

חברת החשמל לישראל בע"מ

מעקב | מרץ 2024

אנשי קשר:

שיר קהירי

אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
shir.k@midroog.co.il

איריס שדה אור

ראש צוות, מעריכת דירוג משנית
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Aa1.il	דירוג סדרות
-------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (2029, 27, 29, 31-35) שהנפיקה חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" ו/או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. שינוי האופק לחיובי הינו על רקע שיפור משמעותי בצפוי בטווח האופק ביחסים הפיננסיים של החברה וכן על רקע תמיכה משמעותית של המדינה בחברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם הסדרה	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
חשמל צמוד 2029רמ	6000186	Aa1.il	חיובי	07.05.2029
חשמל אגח 27	6000210	Aa1.il	חיובי	12.04.2029
חשמל אגח 29	6000236	Aa1.il	חיובי	01.03.2026
חשמל אגח 31	6000285	Aa1.il	חיובי	21.09.2031
חשמל אגח 32	6000384	Aa1.il	חיובי	22.07.2027
חשמל אגח 33	6000392	Aa1.il	חיובי	30.05.2036
חשמל אגח 34	1196781	Aa1.il	חיובי	12.06.2033
חשמל אגח 35	1196799	Aa1.il	חיובי	12.06.2037

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה ממשלתית, הפועלת לאורך כל שרשרת החשמל בישראל (ייצור, הולכה, חלוקה ואספקה), וכן בעלת רישיון ספק שירות חיובי; (2) חשיבותה הגבוהה של החברה לתפקוד משק החשמל בישראל, המתבטאת, בין היתר, בתמיכת המדינה בפעילות החברה לאורך השנים; (3) הרפורמה לביצוע שינוי מבני במשק החשמל בכלל ובחברה בפרט² (להלן: "הרפורמה"), מאפשרת יצירה של סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך; (4) התקדמות ביישום הרפורמה, הכוללת, בין היתר, את המכירה הצפויה של תחנת אשכול ופרישת כמות מהותית של עובדים קבועים במסגרת הליך ההתייעלות; (5) בהתאם למתווה הרפורמה, החברה נמצאת בתהליך בנייה של שתי מערכות אשר יעבדו על מחזור משולב (להלן: "מחז"מ" או "מחז"מים"), בהיקף כולל של כ-1,200 מגה-ואט, חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה. החברה עדכנה את הצפי המשוער להפעלה מסחרית של המחז"מ הראשון מחודש ינואר 2023 לחודש יולי 2024 וכן את המחז"מ השני לחודש מרץ 2025; (6) 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; (7) החלטת רשות החשמל לפרוס את החוב הצרכני על פני השנים 2023-2025, באמצעות עדכון התעריף והשינוי במתודולוגיית קביעת בסיס התעריף במקטע הייצור, בעקבות העלייה החדה במחיר הפחם, כאשר בתחילת 2024 הוחלט כי חלק מהתמורה הצפויה ממכירת אשכול תיוחס לחוב זה; (8) פיזור הולם של אמצעי הייצור ותמהיל הדלקים, הנשען ברובו על ייצור באמצעות גז טבעי ופחם; (9) תחילת הפעלתו המסחרית של מאגר כריש במהלך שנת 2022, כאשר ריבוי מאגרי הגז מאפשר גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי; (10) שיפור ביחס החוב ל-CAP ל-50.7% נכון ליום 31.12.2023, בהשוואה ל-51.5% בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר יחס זה צפוי להשתפר מהותית בשנה הקרובה; (11) שיפור ביחסי כיסוי החוב והריבית בשנת 2023, כאשר משנת 2026, צפוי שיפור נוסף בסביבת היחסים הללו. נכון ליום 31.12.2023 הסתכם ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-5.2 מיליארד ₪, לעומת כ-2.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. במקביל לכך, במהלך שנת 2023, ייצרה החברה תזרים FFO של כ-3.8 מיליארד ₪, ביחס לכ-1.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2022; (12) 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 31.12.2023 סך היתרות הנזילות של החברה הסתכמו בכ-2.8 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות ממספר בנקים, בסכומים מהותיים; (13) התמיכה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים

¹ לחברה סדרות אג"ח נוספות אשר אינן מדורגות במידרוג, סדרות חשמל דולר 2024רמ, חשמל דולר 2028רמ וחשמל דולר 2023רמ.
² החלטת ממשלה מספר 3859: "רפורמה במשק החשמל, שינוי מבני בחברת החשמל ותיקון החלטת ממשלה", 03.06.2018.

לדירוג; (14) להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. חשיפה זו נובעת בעיקר בשל מגמות המעבר לאנרגיה ירוקה והחשיפות הפיננסיות והרגולטוריות הנגזרות מהן, זאת לצד החשיפה הכרוכה בפעילות תחנות הפחם של החברה, אשר צפויות להיות מוסבות לייצור בגז עד לשנת 2027. בנוסף, מידרוג מעריכה כי החברה חשופה לסיכונים חברתיים. בפרט, התעניינות ציבורית ופוליטית הנוגעת לייצור חשמל באמצעות פחם, תרמה להחלטה להאיץ את תאריך היעד להסבת התחנות הפחמיות משנת 2030 לשנת 2027. כמו כן, מבחינת ממשל תאגידי, בדוחותיה הכספיים של החברה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי ליום 31.12.2023, נמצאה הבקרה הפנימית כלא אפקטיבית בשל חולשה מהותית.

תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון, בין היתר, כי החברה תמשיך ליישם את מתווה הרפורמה, אשר צפויה להמשיך ולהשפיע באופן מהותי על פעילות החברה ולהוביל, בין היתר, לשיפור איתנותה הפיננסית, דרך צמצום היקף החוב ורמת המינוף של החברה. להערכתנו, עד לסוף שנת 2026 צפוי שיפור משמעותי בפרמטרים התזרימיים, בשל התמורה הצפויה בגין המכירה הצפויה של תחנת אשכול (כ-9.0 מיליארד ₪), עליה נוספת בתעריף לחברה, פירעון חוב מהותי בשנת 2024 והפעלתם המסחרית של שני המחז"מים החדשים. כמו כן, בשנת 2024 תזרים ה-FFO ביחס לחוב ויחס כיסוי הריבית צפויים לנוע בטווח שבין 13.0%-13.5% וכ-6.0-6.5, בהתאמה, לעומת טווח שבין 9.5%-10.0% וכ-4.5-5.0 בהתאמה, בשנת 2025. יחסי הכיסוי הצפויים בשנת 2024 גבוהים בהשוואה לשנת 2025, בעיקר כתוצאה מהעלייה ברכישות חשמל בשנת 2025 ומירידה בייצור החברה כהמשך למכירת תחנת אשכול, כאשר הפעלתם המסחרית של המחז"מים צפויה לשפר את יחסים אלו. במקביל לכך, ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 6.5-7.0 מיליארד ₪ בשנת 2024 לעומת טווח שבין 5.0-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2025. היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) צפוי לנוע בטווח שבין 7.0-7.5 מיליארד ₪ לשנים 2024-2025. החוב הפיננסי (ברוטו) צפוי לנוע בטווח שבין 39-41 מיליארד ₪ לשנים 2024-2025, כאשר יחס המינוף חוב ל-CAP, צפוי להשתפר בהדרגה במהלך השנים הבאות ולנוע בטווח שבין 46%-44%. להערכתנו, יחס מקורות לשימושים אשר עמד על 1.2 בשנת 2023, צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.2 בשנתיים הקרובות, וזאת, בין היתר, עקב השקעות CAPEX מתעצמות, עד לשנת 2025.

בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה בחברה כגבוהות מאוד והן מהוות יסודות משמעותיים לדירוג. הערכתנו לתמיכה הגבוהה מאוד מצד המדינה, נגזרת בראש ובראשונה מחויבות החברה להתנהלות הכלכלית במשק, בהיותה ספק שירות חיוני, זאת לצד היסטוריית תמיכה מצד המדינה. להערכתנו הקשר היעיל בין רשות החשמל (לשעבר הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל) (להלן: "רשות החשמל") לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים ובפרט לאור אישור הרפורמה ויישומה המוצלח על ידי החברה, יוצר סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי הינו על רקע שיפור משמעותי הצפוי בשנים הבאות ביחסים הפיננסיים של החברה, בין היתר, עקב התקבול הצפוי ממכירת תחנת אשכול ביוני 2024 ופרעון סדרה 2024 בנובמבר 2024, וכן על רקע תמיכה משמעותית של המדינה בחברה. המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותגודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).³

³ [הדוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

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.

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

31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23	
24,660	23,778	22,150	23,105	24,686	הכנסות
3,782	3,440	942	(998)	1,767	רווח מפעולות רגילות ⁴
3,237	3,866	(1,029)	(787)	720	רווח (הפסד) לפני חשבונות פיקוח נדחים
1,816	1,703	1,285	1,774	2,235	רווח (הפסד) לתקופה ותנועות ביתרות חשבונות פיקוח נדחים, נטו ממס
6,558	5,523	3,785	1,598	3,807	FFO ⁵
3,476	4,379	5,777	5,736	6,566	CAPEX
41,729	36,020	38,061	42,790	45,131	חוב פיננסי (ברוטו) ⁶
3,617	4,465	2,786	4,113	2,852	יתרות נזילות
57.7%	52.0%	51.4%	51.5%	50.7%	חוב ל-CAP

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

לחברה חשיבות עליונה בתפקודו התקין של משק החשמל, לצד צמצום נתח השוק שלה במקטע הייצור והאספקה

