

# חברת החשמל לישראל בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2013

## מחברים:

ישי טריגר, אנליסט בכיר  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

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

## אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 22
אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרה 24
אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרה 25

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג סדרות 2022 ו-22 בדירוג Aa3, על כנו, אשר הונפקו ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או ח"י"), ושינוי אופק הדירוג מאופק שלילי לאופק יציב. ייצוב האופק הינו פועל יוצא של הזרמת הגז הטבעי הסדירה והמתמשכת ממאגר תמר<sup>1</sup> ליחידות הייצור של החברה, וכן השימוש במצופ הימי כאמצעי אספקת גז טבעי נוסף לצורך ניהול הסיכונים של החברה. כנגזרת מכך, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 חל שיפור מהותי בהוצאות הדלקים של החברה ובתזרים המזומנים שלה. בנוסף, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה, יתרת הנזילות המינימאלית שתוחזק ע"י החברה בכל עת תהיה בהיקף של 3 מיליארד ₪, במטרה לשמש כרית בטחון בעיתות משבר.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 24 ו-25, שבערבות מדינה, בדירוג Aaa, על כנו, וקביעת אופק יציב.

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, בין היתר, לאור תמיכת המדינה בכל הקשור למשבר הדלקים שפקד את משק החשמל בשנים 2011-2012. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת מידרוג את 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.

הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 04/12/2013.

<sup>1</sup> ביום 01/04/2013 החלה תקופת ההרצה של הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר, וביום 30/06/2013 הסתיימה תקופת ההרצה של מאגר תמר והחלה הפעלתו המסחרית.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות, המדורגות ע"י מידרוג, נכון ל- 30/09/2013:

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות בספרים (מ' ש)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	מס סדרה
2020-2023	3,913	מדד	6%	01/2011	סדרה 2022
<sup>3</sup> 2013-2015	3,779	מדד	6.5%	05/2002	סדרה 22
2015	2,040	מדד	0.65%	07/2012	סדרה 24
2017	1,022	מדד	1.20%	07/2012	סדרה 25

**תמצית נתונים כספיים של החברה, מ' ש:**

2010	2011	2012	Q1-Q3/2012	Q1-Q3/2013	
19,843	25,052	28,320	21,669	21,209	הכנסות
3,154	4,592	4,878	3,210	3,079	רווח מהפעלת מערכת החשמל
1,712	2,816	1,393	164	1,795	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
1707	2,230	2,784	1,972	1,835	הוצאות מימון
2	(802)	(1,004)	(1,376)	(368)	רווח נקי (הפסד)
3,817	1,455	(215)	(1,167)	5,389	FFO
7,242	7,324	6,219	3,750	5,092	EBITDA
3,364	4,410	5,600	4,079	3,705	CAPEX
31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/09/12	30/09/13	
80,886	84,414	89,757	88,548	89,169	סך מאזן
62,168	63,516	64,673	64,306	64,731	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,654	5,212	105	1,048	866	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,817	1,933	4,226	1,238	4,754	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
62,836	66,784	74,290	72,943	73,714	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
42,013	46,525	52,446	54,259	<sup>4</sup> 57,312	מזה: חוב פיננסי
18,050	17,630	15,467	15,605	15,455	הון עצמי

<sup>2</sup> במהלך נובמבר 2012 בוצעה פעולת דירוג בקשר עם הנפקת איגרות חוב בדרך של הרחבת סדרה 2022 ו/או הנפקת סדרה חשמל צמוד 2016 ו/או הנפקת סדרה חשמל שקלי 1113. בפועל, החברה לא ביצעה הנפקה בקשר עם סדרה חשמל צמוד 2016. בנוסף, סדרה חשמל שקלי 2013 נפרעה במלואה ביום 10/04/2013 וכן סדרה חשמל שקלי 1113 נפרעה במלואה בתאריך 25/11/2013.

<sup>3</sup> פירעון הסדרה החל בשנת 2012.

<sup>4</sup> כולל חוב בערבות מדינה בהיקף של כ- 7.5 מיליארד ש. בניכוי קרן לפירוק מבנים וחוב חברת הפחם מסתכם החוב הפיננסי בכ- 56.5 מיליארד ש.

בדירוג חח"י, מיושמת מתודולוגיית Moody's לדירוג חברות חשמל וגז, הפועלות תחת רגולציה (Regulated Electric and Gas Utilities) עבור קביעת דירוג ה-BCA<sup>5</sup>. כמו כן, מיישמת מידרוג את מתודולוגיית דירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer, **להלן: "GRI"**)<sup>6</sup>, הבוחנת, הן את מידת התלות בין המנפיק לבין המדינה (הישענות על מקורות הכנסה זהים, חשיפות דומות לסיכונים אשראי ובעלות של המדינה), והן את שיעור התמיכה והציפייה לתמיכה מיוחדת, בהיקף הנדרש ובמועד, כפי שמשתקפת בהשפעת החברה על כלכלת המדינה, ערבויות מדינה והתחייבויות אחרות של המדינה, אי-קיום חסמים להתערבות המדינה ובתמיכת המדינה בחברה, בפועל, על פי נתוני עבר. ככל ששיעור הקשר בין המנפיק למדינה חזק יותר, כך מושפע דירוג החברה מדירוג המדינה.

דירוג ה-BCA של חח"י מושפע, בראש ובראשונה, מהיות החברה מונפול במשק חשמל סגור, בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד. חח"י הינה חברה משולבת אנכית (Vertically Integrated), אשר אחראית על מרבית הייצור, ועל ההולכה והחלוקה עבור המשק הישראלי. הישענותה הנרחבת של החברה על ייצור בפחם, ממותנת, חלקית, על ידי אי-קיום רגולציה מגבילה בנושא זה (ישראל אינה חתומה על אמנת קיוטו ואינה מחויבת לעמידה ביעדי הפחתת מזהמים)<sup>7</sup>, וכן לאור הזרמת הגז הטבעי מהמצופ הימי והזרמת הגז הטבעי ממאגר תמר (**להלן: "תמר"**). גידול השימוש בגז טבעי מוביל לחיסכון משמעותי בעלויות הדלקים של החברה, ועשוי לשפר את מצבה הפיננסי.

החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת באמצעות הרשות לשירותים ציבוריים-חשמל (**להלן: "רשות החשמל" או "הרגולטור"**), על פי חוק החשמל, התשנ"ו 1996 (**להלן: "חוק החשמל"**), הקיימת כ-16 שנה. יש לציין כי, קיימים נושאים במחלוקת בין החברה לבין הרגולטור, הן באשר לשקיפות הרגולטור בקבלת ההחלטות והן באשר לאופן חישוב בסיס התעריף וכיסוי עלויות השוטפות של החברה, השקעותיה, גיוסיה ונושאים נוספים. על אף האמור לעיל, יצוין כי בנושא עדכון שוטף של מרכיב הדלקים בתעריף, כתוצאה משינוי בעלויות דלקים, אין כל מחלוקת<sup>8</sup>.

