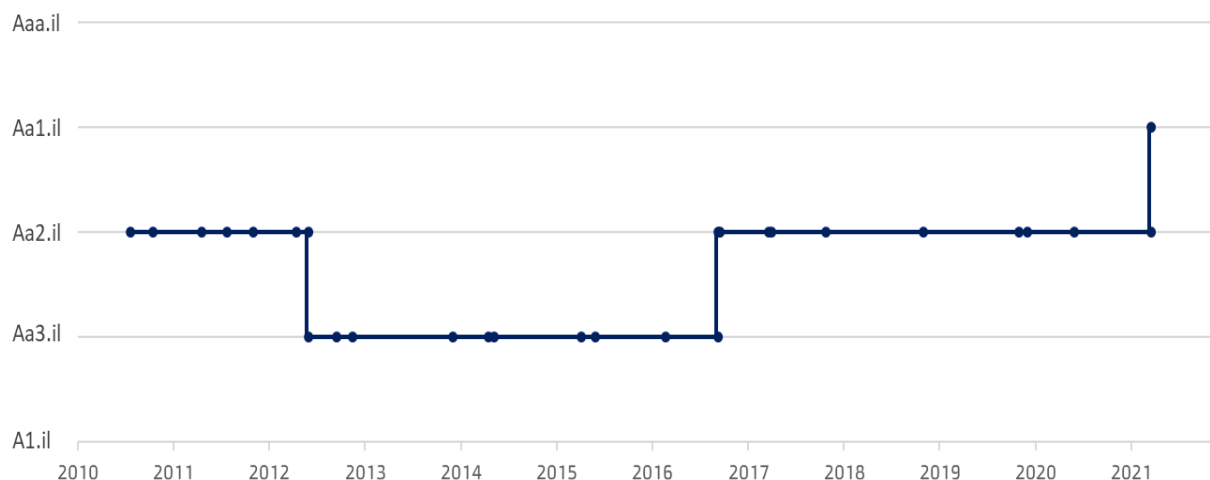
חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ-99.85% ממניותיה¹⁴), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, אספקת חשמל, סחר בחשמל¹⁵, והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויות אלו. החברה התאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל, אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. על פי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בנוסף, רשות החשמל 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 מרבית צריכת החשמל בישראל. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת באמצעות רשות החשמל, על פי חוק משק החשמל, התשנ"ו 1996, למעלה מ-20 שנים.

¹³ לפרטים נוספים הנכם מופנים לדוחותיה הכספיים של החברה - דוח של הדירקטוריון והנהלה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי.

¹⁴ להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

¹⁵ נציין, כי פעילות הסחר בחשמל צפויה לעבור לחברת ניהול המערכת.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [דירוג חברת החשמל לישראל בע"מ](#)
- [דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, יולי 2020](#)
- [דירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\) - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

10.03.2021	תאריך דוח הדירוג:
24.05.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.07.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
חברת החשמל לישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
חברת החשמל לישראל 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 הגבוה 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").

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 ביעוץ 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 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 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>