חח"י הינה חברה ממשלתית שהוכרזה על ידי הממונה על התחרות כמונופולין לאורך שרשרת החשמל בישראל (ייצור, הולכה, חלוקה ואספקה). החברה מהווה מונופול טבעי במגזרי ההולכה והחלוקה והינה בעלת רישיון ספק שירות חיוני. בהתאם לנתוני רשות החשמל⁷, נכון לשנת 2022 כושר הייצור המותקן של החברה עמד על כ-51% מכלל כושר הייצור במשק, בהשוואה לכ-54% בשנת 2021. נציין, כי בהתאם לדוחות הכספיים ל-31.12.2023 ירד נתח הייצור של החברה לכ-45% מכלל הייצור המשק. בהתאם להערכות רשות החשמל, כושר הייצור המותקן של החברה מכלל כושר הייצור במשק צפוי לעמוד על כ-40% בשנת 2025. במסגרת הרפורמה בחשמל, אשר מקדמת המדינה, צפויה החברה להתמקד במקטע רשת ההולכה והחלוקה של החשמל, כאשר במגזר הייצור נתח השוק של החברה צפוי להוסיף ולקטון בשנים הקרובות, זאת בשל המשך כניסתם של תחנות כוח נוספות למגזר הייצור, לצד הרפורמה במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל בפרט. בנוסף, בהתאם למתווה הרפורמה, החברה לא תתחרה במקטע האספקה לצרכני מתח גבוה, עליון, ועל עליון, כאשר לאחר 5 שנים הנושא יבחן שנית על ידי המדינה בהתאם לתנאי התחרות במשק. בנוסף, במקטע האספקה לצרכני מתח נמוך יפתח באופן הדרגתי, כאשר החברה תהיה רשאית להתחרות רק כאשר נתח השוק שלה ירד מתחת ל-60% מכלל צרכני מקטע זה, בהתאם לאסדרה שתקבע. בשנת 2022 נתח השוק של החברה היווה כ-69% מהצריכה המשקית⁸. בנוסף, ביום 21.09.2023 פרסמה רשות החשמל הצעת החלטה לשימוע בדבר הענקת רישיון הולכה חדש לחברת החשמל

⁴ לא כולל הכנסות והוצאות אחרות, תוצאות הסכם הרפורמה והוצאות בקשר עם התחייבויות לפנסיונרים.

⁵ כולל התאמות של הפקדות לתוכניות פנסיה לעובדי החברה.

⁶ כולל התאמות של התחייבויות חכירה, הוצאות ריבית לשלם והפרשות לפינוי ושיקום אתרים.

⁷ [דוח מצב משק החשמל לשנת 2022](#).

⁸ לא כולל ייצור עצמי של יצרני מתח גבוה ונמוך.

למשך 20 שנים, לפיו החברה תהיה אחראית להקמה, תחזוקה, פיקוח וכן תכנון הנדסי של מערכת המסירה. להערכת מידרוג, ככל ויענק הרישיון לחברה צפוי להתחזק מעמדה בתחום.

מלחמת "חברות ברזל" עלולה להביא להשפעות שליליות על החברה

עם פרוץ המלחמה, החברה הושפעה במספר מישורים אשר כוללים, בין היתר, הצטיידות במלאי חירום. בהתאם לכך, אישר דירקטוריון החברה להשתמש בסך של כ-1.0 מיליארד ₪ מכרית הביטחון לטובת שמירת רציפות התפקודית של החברה ורכש לצרכי חירום, לרבות לדלקים משקיים. כמו כן, חלים עיכובים ו/או עצירת פרויקטים עקב מחסור ממשי בכוח אדם זמין ומקצועי, היעדר מומחים זרים, מניעת עבודה באתרים וכן אי קבלת האישורים הנדרשים מנגה לביצוע הפסקות חשמל בקווי הולכה.

ביום 07.10.2023 התקבלה הודעה ממשרד האנרגיה, כי לאור המצב הבטחוני מאגר תמר נדרש לעצור את פעילות הפקת הגז הטבעי. בהתאם לכך, אספקת הגז ממאגר זה הופסקה לחלוטין לתקופה של 35 יום, כאשר במהלך תקופה זו סיפק מאגר לווייתן לחברה את כמויות הגז הדרושות. להערכת מידרוג, אספקת גז ממספר מאגרים פעילים מאפשרת לחברה גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי ובפעילות מגזר הייצור.

בד בבד, נוכח המצב המלחמתי, נכון למועד הדוח, חלו מספר שימועים ציבוריים והחלטות של רשות החשמל⁹, הכוללים, בין היתר, הקלות לצרכני החשמל: היעדר פעילות אכיפת גבייה, מתן אפשרות להסדרי תשלום מקלים ללא ריביות לצרכניים בייתים ודחיית הפקה ומשלוח חשבונות חשמל עד ליום 31.12.2023 לכלל הצרכנים אשר פונו מבתיים. כמו כן, חיבור תחנת הכוח אורות יוסף לצנרת הדלקים, כאשר בהתאם להחלטה וכחלק מהפרויקט רציפות תפקודית במשק החשמל, החברה נדרשת להרחיב באופן מיידי את ההתקשרות עם חברת תשתיות אנרגיה בע"מ, כך שתכלול הקמת קו ייעודי אשר מחבר את תחנת הכוח אורות יוסף לצנרת דלקים.