נכון למועד הדוח, ניכר כי השפעתו של משבר הדלקים הצטמצמה משמעותית וזאת, לאור תחילת הזרמת גז טבעי נוסף מהמצופ הימי ביום 26/01/2013, ולאור התחלת הפקת גז טבעי ממאגר תמר ביום 01/04/2013. החברה חתמה על הסכם אספקת גז טבעי מתמר במהלך חודש מרץ 2013, לרכישת גז טבעי בהיקף מינימאלי כולל של כ-42.5 מיליארד מטר מעוקב (**להלן: "BCM"**), ובהיקף מקסימאלי כולל של כ-77 BCM, למשך 15 שנה (**להלן: "הסכם הגז הטבעי"**). ביום 11/04/2013 אישר דירקטוריון חח"י לחברה לממש את האופציה בהסכם הגז הטבעי, והחברה הגדילה את כמות הגז המקסימאלית בהסכם מ-77 BCM ל-99 BCM, וכן את כמות ה-"Take or Pay" מ-3.5 BCM לשנה ל-5 BCM בשנה, וזאת תוך הגדלת הזכויות לקיבולת שעתית (ראה תת-פרק 2.1).

ביום 06/05/2013 נתקבלה החלטה ברשות החשמל בדבר עליית תעריפי החשמל אשר חלה ביום 16/05/2013 בשיעור ממוצע של 5.5%. כמו כן, עדכנה רשות החשמל את יתרת החוב של צרכני החשמל לחח"י בגין תוספת לעלות הדלקים לשנת 2012, לסך של 6.84 מיליארד ₪<sup>9</sup>. התוספת תוכר בתעריף החשמל, בפריסה שנתית, כדלקמן: בשנת

<sup>5</sup> Baseline Credit Assessment

<sup>6</sup> מצ"ב קישור למתודולוגיה הנ"ל בסוף מסמך זה.

<sup>7</sup> לחברה יעדי הפחתת מזהמים הנקבעים על ידי המשרד לאיכות הסביבה.

<sup>8</sup> יש לציין שקיימות מחלוקות לגבי רכיבים אחרים שנכנסים לחישוב סל הדלקים, כגון: פרמטרים תפעוליים של יחידות הייצור.

<sup>9</sup> נכון לסוף שנת 2012. לסכום זה יתווספו הפרשי הצמדות וריבית.

2013, 3.07 מיליארד ₪ ובשנת 2014, 3.77 מיליארד ₪. יש לציין כי, במהלך שנת 2013 נגבה חוב בגין תוספת עלות הדלקים לשנת 2011, אשר הסתכם בכ- 0.56 מיליארד ₪<sup>10</sup>.

במהלך חודש מאי 2013, פרסמה רשות החשמל החלטה<sup>11</sup> בדבר קביעת תעריף זמני לשירות ניהול מערכת החשמל. העלות המוכרת הזמנית אשר קבעה רשות החשמל הינה 240 מ' ₪ במחירי דצמבר 2012, אשר משקפת תעריף בגובה של 0.41 אגורות לקוט"ש בשנת 2013. התעריף יהיה צמוד למדד המחירים לצרכן, ויעודכן באופן שוטף ובמקביל לשאר תעריפי החשמל. אחד התנאים להכרה בעלויות ניהול המערכת, הינו דיווח בביאורים בדוחות הכספיים של חח"י על ההכנסות וההוצאות משירותים בגין ניהול המערכת, כמקטע פעילות נפרד. נכון למועד הדוח, החלת התעריף טרם בוצעה וזאת בשל הנחיית ארגון העובדים של חח"י שלא לשתף פעולה עם המהלך (ראה תת-פרק 2.6).

בהתאם לחוק החשמל, חח"י מחויבת לספק שירותי גיבוי לכלל צרכני החשמל במשק, לרבות אלו של היח"פים. החל משנת 2013, ניתן לראות שהיקף הייצור של היח"פים הולך ועולה וצפוי להוות בשנת 2015 כ- 23% מכלל ייצור החשמל במשק. כתוצאה מכך, צפויה להיות ירידה מהותית בהיקף הייצור של חח"י, אך יחד עם זאת, תיאלץ חח"י להמשיך ולשמור על יחידות הייצור שלה כרזרבה לצורך גיבוי כלל צרכני המשק. אי לכך, קיים צורך בקביעת תעריף גיבוי ושירותים נלווים אשר ישקף עלויות אלו, ויחול על כלל צרכני החשמל במשק ולא רק על צרכני הקצה של החברה. במהלך חודש מאי 2013, פרסמה רשות החשמל החלטה<sup>12</sup> בקשר עם קביעת מועד החלת תעריפי גיבוי ושירותים נלווים. מועד החלת התעריפים המדוברים נקבע ליום 01/06/2013 ואילך. במידה ועד למועד זה לא תסתיים עבודת קביעת התעריפים הללו, תתבצע התחשבות רטרואקטיבית ממועד התחולה שנקבע. נכון למועד הדוח, טרם קבעה רשות החשמל תעריפי גיבוי ושירותים נלווים (ראה תת-פרק 2.7).

בהתאם להערכת החברה, בשנת 2013 ייצור החשמל של חח"י יהיה דומה יחסית לשנת 2010, מבחינת תמהיל הדלקים. בשנים האחרונות מבצעת חח"י הסבות לגז בתחנות הייצור שלה, וזאת על מנת שהיא תוכל להגדיל את יכולת הייצור באמצעות גז. בהתאם לכך ולאור מימוש האופציה בהסכם ההתקשרות עם מאגר תמר, נראה כי בשנתיים הקרובות תמשיך החברה להגדיל את היקף הייצור שלה באמצעות גז טבעי. במקביל להגדלת היקף הייצור באמצעות גז טבעי, בכוונת החברה להקטין את ייצור החשמל באמצעות מזוט וסולר, ואף לחדול מייצור חשמל באמצעות מזוט בסוף שנת 2013. תמהיל דלקים אשר מתבסס על ייצור באמצעות גז טבעי ופחם עשוי להוביל לקיטון מהותי בעלויות הדלקים, וכנגזרת מכך, לקיטון עלויות הייצור לקוט"ש ושיפור במצבה הפיננסי של החברה. בנוסף לאמור לעיל, ממשיכה חח"י לרכוש גז טבעי נזלי מהמאצף הימי, על אף שהוא יקר פי כ- 3.5 ממחיר הגז הטבעי מתמר, וזאת לצורך יצירת מנגנון של ניהול סיכונים, המאפשר לחברה יציבות גבוהה יחסית באספקת הגז הטבעי ליחידות הייצור שלה.