להערכת החברה, המשך המלחמה עלול בנסיבות מסוימות להשפיע לרעה על תוצאותיה, בין היתר, בשל גידול אפשרי בהוצאות התפעול והפיתוח, אפשרות למחסור במקורות אנרגיה זמינים, גידול אפשרי בהוצאות המימון וחריגה מיעדי האיתנות הפיננסית אשר נקבעו במסגרת הרפורמה, ירידה בהיקף הגבייה מלקוחות החברה וגידול בחוב הצרכני, ירידת ערך נכסים פיננסיים לרבות נכסי קופת הפנסיה, עיכוב בביצוע והשלמת פרויקטים במקטעי הרשת והייצור, ביצועי מערכת החשמל לרבות היבטי סביבה עקב נזקים אפשריים לרשת החשמל ולתחנות הכוח וירידת ערך נכסים כתוצאה מעלייה אפשרית בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל. נציין, כי כמענה לסיכונים המפורטים לעיל פעלה החברה לשיפור מצב הנזילות, השגת מקורות מימון וקבלת תמיכה מגורמי מדינה: (1) ייעוד הכנסות העודפות ממכירת תחנת הכוח אשכול לכיסוי הוצאות המלחמה; (2) קבלת מכתב מהחשב הכללי אשר מצוין במכתבו, בין היתר, כי חברת החשמל הינה תאגיד בשליטה ממשלתית מלאה, המהווה ספק שירות חיוני במשק. בהתאם לכך, כלל גורמי המדינה המוסמכים, ובראשם החשב הכללי במשרד האוצר, מחויבים להבטחת רציפות אספקת האנרגיה במשק, ולאיתנותה הפיננסית של החברה, וליכולתה לשרת את חובותיה בעתות שגרה וחירום; (3) ביום 05.11.2023 גייסה החברה סך של כ-3.0 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, יתכנו השלכות עתידיות, התלויות, בין היתר, במשך והיקף המלחמה והאפשרות להתרחבותה לזירות נוספות.

התקדמות ביישום מתווה הרפורמה במשק החשמל

הרפורמה במשק החשמל כפי שאושרה בהחלטות הממשלה בנושא, כוללת, בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי של חח" במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח" כבעלת רישיון ספק שירות חיוני. כפועל יוצא, החברה תישאר מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. אחד הנדבכים המרכזיים ברפורמה כולל, בין היתר, מכירה של 19 יחידות ייצור ב-5 אתרים: אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (באופן חלקי) ואשכול, בהספק כולל של כ-4,500 מגה-ואט, המהווים כשליש מיכולת הייצור של החברה. במסגרת זו, וכחלק מתהליך מכירת תחנות הכוח, במהלך חודש נובמבר 2023 זכתה חברת דליה חברות אנרגיה בע"מ במכרז של אתר אשכול, כאשר תאריך העברת החזקה נקבע ליום 03.06.2024.

ביום 5 בנובמבר 2021 אישרה הכנסת בקריאה שניה ושלישית, את התוכנית הכלכלית ("חוק ההסדרים"), הכוללת, בין היתר, החלטות לשם היערכות למניעת פגיעה באספקת החשמל באזור גוש דן, ובכללן החלטות הדוחות את מועדי סיום הפעלת אתר רידינג ואת הקפאת הקמת שתי יחידות הייצור במחזור משולב באתר, בהתאם להחלטת הממשלה בנושא הרפורמה. בסוף חודש ספטמבר 2022

⁹ [עדכוני רשות החשמל - מלחמת חברות הברזל](#)

הושבתו יחידות הייצור ברידינג, לשם הסרת אסבסט וביצוע פעולות שדרוג. ביום 30.01.2024 הודיע שר האנרגיה והתשתיות על החלטה להפסקת ייצור החשמל באתר רידינג, כאשר חלק משטחה ישמש את משק החשמל לצרכים ירוקים כגון הקמת מתקני אגירה וככל הולכת חשמל תת ימי.

בנוסף, במהלך שנת 2021 מקטע הספקת החשמל נפתח לתחרות¹⁰, כאשר גם מספקי חשמל פרטיים, שאינם בעלי אמצעי ייצור, החלו למכור שירותי אספקת חשמל לצרכן. ביום 07.09.2022 פרסמה רשות החשמל החלטה בנושא מודל שוק בחלוקה אשר מסדירה את פעילותם של מתקני הייצור המחוברים ברשת החלוקה, ובפרט את אפשרותם למכור חשמל בעסקאות בילטרליות למספקים פרטיים ללא אמצעי ייצור החל משנת 2024. החלטה זו צפויה להביא לצמצום נוסף בנתח השוק של החברה במקטע האספקה. חרף זאת, פעילות זו מהווה נתח שולי מהכנסות החברה ולהערכתנו, התחרות לא צפויה להשפיע באופן מהותי על הפרמטרים הפיננסיים של החברה.

בד בבד, בהתאם לרפורמה, נכון ליום 31.12.2023 פרשו 231 עובדים קבועים בפרישה מוקדמת בשנת 2023, זאת בהשוואה לפרישה מוקדמת של 293 עובדים בשנת 2022, 319 עובדים בשנת 2021, 204 עובדים בשנת 2020, 347 עובדים בשנת 2019 ו-459 עובדים בשנת 2018 (1,853 עובדים במצטבר), זאת מתוך 2,003 עובדים הצפויים לפרוש במסגרת תהליך ההתייעלות, ובהתאם להסכם קיבוצי מיוחד רפורמה משנת 2018 ומהסכם קיבוצי מיוחד נוסף משנת 2020.

להערכת מידרוג, יישום מתווה הרפורמה והשינוי המבני בחברה, מהווים אתגר משמעותי עבור משק החשמל 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.

המשך הקמת המחז"מים והפחתה הדרגתית בשימוש בפחם

בהתאם למתווה הרפורמה, החברה נמצאת בתהליך הקמה של שני מחז"מים, בהיקף כולל של כ-1,200 מגה-ואט, בעבור חברת הבת "נתיב האור אורות רבין בע"מ", חלף היחידות הפחמיות 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" בחדרה (בהיקף כולל של כ-1,440 מגה-ואט). בעקבות מלחמת חרבות ברזל, אשר הובילה לעיכובים בהקמת המחז"מים, החברה עדכנה את הצפי המשוער להפעלה מסחרית של המחז"מים, כאשר הראשון עודכן לחודש יולי 2024 וכן הפעלת המחז"מ השני עודכן ללא לפני חודש מרץ 2025. בהתאם לנתוני רשות החשמל¹², לאחר השלמת הקמת המחז"מים, אשר צפויה להסתיים במהלך שנת 2025, נתח השוק של החברה במגזר הייצור צפוי לעמוד על כ-40% מסך היכולת המותקנת של כלל המשק בשנת 2025, זאת בהשוואה לנתח שוק של כ-51% בשנת 2022. בהקשר זה, נציין כי מדיניות הפחתת ייצור החשמל באמצעות פחם צפויה להימשך, כאשר עד לסוף שנת 2025 צפוי להסתיים עידן הפחם במדינת ישראל¹³.

כמו כן, ביום 25.01.2023 פרסמה רשות החשמל החלטה המאפשרת לחברה להקים מתקני אגירה עד שנת 2030 בתחומי תחנות המשנה ובכפוף לקבלת רישיון אגירה. ביום 26.09.2023 פורסמה החלטה לפריסת 5 המתקנים הראשונים שיוקמו בתחומים שבבעלות החברה, אשר יאפשרו הורדת הגודש ברשת וכן חיבור מתקנים נוספים באנרגיות מתחדשות בדרום הארץ.

להערכת מידרוג, מכירת תחנת הכוח אשכול צפויה לסייע לה להמשיך ולצמצם את היקף החוב ואת רמת המינוף, לצד יצירת מקור תזרימי למימון תוכנית ההשקעות (לרבות הקמת 2 מחז"מים חדשים). מאידך, מכירת התחנות על פי הסכם הרפורמה צפויה לפגוע בהכנסות החברה ממקטע הייצור, אשר נכון לשנת 2023 סיפק כ-62.5% מהכנסותיה. בד בבד, להערכתנו, תחילת ההפעלה המסחרית של מאגר כריש בסוף שנת 2022, כתוספת לאספקת הגז מהמאגרים הפעילים של תמר ולויתן, ובמקביל להפחתה הדרגתית של התלות בפחם, מאפשרת לחברה גמישות תפעולית גבוהה יותר באספקת הגז הטבעי ובפעילות מגזר הייצור.

¹⁰ רשות החשמל: פתיחת מקטע אספקת החשמל לצרכן לתחרות.

¹¹ החלטה מספר 63704: מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה.

¹² דוח מצב משק החשמל לשנת 2022.

¹³ משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

עדכונים בתעריף החשמל וברגולציה

הכנסות החברה מבוססות על תעריף החשמל אשר גובה החברה מהצרכנים, בהתאם לחוק משק החשמל, כאשר תעריפי החשמל ודרכי עדכונם נקבעים על ידי רשות החשמל. תעריף החשמל אמור לכסות את כלל העלויות הדרושות לחברה למילוי חובותיה כספק שירות חיוני, בכפוף לבקרת עלויות (עלויות דלקים, תפעול ותחזוקה, פחת, מימון ותשואה על ההון). עדכון התעריף מבוצע בתדירות שנתית ובנוסף מבוצע עדכון שוטף בעת הצורך. אחת למספר שנים הרשות קובעת "בסיס תעריף", המשקף את המתודולוגיה לקביעת ועדכון התעריף. בסיס תעריף למקטע הייצור נקבע ביום 09.01.2023 לשנים 2022-2027. בשנים 2022-2023 עלתה העלות המוכרת לתעריף החשמל לפי מקטעים בעיקר בשל העלייה במחירי הפחם בעולם ובשל סיום ההכרה בתקבולים ממכירת תחנות הכוח חגית מזרח ורמת חובב. בסיס תעריף למקטעי רשת נקבע ביום 08.01.2018 עבור השנים 2018-2022, כאשר למועד הדוח טרם פורסם עדכון חדש. כמו כן, תעריף החשמל לצרכן הביתי עודכן מספר פעמים במהלך השנים 2022-2023, בעקבות שינויים משמעותיים במחירי הפחם ובמחירי הבלו על הפחם. בחודש ינואר 2023 עלה התעריף לצרכן ביתי ממוצע בכ-8.2%, בחודש פברואר 2023 עליה זו הפחתה בכ-1.5% בשל הפחתת הבלו על הפחם ובחודש אפריל 2023 חלה הפחתה נוספת של כ-2.4%, אשר נבעה בעיקר בשל ירידת מחירי הפחם בעולם. ביום 19.01.2024 בוצע עדכון לתעריף¹⁴ לשנת 2024, כאשר התעריף לצרכן ביתי עלה בכ-2.6%, אשר נבע, בין השאר, מדחיית הכנסות בגין חובות עבר לרבות חוב הפחם, גריטת מונים רגילים ומקדמה בגין עלויות הסבת יחידות פחמיות לשימוש בגז טבעי באתר רוטנברג. עלות סופית להסבה זאת בקשר עם אתר רוטנברג צפויה להיקבע לאחר בקרת עלויות. ביום 29.01.2024 פורסמה החלטת רשות החשמל בנושא ייעוד התקבולים העודפים ממכירת תחנת הכוח אשכול לכיסוי הוצאות המלחמה, כאשר ככלל ויוותרו עודפים הם ינוצלו לתשלומים חד פעמיים עבור כיסוי הוצאות עבר של חברת חשמל ושל חברת נגה. ככל ולא ייוותרו עודפים כאמור, הוצאות אלה יוכרו במסגרת התעריף לתקופה של עד 3 שנים לכל היותר. ביום 21.09.2023 פרסמה רשות החשמל הצעת החלטה לשימוע בדבר הענקת רישיון הולכה חדש לחברת החשמל למשך 20 שנים, לפיו החברה תהיה אחראית להקמה, תחזוקה, פיקוח וכן תכנון הנדסי של מערכת המסירה. להערכת מידרוג, ככל ויענק הרישיון לחברה צפוי להתחזק מעמדה בתחום. בנוסף, ביום 22.02.2024 פרסמה רשות החשמל הצעת החלטה לשימוע לפיה מוצע לאפשר לצרכנים ביתיים להשתייך למספקים פרטיים ללא צורך בהתקנת מונה חכם.