ההוצאות בגין שימוש בדלקים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 קטנו בשיעור של כ- 46%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, קיטון המהווה חיסכון של כ- 7.5 מיליארד ₪. למעשה הקיטון בהוצאות נובע משני מרכיבים: (1) קיטון בכמות הצריכה של מזוט, סולר ופחם, וגידול בהיקף השימוש בגז טבעי. סך הקיטון בהוצאות החברה בתקופה המדוברת, אשר נובע משינוי בתמהיל הדלקים, מסתכם בכ- 7.3 מיליארד ₪; (2) קיטון ריאלי במחיר הממוצע לטון סולר ופחם, אשר הסתכם בכ- 0.2 מיליארד ₪.

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה נותרו חלשים, אולם יש לציין כי חל שיפור מהותי ביחסים אלו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. בתקופה האמורה, נרשמה עליה משמעותית בתזמ"ז

<sup>10</sup> נכון לסוף שנת 2012. לסכום זה התווספו הפרשי הצמדות וריבית.

<sup>11</sup> החלטה מס' 4, מיום 13/05/2013 - "קביעת תעריף זמני לשירות ניהול המערכת".

<sup>12</sup> החלטה מס' 3, מיום 06/05/2013 - "קביעת מועד תחולה לתעריפי גיבוי ושירותים נלווים".

הפרמננטי (FFO), אשר הסתכם בכ- 5.4 מיליארד ₪, לעומת FFO שלילי של כ- 1.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. התזמ"ז השוטף (CFO) עלה גם כן והסתכם בכ- 3 מיליארד ₪, לעומת CFO שלילי של כ- 2.3 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בתוצאות התזרימיות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, נובע בעיקר מקיטון בעלויות הדלקים.

בהתאם לתחזית המזומנים של החברה לשנים 2013-2015<sup>13</sup> ניתן לראות כי סך היקף החוב יקטן מ- 56.7<sup>14</sup> מיליארד ₪ ל- 50.5<sup>15</sup> מיליארד ₪, אשר מסתכם בקיטון של כ- 6.2 מיליארד ₪ (שיעור קיטון של כ- 11%). קיטון בהיקף החוב של החברה, עשוי להוביל לשיפור מהותי ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית של חח"י. יש לציין כי, בחמש השנים הקרובות על החברה יהיה לפרוע חוב ולבצע השקעות בסכומים משמעותיים. בהתאם לדיוחי חח"י, החברה תלויה באופן משמעותי במימון חיצוני ותמיכת הרגולטור והמדינה למימון פעילותה. למעשה, בסוף הרבעון השלישי של שנת 2015, יתרת החוב בערבות מדינה בגין עלויות דלקים תעמוד על כמיליארד ₪, לעומת כ- 7.5 מיליארד ₪ במועד הדוח (ראה תת-פרק 4.5).

מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה כגבוהות מאוד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכונים אשראי דומים של החברה ושל המדינה, הן בחשיפה לחוב זר, בהיקף משמעותי, והן בחשיפה למשברים גיאופוליטיים; בהישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי; ובבעלות מלאה של המדינה (כ- 99.85%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בראש ובראשונה, בקריטיות החברה להתנהלות כלכלת המדינה (כספק שירות חיוני); בנכונות המדינה לספק ערבויות, בהיקפים משמעותיים, לגיוסי חח"י אל מול בעיית הנזילות, אשר נבעה מהשינוי בתמהיל הדלקים בשנים 2011-2012, ונכונותה לספק ערבות, במקרה הצורך, לחוב הזר של החברה; בהצגת פקידים בכירים ברשויות המדינה על תמיכה בחברה, במידת הצורך; בחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה, בין היתר, לאור קיום ועד עובדים מאורגן וחזק, בעל השפעה פוליטית; באי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה, היסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעיתות משבר. יצוין כי, שחיקה בהערכת מידרוג את הקשר בין המדינה לחח"י, עלולה להוביל להורדה משמעותית של הדירוג. יש לציין כי, הקשר בין המדינה לחברה, הבא לידי ביטוי, בין היתר, במתן ערבות לחוב החברה, בהתאם לצורך, הינו גורם התומך בדירוג.

שינוי אופק הדירוג מאופק שלילי לאופק יציב בקשר עם סדרות 2022 ו- 22 נקבע בהתבסס על הזרמת הגז הטבעי הסדירה והמתמשכת ממאגר תמר ליחידות הייצור של החברה, וכן השימוש במצוף הימי כאמצעי אספקת גז טבעי נוסף לצורך ניהול הסיכונים של החברה. כנגזרת מכך, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 חל שיפור מהותי בהוצאות הדלקים של החברה ובתזרים המזומנים שלה. בנוסף, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה, יתרת הנזילות המינימאלית שתוחזק ע"י החברה בכל עת, תהיה בהיקף של 3 מיליארד ₪, במטרה לשמש כרית בטחון בעיתות משבר.

**לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה הקישור לדוח הדירוג הראשוני (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**

<sup>13</sup> התחזית מסתיימת בספטמבר 2015.

<sup>14</sup> בניכוי קרן לפירוק מבנים וחוב חברת הפחם מסתכם החוב הפיננסי בכ- 55.4 מיליארד ₪.

<sup>15</sup> בהתאם להערכת החברה, החוב הפיננסי התזרימי יסתכם בכ- 48.5 מיליארד ₪.

2.1 הפעלה מסחרית של מאגר תמר ורגולציה בנוגע לאספקת הגז הטבעי

ביום 14/03/2012 נחתם הסכם הגז הטבעי בין השותפים במאגר תמר לבין חח". במסגרת הסכם הגז הטבעי, התחייבה חח" לרכוש מתמר גז טבעי בהיקף מינימאלי כולל של כ- BCM 42.5, ובהיקף מקסימאלי כולל של כ-77 BCM, למשך 15 שנה. ההסכם נכנס לתוקפו באמצע שנת 2013, ולחברה ניתנה אופציה להגדלת הכמות המקסימאלית הנרכשת להיקף כולל של כ- BCM 99 (להלן: "האופציה"). ביום 01/04/2013 החלה תקופת ההרצה של הפקת הגז הטבעי מתמר. ביום 30/06/2013 הסתיימה תקופת ההרצה של מאגר תמר והחלה הפעלתו המסחרית. ביום 11/04/2013 אישר דירקטוריון חח" לחברה לממש את האופציה בהסכם, והחברה הגדילה את כמות הגז המקסימאלית בהסכם הגז הטבעי מ- BCM 77 ל- BCM 99, וכן את כמות ה- "Take or Pay" מ- BCM 3.5 לשנה ל- BCM 5 בשנה, וזאת תוך הגדלת הזכויות לקיבולת שעתית אשר אושרה לה במערכת ההולכה הארצית.