שיפור בפרמטרים התזרימיים וביחסי הכיסוי של החברה בשנת 2023 ובשנים הבאות, למעט ירידה מסוימת בשנת 2025

הכנסות החברה בשנת 2023 צמחו בכ-6.8% ביחס לשנה הקודמת וזאת, בין היתר, בשל העלייה בתעריף בשנת 2023, אשר מקוזזת בירידה בכמות החשמל הנמכרת. בד בבד, סך עלות הדלקים של החברה הצטמצמה באופן מהותי מכ-9.5 מיליארד ₪ בשנת 2022 לכ-7.5 מיליארד ₪ בשנת 2023, קיטון של כ-22%, אשר מיוחס ברובו לירידה במחירי הפחם, כאשר היקף עלות הפעלת מערכת החשמל הכולל ירד בכ-6.5%. נציין, כי נכון ליום 31.12.2023 רכישות הפחם היוו כ-55% מסך עלות הדלקים של החברה, לעומת כ-66% בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה בהכנסות לצד הירידה בהוצאות הפעלת מערכת החשמל, הביאו יחדיו לשיפור בתזרים מפעילות שוטפת וביחסי הכיסוי של החברה.

בפרט, נכון ליום 31.12.2023 הסתכם ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-5.2 מיליארד ₪, לעומת כ-2.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. במקביל לכך, במהלך שנת 2023, ייצרה החברה תזרים FFO של כ-3.8 מיליארד ₪, ביחס לכ-1.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2022.

לאור העלייה בהכנסות כתוצאה מעדכון התעריף לצרכן, התמורה הצפויה בגין המכירה של אתר אשכול והפעלת המסחרית של שני המחז"מים החדשים, אנו מעריכים כי החל משנת 2024, צפויה עליה משמעותית בפרמטרים התזרימיים, למעט ירידה מסוימת בשנת 2025 הנובעת משחיקה ברווח התפעולי כתוצאה מרכישות חשמל בהיקפים גבוהים לאור מכירת תחנת אשכול. ביתר פירוט, ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 6.5-7.0 מיליארד ₪ בשנת 2024 לעומת טווח שבין 5.0-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2025. במקביל לכך, בשנת 2024 תזרים ה-FFO יחוס יחוס יחסי הריבית צפויים לנוע בטווח שבין 13.0%-13.5% וכ-6.0-6.5 בהתאמה, לעומת טווחים

¹⁴ [רשות החשמל - עדכון שנתי לתעריף החשמל 2024](#)

שבין 9.5%-10.0% וכ-4.5-5.0 בהתאמה בשנת 2025. לאחר הפעלתם המסחרית של שני המחז"מים, בשנת 2026, יחס ה-FFO לחוב ויחס כיסוי הריבית, צפויים לנוע בטווח שבין 11.5%-12.0% ובין 6.0-6.5, בהתאמה.