ביום 23/06/2013 החליטה ממשלת ישראל לאמץ את עיקרי המלצות הוועדה לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל (להלן: "ועדת צמח"). במסגרת אימוץ עיקרי המלצות ועדת צמח, החליטה הממשלה כי יש לשפר את אמינות אספקת הגז הטבעי ולהגדיל את כמות האספקה למשק המקומי. בנוסף, הממשלה החליטה שקיים צורך בהקמת צנרת הולכת גז טבעי מתמר לאזור אשקלון, לרבות הקמת מתקן יבשתי נוסף לטיפול בגז טבעי. בנוסף קבעה הוועדה כי, מאגר מרי B יהווה מאגר אחסון פעיל לגז טבעי, על מנת להביא ליתירות ואמינות של הולכת הגז הטבעי. בהתאם להחלטת הממשלה, שר האנרגיה והמים (להלן: "שר האנרגיה") הטיל על השותפים בתמר להקים את צנרת ההולכה הנוספת ממאגר תמר, לרבות מתקן הטיפול בגז, עד ליום 31/12/2016, על מנת לאפשר את הגדלת כמות הגז הטבעי המוזרמת למשק. זאת ועוד, אישר שר האנרגיה התקנת מדחסים במתקן קבלת הגז הטבעי ממאגר תמר באשדוד עד ליום 01/07/2015, כך שהקיבולת השעתית של המתקן תגדל מכ- 40 מMBTU לכ- 51 מMBTU וזאת, כשלב ביניים עד להקמת מתקן קבלה נוסף, כאמור לעיל. בנוסף לאמור, נקבע כי יש לתת לבעלי חזקת אשקלון רישיון אחסון בקשר עם מאגר מרי B, כנגד התחייבותם להקמת צנרת הולכת גז טבעי נוספת, כאמור לעיל.

2.2 הפעלת המצוף הימי

במהלך חודש פברואר 2011 אישר שר האנרגיה לחח" לקדם פרויקט תשתית לרכישת גז טבעי נוזלי (LNG), על מנת לגשר על המחסור באספקת גז טבעי, עד תחילת ההפקה המסחרית מתמר, במטרה להעניק מענה לשיאי ביקוש במשק ובכוונה ליצור מערכת אספקת גז טבעי אמינה למשק. שר האנרגיה הטיל את אחריות ההקמה על חברת נתיבי גז טבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז"). בהתאם להחלטת שר האנרגיה, הקימה נתג"ז מצוף ימי (Buoy)<sup>16</sup> כ- 10 ק"מ מערבית לחוף חדרה, וחברה את המצוף למערכת הולכת הגז הטבעי הארצית. ביום 26/01/2013 החלה הזרמת הגז הטבעי מהמצוף הימי. יש לציין כי, כתוצאה משינוי בלוחות הזמנים בנוגע לסיום פרויקט המצוף הימי, נאלצה חח" למכור 5 מתוך 10 מטעני ה- LNG של חברת BP Gas Marketing Ltd בשוק החופשי. על שני מטענים ספגה החברה

<sup>16</sup> אל המצוף הימי מתחברת אונייה המובילה גז נוזלי ומעבירה, לאחר תהליך גיזוז הגז הנוזלי, גז טבעי לרשת ההולכה הארצית.

הפסד כולל של כ- 24 מ' דולר ארה"ב. במהלך חודש יולי 2013 חתמה החברה על הסכם עם חברת Vitol S.A לאספקת מטען LNG בחודש אוגוסט 2013. נכון למועד הדוח, מנהלת חח" הליך לרכישת מטען LNG נוסף בשנת 2014.

### 2.3. התקשרויות החברה עם יצרנים פרטיים<sup>17</sup>

הספק (מגוואט)	טכנולוגיה	סטטוס	שם היצרן
448	קונבנציונאלי	פעיל	רותם OPC
26	קונבנציונאלי	פעיל	אתגל השקעות בע"מ
87	קוגנרציה	פעיל	אי פי פי דלק אשקלון
48	קונבנציונאלי	פעיל	משאב ייזום ופיתוח בע"מ- נשר רמלה
49	קוגנרציה	פעיל	פז בתי זיקוק נפט אשדוד בע"מ
60	קוגנרציה	פעיל	פז בתי זיקוק נפט אשדוד בע"מ
117	-	פעיל	אחרים
<b>835</b>			<b>סה"כ פעילים</b>
840	קונבנציונאלי	בהרצה חלקית	דוראד אנרגיה בע"מ
870	קונבנציונאלי	לא פעיל	דליה אנרגיות בע"מ
810	-	לא פעיל	אחרים
<b>2,520</b>			<b>סה"כ לא פעילים</b>
<b>3,355</b>			<b>סה"כ</b>

בהתאם לנתוני החברה, קיימים יצרנים פרטיים בעלי רישיונות מותנים אשר טרם חתמו על הסכמים עם החברה. החברה מעריכה כי בשנת 2013 כ- 10% מסך ייצור החשמל במשק ייעשה ע"י יח"פים, ובשנת 2014 וב- 2015 היח"פים ייצרו כ- 19% וכ- 23% מסך ייצור החשמל במשק, בהתאמה. כניסתם של היצרנים הפרטיים עלולה לפגוע בהיקף ההכנסות של החברה. יש לציין כי, לדברי החברה, טרם ניתן מענה ראוי לסוגיה זו ע"י הגורמים הרגולטוריים.

ביום 06/07/2013 החלה הפעלה מסחרית של תחנת הכוח רותם OPC, בעלת הספק מותקן של 448 מגוואט. ביום 18/11/2013 אישרה רשות הגז הטבעי לחבר את תחנת הכוח של חברת דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד"), בעלת הספק מותקן של כ- 840 מגוואט, למערכת הולכת הגז הטבעי הארצית. בהתאם להערכות שונות, דוראד תחל בהפעלה מסחרית במהלך חודש ינואר 2014.