צפי לשיפור מהותי ביחס המינוף חוב ל-CAP בשנים הקרובות

החוב הפיננסי (ברוטו) של החברה הסתכם בכ-45.2 מיליארד ₪ בשנת 2023, זאת בהשוואה לכ-42.8 מיליארד ₪ בשנת 2022 וכ-38.1 מיליארד ₪ בשנת 2021. הגידול בחוב בשנת 2023 נבע, בין היתר, מגיוסי חוב של כ-6.6 מיליארד ₪, כאשר מתוכם הוקדמו משנת 2024 גיוסים של כ-3 מיליארד ₪ כתוצאה מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל". כמו כן, הגידול בחוב בשנת 2022 נבע מגיוסי חוב מהותיים בסך של כ-7.9 מיליארד ₪, אשר בוצעו בעיקר לנוכח העלייה החדה במחיר הפחם בשנה זו. בהקשר זה, נציין כי אנו מעריכים שבטווח הארוך יישום מתווה הרפורמה, בדגש על מכירת תחנות הכוח, לצד ביצוע הסדר נכסים בין החברה למדינה, רשות מקרקעי ישראל ועריית ת"א, צפויים לצמצם את החוב הפיננסי של החברה, תוך שמירה על יציבות בהוצאות המימון. יחס החוב ל-CAP נכון ליום 31.12.2023 עמד על כ-50.7%, בהשוואה לכ-51.5% בתקופה המקבילה אשתקד.

היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) צפוי לנוע בטווח שבין 7.0-7.5 מיליארד ₪ לשנים 2024-2025, ולאחר מכן צפוי לעמוד על ממוצע של כ-6.3 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, החברה תגייס חוב נוסף בסכומים הנעים בטווח שבין 4.0-5.0 מיליארד ₪ בכל שנה בשנים הקרובות, למעט בשנת 2024. נציין, כי הממשלה לא צפויה לקבל דיבידנדים מהחברה עד למוקדם מבין, סוף שנת 2025 או עד הגעה ליעדי האיתנות הפיננסית, בהתאם להחלטת הממשלה למתווה הרפורמה במשק החשמל. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב הפיננסי (ברוטו) צפוי לנוע בטווח שבין 39-41 מיליארד ₪ לשנים 2024-2025, כאשר יחס המינוף חוב ל-CAP, צפוי להשתפר בשנה הקרובה ולנוע בטווח שבין 46%-44%.

שמירה על רמת נזילות מספקת

נכון ליום 31.12.2023 סך היתרות הנזילות של החברה הסתכמו בכ-2.8 מיליארד ₪, זאת בהשוואה לכ-4.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ממספר בנקים¹⁵ בסכומים מהותיים. יתרת המזומנים של החברה משקפת את החלטת הדירקטוריון בקשר עם כרית ביטחון שלא תפחת מ-3.0 מיליארד ₪, מתוכה יתרת מזומנים והשקעות לטווח קצר שלא יפחתו מ-1 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. להערכתנו, יחס המקורות לשימושים של החברה, אשר עמד על 1.2 בשנת 2023, צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.2 בשנתיים הקרובות, וזאת, בין היתר, עקב השקעות CAPEX מתעצמות, עד לשנת 2025.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, והן מהוות יסודות משמעותיים בדירוג. התלות בין החברה למדינה מתבטאת בסיכוני 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%). הערכתנו לתמיכה הגבוהה מאוד מצד המדינה, נגזרת בראש ובראשונה מחיוניות החברה להתנהלות הכלכלית במשק, בהיותה ספק שירות חיוני, זאת לצד היסטוריית תמיכה מצד המדינה. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות בין המדינה לחברה, עלולה להוביל לפגיעה משמעותית בדירוג. להערכתנו, הקשר היעיל בין רשות החשמל לחברה בכל הנוגע לשקיפות ולשיתוף פעולה בין הצדדים, בפרט לאור אישור הרפורמה ויישומה המוצלח על ידי החברה, יוצר סביבה רגולטורית בעלת שקיפות גבוהה ויציבה יותר לטווח ארוך.

שיקולים מבניים

להבטחת התחייבויות החברה בקשר עם אגרות החוב שהונפקו בארץ ובח"ל, שיעבדה החברה את כל רכושה (כולל רכוש בהקמה) הניתן לשעבוד על פי דין וכל זכויותיה לגבי רכוש זה מכל סוג ומין שהם, הקיים כיום ואשר יהיה בעתיד, ובכלל זאת את כל אגרות החוב

¹⁵ תוקף המסגרות הנ"ל הינו לתקופה של יותר משנה.

המדורגות על ידי מידרוג, בשעבוד צף שווה דרגה עם כל השעבודים הצפים האחרים שנוצרו על ידי החברה (פרי פסו) לסכומי ההתחייבויות כפי שיהיו מובטחים, מזמן לזמן, על ידי כל אחד משעבודים אלו. בנוסף, להבטחת התחייבות נוספות של החברה, שאינן מדורגות על ידי מידרוג, יצרה החברה שעבודים קבועים לטובת מלווים שונים על 6 מערכות הפחתה קטליטיות-סלקטיביות (SCR) שנרכשו על ידי החברה מחברת BNG להתקנה בתחנת הכוח "אורות רבין" ובתחנת הכוח רוטנברג, וכן על תוספת קיטורית שנרכשה על ידי החברה מחברת Doosan עבור טורבינת גז באתר חגית.