### 2.4. נזילות החברה

לאור משבר הדלקים שפקד את משק החשמל החל משנת 2011 והגיע לשיאו בשנת 2012, גובש מתווה תמיכה המשלב פריסת עליית תעריפי החשמל לשנים 2012-2014, ובמקביל סיוע ממשלתי, בין היתר, בדמות מתן ערבות מדינה לצורך גיוסי חוב. סל הפתרונות הנ"ל אפשר לחח" לגשר על הפער התזרימי שנגרם לה בעקבות משבר הדלקים, ואף תרם להגדלת יתרת המזומנים המינימאלית של החברה לכ- 3 מיליארד ₪, וזאת בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה. החלטת הדירקטוריון בקשר עם הגדלת יתרת המזומנים המינימאלית של החברה נקבעה במטרה להוות כרית בטחון למצבי קיצון שונים. יש לציין כי בעבר, חח" לא נקטה באסטרטגיה מסוג זה, ויתרות המזומנים שלה עמדו על פחות ממיליארד ₪. במקביל לפעולות אלו, שומרת חח" על מלאי דלקים נזליים גבוה וגז טבעי נזלי לגבוי, וזאת על מנת שתוכל להתמודד עם תקלות, ככל שיעלה הצורך. על אף האמור לעיל, יש לציין כי יתרת המזומנים, בניכוי עודפי גבייה בגין חוב הדלקים<sup>18</sup>, תעמוד על 2.3 מיליארד ₪ בשנת 2013, ובשנים 2014 וב- 2015 תעמוד יתרת המזומנים על כ- 1.1 מיליארד ₪ ו- 3.9 מיליארד ₪, בהתאמה.

<sup>17</sup> פירוט התקשרויות החברה עם היח"פים, נכון ליום 30/09/2013.

<sup>18</sup> עלויות דלקים עודפות בשנים 2011-2012.



## 2.5. תעריף החשמל

ביום 06/05/2013 התקבלה החלטה ברשות החשמל בקשר עם עדכון תעריפי החשמל לשנת 2013, ועדכון אופן פריסת עליית תעריפי החשמל. וזאת, כתוצאה מגידול בעלויות הדלקים בפועל בשנת 2012, לעומת האומדנים עליהם התבססה רשות החשמל לצורך קביעת המתווה לפריסת עליית תעריפי החשמל לשנים 2012-2014.<sup>19</sup> ביום 06/05/2013 נתקבלה החלטה ברשות החשמל בדבר עליית תעריפי החשמל אשר חלה ביום 16/05/2013 בשיעור ממוצע של 5.5%.

רשות החשמל עדכנה את יתרת החוב של צרכני החשמל לח"י בגין תוספת לעלות הדלקים לשנת 2012, לסך של 6.84 מיליארד ש"ח.<sup>20</sup> התוספת תוכר בתעריף החשמל, בפריסה שנתית, כדלקמן: בשנת 2013, 3.07 מיליארד ש"ח ובשנת 2014, 3.77 מיליארד ש"ח. יש לציין כי, במהלך שנת 2013 נגבה חוב בגין תוספת עלות הדלקים לשנת 2011, אשר הסתכם בכ- 0.56 מיליארד ש"ח.<sup>21</sup> בהתאם להחלטת הרשות, תעריף החשמל יתעדכן בשנת 2014, ככל שיידרש, עד לגילום מלא של עלות הדלקים בגין משבר הדלקים.

## 2.6. קביעת תעריף זמני לשירות ניהול המערכת

במהלך חודש מאי 2013, פרסמה רשות החשמל החלטה<sup>22</sup> בדבר קביעת תעריף זמני לשירות ניהול מערכת החשמל. תעריף זמני זה ניתן עבור מתן שירותי ניהול מערכת, בהתאם להגדרת רישיון לניהול מערכת בחוק החשמל. העלות המוכרת השנתית הזמנית אשר קבעה רשות החשמל בגין ניהול המערכת הינה 240 מ' ש"ח, במחירי דצמבר 2012. בהתאם להחלטת רשות החשמל, העלות המוכרת בגין שירות ניהול המערכת תופחת משאר המקטעים (ייצור, הולכה וחלוקה), וכתוצאה מכך תעריפי שלושת המקטעים שצוינו, יעודכנו כלפי מטה. עפ"י החלטת רשות החשמל, התעריף הזמני לשירות ניהול המערכת בשנת 2013, יהיה 0.41 אגורות לקוט"ש. התעריף יהיה צמוד למדד המחירים לצרכן, יעודכן באופן שוטף ובמקביל לשאר תעריפי החשמל.

אחד התנאים להכרה בעלויות ניהול המערכת, הינו דיווח בביאורים בדוחות הכספיים של חח"י על ההכנסות וההוצאות משירותים בגין ניהול המערכת, כמקטע פעילות נפרד. נכון למועד הדוח, החלת התעריף טרם בוצעה וזאת, בשל הנחיית ארגון העובדים של חח"י שלא לשתף פעולה עם המהלך.

## 2.7. תעריף גיבוי ושירותים נלווים

בהתאם לחוק החשמל, חח"י מחויבת לספק שירותי גיבוי לכלל צרכני החשמל במשק, לרבות אלו של היח"פים. בעבר, חח"י הייתה יצרנית החשמל הבלעדית במשק. אולם, החל משנת 2013, ניתן לראות כי היקף הייצור של היח"פים הולך ועולה וצפוי להוות כ- 23% מכלל יצור החשמל במשק בשנת 2015. כתוצאה מכך, צפויה להיות ירידה מהותית בהיקף הייצור של חח"י, אך יחד עם זאת, תיאלץ חח"י להמשיך ולשמור על יחידות הייצור שלה, כרזרבה לצורך גיבוי כלל צרכני המשק. אי לכך, קיים צורך בקביעת תעריף גיבוי ושירותים נלווים אשר ישקף עלויות אלו, ויחול על כלל צרכני החשמל במשק, ולא רק על צרכני הקצה של החברה.

<sup>19</sup> החלטה מספר 1 מישיבה 367, מיום 22/03/2012 בעניין: "פריסת עליית תעריפי החשמל לשנים 2012-2014 בתקופה של מצוקת אספקת גז טבעי למשק האנרגיה בישראל".

<sup>20</sup> נכון לסוף שנת 2012. לסכום זה יתווספו הפרשי הצמדות וריבית.

<sup>21</sup> נכון לסוף שנת 2012. לסכום זה יתווספו הפרשי הצמדות וריבית.

<sup>22</sup> החלטה מס' 4, מיום 13/05/2013 - "קביעת תעריף זמני לשירות ניהול המערכת".

לאור האמור לעיל, במהלך חודש מאי 2013, פרסמה רשות החשמל החלטה<sup>23</sup> בקשר עם קביעת מועד תעריף גיבוי ושירותים נלווים. בהתאם להחלטה זו, בכוונת רשות החשמל לקבוע בחודשים הקרובים תעריפי גיבוי ושירותים נלווים אשר יחולו על כלל הצרכנים, ויגבו באמצעות המספקים, בעלי הרישיונות הספקה, יצרנים עצמיים ובעלי רישיון שזכו באמצעות מכרז. מועד תחולת התעריפים המדוברים, נקבע ליום 01/06/2013 ואילך. עוד נקבע כי, במידה ועד למועד זה לא תסתיים עבודת קביעת התעריפים הללו, תתבצע התחשבות רטרואקטיבית ממועד התחולה. נכון למועד הדוח, רשות החשמל טרם קבעה תעריפי גיבוי ושירותים נלווים.

## 2.8 מיזם התקשורת

ביום 11/07/2013 השלימה החברה עסקה להקמת חברה משותפת (**להלן: השותפות**) לרשת סיבים אופטיים<sup>24</sup> עם קונסורציום המורכב מהחברות הבאות: ויה אירופה ישראל בע"מ, חברת באטם (BATM) תקשורת מתקדמת בע"מ, חברת רפק תקשורת ותשתיות בע"מ, חברת Tamares Holdings Sweden AB וחברת נכסי זיסאפל (1992) בע"מ (**להלן: בעל השליטה**), כך שבעל השליטה יחזיק ב- 60% מהשותפות והחברה תחזיק ב- 40%; זכויות ההצבעה יהיו בהתאם לשיעורי האחזקות בשותפות. ביום 14/07/2013 התאגדה השותפות תחת השם איי.בי.סי איזראל ברודבאנד קומפני (2013) בע"מ (**להלן: "IBC"**). ביום 25/07/2013 נחתם הסכם בין החברה לבין השותפות, וביום 27/08/2013 העניק שר התקשורת ל- IBC רישיון למתן שירותי בזק. IBC עתידה לספק שירותי בזק ניחים למפעלי תקשורת וללקוחות עסקיים גדולים.

## 2.9 סיום ההסכם המשולש<sup>25</sup> והסכם עם E.M.G

במהלך חודש אוגוסט 2005 חתמה חח"י על הסכם לאספקת גז טבעי עם חברת E.M.G.<sup>26</sup> בהתאם להסכם זה, כמות הגז הכוללת אשר הייתה אמורה להירכש ע"י חח"י הינה 25 BCM, למשך 15 שנים החל משנת 2008, דהיינו עד לשנת 2023, בכמות שנתית ממוצעת של כ- 1.7 BCM בשנה. במסגרת ההסכם, הייתה לחברה אופציה להארכת ההתקשרות לחמש שנים נוספות.

עם השינויים שחלו במצרים בתחילת שנת 2011, החלו שיבושים חוזרים ונשנים באספקת הגז הטבעי לישראל. במהלך חודש אפריל 2012 הופסקה לחלוטין אספקת הגז הטבעי ממצרים, וזאת בשל הודעת חברות הגז הממשלתיות המצריות על ביטול ההסכם אספקת הגז עם חברת E.M.G.

במהלך חודש פברואר 2013 הגישה חח"י תביעת פיצויים בסך כ- 4.7 מיליארד דולר ארה"ב, בגין הפסקת אספקת הגז הטבעי ממצרים, והנזקים הכלכליים שנגרמו לה בעקבות כך. בד בבד, הודיעה החברה, לאחר התייעצות עם גורמים מקצועיים בינלאומיים, על סיום ההסכם המשולש, וזאת לאור ביטול חד צדדי של ההסכם מצד חברות הגז הממשלתיות המצריות ו- E.M.G. כמו כן, הודיעה החברה ל- E.M.G כי לאור האמור לעיל היא מבטלת את ההסכם ביניהן.

<sup>23</sup> החלטה מס' 3, מיום 06/05/2013 - "קביעת מועד תחולה לתעריפי גיבוי ושירותים נלווים".

<sup>24</sup> תשתית אינטרנט מהירה, באמצעות פריסת סיבים אופטיים על תשתיות ההולכה הקיימות של החברה.

<sup>25</sup> ההסכם המשולש נחתם בין שלושה גופים: (1) חברות הגז הממשלתיות המצריות; (2) E.M.G; (3) חח"י. מטרתו של ההסכם זה הייתה אספקת גז טבעי למדינת ישראל ממצרים.

<sup>26</sup> E.M.G תיפקדה במסגרת ההסכם כספקית הגז הטבעי של חח"י ממצרים.

## 2.10. מינויים וסיומי כהונה עיקריים

- ביום 31/01/2013 סיים מר יצחק בלמס את תפקידו כממלא מקום סמנכ"ל פרויקטים הנדסיים בחברה ומונה לתפקיד סמנכ"ל ייצור והולכה.
- ביום 31/01/2013 מונה מר רון וייס לתפקיד סמנכ"ל פרויקטים הנדסיים בחברה.
- ביום 25/04/2013 סיים מר משה בכמן את תפקידו כממלא מקום סמנכ"ל כספים וכלכלה, והמשיך בתפקידו הקודם כמנהל אגף חשבונאות וכלכלה.
- ביום 25/04/2013 מונה מר תמיר פוליקר לתפקיד סמנכ"ל כספים וכלכלה. בתפקידו האחרון כיהן מר פוליקר כסמנכ"ל הכספים של חברת בטר פלייס. בתפקידו הקודמים כיהן, בין היתר, כיועץ עסקי ובנקאות להשקעות, כמנכ"ל סונוול וכסגן נשיא ומנהל הכספים של קבוצת עזריאלי.

## 2.11. תכנית חירום שלב ב'

בהמשך להחלטת דירקטוריון חח" בדבר הקמת שלוש תוספות קיטוריות לתחנות הכוח באתרים חגית, אשכול ורמת חובב, במסגרת תכנית החירום שלב ב', ביום 21/07/2013 סונכרנה לרשת החשמל תוספת קיטורית יחידה 9 באתר "רמת חובב". ביום 06/08/2013, סונכרנה לרשת החשמל תוספת קיטורית יחידה 9 באתר חגית. כל יחידה חדשה מוסיפה 116 מגוואט לכוח הייצור של חח", וזאת ללא תוספת בשימוש בגז טבעי, תוך התייעלות תהליך הייצור ביחידות הקיימות.

## 2.12. תקלות ביחידות ייצור החשמל

ביום 24/03/2013 הודיעה חח" כי יחידה 40 בתחנת הכוח גזר פסקה מלפעול, עקב תקלה בגנראטור. החברה התקשרה ביום 09/05/2013 עם חברת SIEMENS AG וחברת ENECOGEN V.O.F לרכישת גנראטור. ביום 04/07/13, לאחר תיקון הליקויים וחיבור הגנראטור, הוחזרה היחידה לפעול. כמו כן, במהלך חודש אוקטובר 2013 חלו תקלות משמעותיות בתחנת הכוח רוטנברג.