מידרוג בחנה את מבנה מאפייני השעבודים לטובת אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג, אשר לטובתן שיעבדה החברה בשעבוד צף את כל רכוש (כולל רכוש בהקמה), וכן את מאפייני הנכסים בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019", ורואה בהם בטוחות ברמת מורכבות גבוהה. לאחר בחינת טיב הבטוחה, לרבות קיומם של שעבודים נוספים קבועים בדרגה ראשונה, בהיקף שאינו מהותי ביחס לכלל נכסי החברה, להערכת מידרוג, אין מקום למתן הטבה או הרעה דירוגית לסדרות המדורגות על ידי מידרוג.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. חשיפה זו נובעת בעיקר בשל מגמות המעבר לאנרגיה ירוקה והחשיפות הפיננסיות והרגולטוריות הנגזרות מהן, זאת לצד החשיפה הכרוכה בפעילות תחנות הפחם של החברה, אשר צפויות להפסיק את הייצור בפחם עד לשנת 2025. סיכון זה ממותן ברובו, וזאת לאור התוכניות להסבת הייצור בתחנות אלו לגז טבעי. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את התלות בגז. נציין, כי בחלק מהתחנות תישמר האפשרות לייצור בפחם, לטובת שמירה על יתרות אנרגטיות בשעת הצורך. כמו כן, פעילות זו מגובה בתמורה כספית תחת מנגנוני שיקום עלויות מטעם המדינה.

בנוסף, מידרוג מעריכה כי החברה חשופה לסיכונים חברתיים. בפרט, התעניינות ציבורית ופוליטית הנוגעת לייצור חשמל באמצעות פחם, תרמו להחלטה להאיץ את תאריך היעד להסבת התחנות הפחמיות משנת 2030 לשנת 2025. בטווח הקצר-בינוני, הייצור בפחם עלול להגביל את גישת החברה להון בינלאומי כחלק ממגמות של השקעה באנרגיה ירוקה בלבד. בד בבד, לחצים פוליטיים וציבוריים עלולים להביא להשפעות על עדכון התעריף. עם זאת, החברה נהנית מגידול בביקוש עקב הגידול המתמשך באוכלוסיית המדינה ובביקוש לחשמל. עוד נציין, כי לחברה קיים סיכון נוסף, הכרוך בהיסטוריה עיכוב תשלומים מייצור חשמל לשטחים הפלסטיניים ולמזרח ירושלים. להערכתנו, ההסתברות לקרות אירועים של סכסוכי עבודה, אשר אפיינו את החברה בעבר פחתה מהותית, בעקבות ההסכם שנחתם בין החברה, הדירקטוריון ואיגוד העובדים בשנת 2018.

ביחס להיבטי ממשל תאגידי, ביום 04.03.2024 נכנס לתוקף מינוי של מר דורון ארבל כיו"ר דירקטוריון החברה, לאחר תקופה של כשנתיים וחצי שהחברה תפקדה ללא יו"ר. בנוסף, נציין, כי בדוחותיה הכספיים של החברה בדבר הבקרה הפנימית על דיווח כספי, אשר צורף לדוח התקופתי ליום 31.12.2023, נמצאה הבקרה הפנימית כלא אפקטיבית בשל חולשה מהותית, כאשר החברה לא קיימה בקרה אפקטיבית על כך שהזכויות והטבות 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.

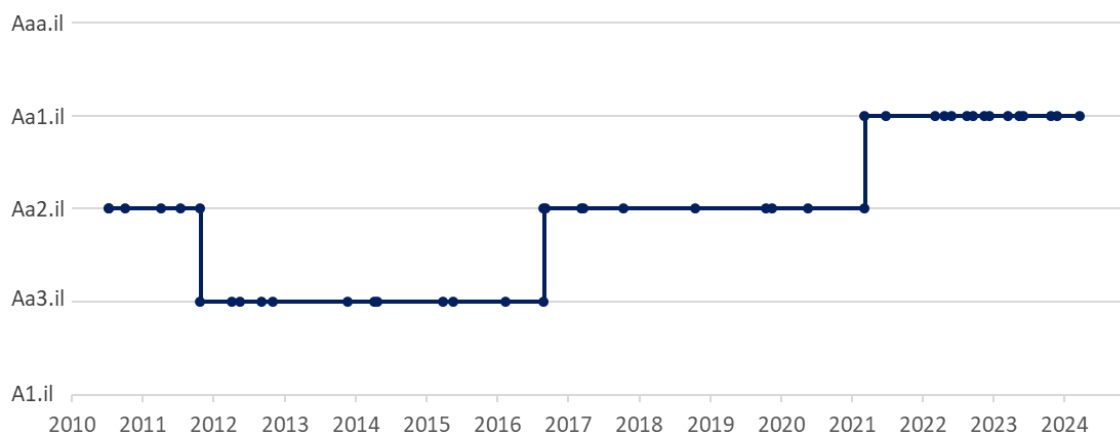
אודות החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ-99.85% ממניותיה¹⁶), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, ואספקה של חשמל. 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 בתחום הייצור, החלוקה והאספקה

¹⁶ להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

במשק החשמל לכלל היצרנים, ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת בין היתר, באמצעות רשות החשמל, בהתאם לסמכויותיה על פי חוק משק החשמל, התשנ"ו 1996, למעלה מ-25 שנים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [חברת החשמל לישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)
- [דירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\) - דוח מתודולוגי, יולי 2021](#)
- [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

26.03.2024	תאריך דוח הדירוג:
01.11.2023	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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.