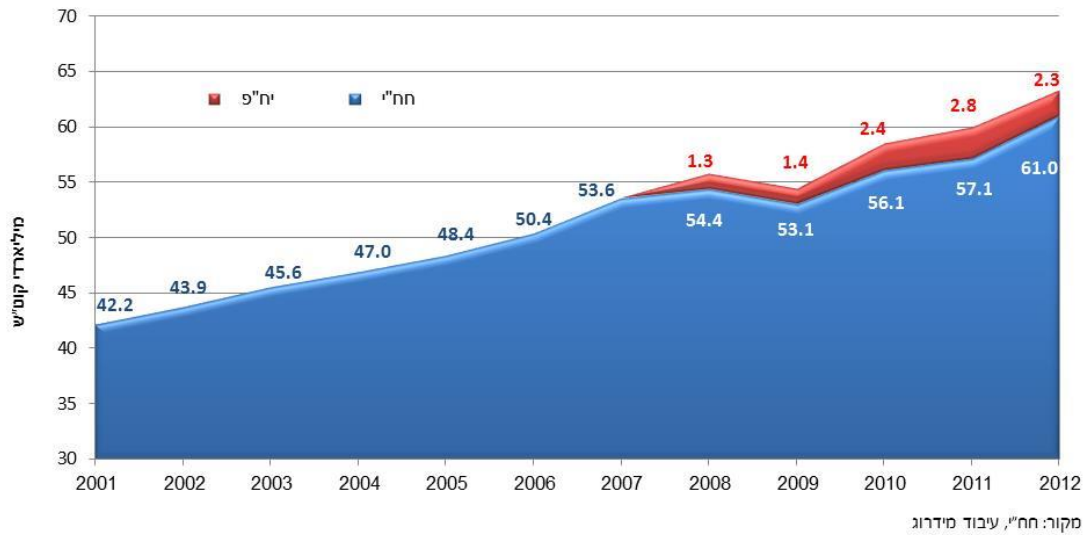
## 2.13. שינוי מבני

ביום 23/07/2013<sup>27</sup> התקיימה מסיבת, עיתונאים בהשתתפות שר האנרגיה, הנהגת הסתדרות העובדים, הנהלת חח", והנהגת ארגון העובדים של חח", אשר בה הוצג הצוות בראשות מר אורי יוגב, הממונה על גיבוש עמדה בדבר המבנה הראוי של משק החשמל במדינת ישראל, ועל תהליך ההדברות ומשא ומתן בכל הנגוע לשינוי המבני בחברה. לוח הזמנים לגיבוש מסקנות הצוות שהוגדר הינו עד לסוף שנת 2013.

ביום 28/07/2013 הגיש הממונה על ההגבלים העסקיים (להלן: "הממונה") לשר האנרגיה את עמדתו בדבר השינוי המבני. לפי עמדת הממונה, פעילותה של חח" החל מייצור, דרך ההולכה וכלה בחלוקה מונעת התפתחותה של תחרות בייצור החשמל במשק. הממונה מצוין כי, מעמדה הדומיננטי של חח" בכל שלושת המקטעים, מונע ואף דוחק כניסה של מתחרים לשוק החשמל. נכון למועד הדוח, טרם נתקבלו החלטות בנושא.

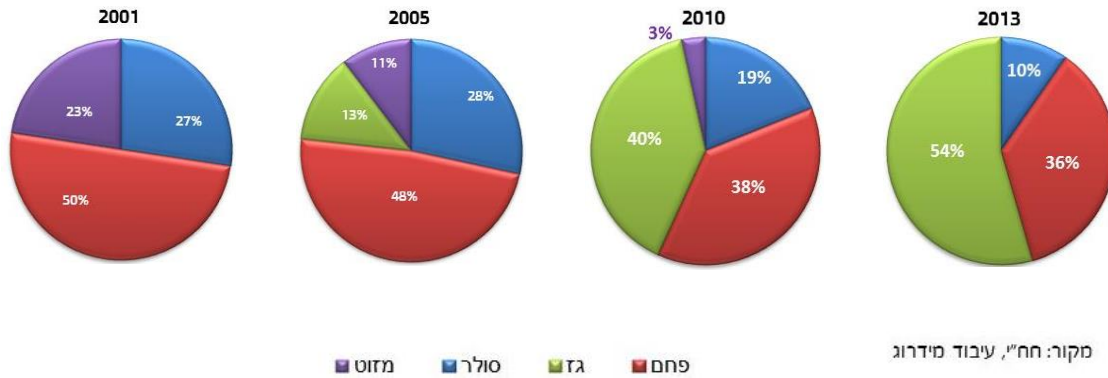
<sup>27</sup> ביום 22/07/2013 הוקמה הועדה.

3.1 פילוח ייצור החשמל במשק



כפי שניתן לראות לעיל, במשך שנים רבות משק החשמל בישראל פעל כמונופול, ובו פעלה חח"י כיצרן חשמל בודד. בהתאם לנתוני ייצור החשמל בשנים 2001-2012, ניתן לראות כי היקף ייצור החשמל גדל בשיעור של כ- 50%, המהווה שיעור גידול שנתי ממוצע של כ- 3%. כניסת היח"פים למערכת ייצור החשמל המשקית החלה בשנת 2008, במהלכה ייצרו היח"פים כ- 1.3 מיליארד קוט"ש מסך הייצור במשק, אשר הסתכם בכ- 55.8 מיליארד קוט"ש, והיוו כ- 2.5% מסך הייצור המשקי. לאור הרגולציה בשנים האחרונות ויצירת מנגנוני עידוד לפתיחת משק החשמל לתחרות, נמצא כי החל משנת 2010, היקף הייצור של היח"פים הולך ועולה. בהתאם להערכות חח"י, בשנת 2013 שיעור הייצור של היח"פים מכלל הייצור המשקי יהווה כ- 10%; בשנת 2014 שיעור הייצור של היח"פים מכלל הייצור המשקי יהווה כ- 19%; ובשנת 2015 היקף ייצור החשמל ע"י היח"פים יגדל משמעותית ויגיע לכ- 23% מסך הייצור המשקי. על פי נתוני החברה, היח"פים אשר יהוו נדבך מרכזי בייצור החשמל במשק הינם: רותם OPC, דוראד אנרגיה בע"מ, דליה אנרגיות בע"מ, שתי תחנות בפז בתי זיקוק נפט אשדוד בע"מ ואי פי דלק אשקלון.

### 3.2. יכולת נקובה במערכת ייצור החשמל של חח"י



ניתוח היכולת הנקובה של מערכת הייצור של חח"י לאורך השנים מציג את השינויים שנעשו במקטע הייצור בכלל ואת ההסבות לגז טבעי בפרט. בשנת 2001, היכולת הנקובה של חח"י התבססה על שלושה סוגי דלקים - מזוט, סולר ופחם. החל משנת 2005 נמצא כי היכולת הנקובה לייצור חשמל מגז טבעי גדלה על חשבון היכולת הנקובה לייצור חשמל מסולר וממזוט. בשנת 2013, היכולת הנקובה לייצור חשמל מגז טבעי תגיע לכ- 54.5% מסך היכולת הנקובה של חח"י.

ההסבות לייצור חשמל בגז טבעי מפחיתות באופן משמעותי את עלויות הייצור בכלל ואת עלויות הדלקים בפרט. בנוסף לכך, השימוש בגז טבעי מצמצם מהותית את נזקי איכות הסביבה. חח"י אינה חתומה על אמנת קיוטו ואינה מחויבת לעמידה ביעדי הפחתת מזהמים, אולם לחברה יעדי הפחתת מזהמים הנקבעים על ידי המשרד לאיכות הסביבה.

### 3.3. פילוח ייצור החשמל לפי סוג דלק



בהתאם לניתוח לעיל ניתן לראות כי בעבר, בשנת 2001, התבססה חח"י כמעט אך ורק על ייצור חשמל באמצעות שימוש בפחם ומזוט, שהיוו כ- 78% וכ- 18% מסך הייצור, בהתאמה. החל משנת 2004, ניתן לראות שינוי מגמה בתמהיל הדלקים לצורך ייצור חשמל. חח"י החלה להגדיל באופן מהותי את השימוש בתחנות המבוססות גז טבעי, ובמקביל להפחית את השימוש בדלקים מזהמים ויקרים (מזוט וסולר). מגמה זו דומה למגמה המתוארת בתת-פרק 3.2 לעיל, בה מתוארת היכולת הנקובה של חח"י לאורך השנים.

בשנת 2010, כ- 36.5% מייצור החשמל של חח"י בוצע באמצעות גז טבעי, כ- 61% בוצע באמצעות פחם, כ- 1% באמצעות מזוט וכ- 1.5% באמצעות סולר. לאור משבר הדלקים אשר פקד את המשק החל מפברואר 2011, ואשר הגיע לשיאו בראשית 2012, שינתה החברה את תמהיל הדלקים לייצור חשמל, כך שבשנת 2012 ייצור החשמל של חח"י בוצע בהתפלגות כדלקמן: כ- 14% באמצעות גז טבעי בלבד (קיטון בשיעור של כ-56% ביחס לשנת 2011), כ- 63% באמצעות פחם, כ- 15% באמצעות סולר (גידול בשיעור של כ-241% ביחס לשנת 2011) וכ- 7% באמצעות מזוט (גידול בשיעור של כ-287% ביחס לשנת 2011). תמהיל דלקים זה הוביל את החברה למשבר תזרימי אשר חייב אותה בסיוע חיצוני ובנקיטת צעדים ע"י הממשלה ורשות החשמל.

בהתאם להערכת החברה, בשנת 2013 ייצור החשמל של חח"י יהיה דומה יחסית לשנת 2010, מבחינת תמהיל הדלקים. בשנים האחרונות מבצעת חח"י הסבות לגז בתחנות הייצור שלה, וזאת על מנת שהיא תוכל להגדיל את יכולת הייצור באמצעות גז. בהתאם לכך ולאור מימוש האופציה בהסכם ההתקשרות עם מאגר תמר, נראה כי בשנתיים הקרובות תמשיך החברה להגדיל את היקף הייצור שלה באמצעות גז טבעי. במקביל להגדלת היקף הייצור באמצעות גז טבעי, בכוונת החברה להקטין את ייצור החשמל באמצעות מזוט וסולר, ואף לחדול מייצור חשמל באמצעות מזוט בסוף שנת 2013. תמהיל דלקים אשר מתבסס על ייצור באמצעות גז טבעי ופחם עשוי להוביל לקיטון מהותי בעלויות הדלקים, וכנגזרת מכך, לקיטון עלויות הייצור לקוט"ש ושיפור במצבה הפיננסי של החברה.

#### 3.4 ניתוח עלויות ייצור חשמל לפי סוג דלק

להלן מובא ניתוח כמותי של צריכת הדלקים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד:

שיעור שינוי	גידול (קיטון) בטונות	Q1-Q3/2012	Q1-Q3/2013	
(90.44%)	(769,883)	851,257	81,374	מזוט (טון)
(10.73%)	(1,118,101)	10,420,447	9,302,346	פחם (טון סטנדרטי) <sup>28</sup>
(83.94%)	(1,455,625)	1,734,081	278,456	סולר (טון)
182.92%	1,664,501	909,963	2,574,464	גז טבעי (טון) <sup>29</sup>

להלן מובא ניתוח עלויות הדלקים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד:

סה"כ שינוי	שינוי במחיר (מ' ₪)	שינוי בצריכה (מ' ₪)	
(2,413)	2	(2,415)	מזוט
(1,527)	(948)	(579)	פחם
(6,214)	(8)	(6,206)	סולר
2,622	714	1,908	גז טבעי <sup>30</sup>
(7,532)	(240)	(7,292)	סה"כ

<sup>28</sup> טון סטנדרטי: ערך קלורי עליון- מחושב עפ"י 6,244 קלוריות לטון.

<sup>29</sup> כולל גז טבעי ממאגר תמר וגז טבעי נוזלי מהמצוף הימי.

<sup>30</sup> ראה הערה מס' 29.

כפי שניתן לראות בטבלאות לעיל, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, הפחיתה החברה משמעותית את השימוש במזוט, פחם וסולר לצורך ייצור החשמל. מנגד, היקף השימוש בגז טבעי גדל באופן מסיבי, בשיעור של כ-183%. שינוי תמהיל הדלקים של החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 התאפשר, לאור הזרמת גז טבעי מהמצוף הימי החל מיום 26/01/2013 והפקת גז טבעי בהיקף משמעותי מתמר, החל מיום 01/04/2013.

עלויות הדלקים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, קטנו בכ- 7.5 מיליארד ₪. למעשה, הקיטון בעלויות הדלקים נובע משני מרכיבים: (1) קיטון בכמות הצריכה של מזוט, סולר ופחם, וגידול בהיקף השימוש בגז טבעי. סך הקיטון בעלויות החברה בתקופה המדוברת, אשר נובע משינוי בתמהיל הדלקים, מסתכם בכ- 7.3 מיליארד ₪; (2) ירידה ריאלית במחיר הממוצע לטון בסולר ובפחם. סך הקיטון בעלויות החברה בתקופה המדוברת, אשר נובע מירידת מחירים ריאלית, מסתכם בכ- 0.2 מיליארד ₪.

לאור מימוש האופציה בהסכם ההתקשרות של החברה עם מאגר תמר, נראה כי בשנים הקרובות תצרוך החברה גז טבעי בהיקף של כ- 5 BCM מתמר. כמו כן, תמשיך החברה ברכישת גז טבעי נזלי מהמצוף הימי, אולם בהיקף נמוך משמעותית מאשר רכשה בשנת 2013. יש לציין כי, מחיר הגז הטבעי הנוזלי יקר פי כ- 3.5 ממחיר הגז הטבעי מתמר, אולם ההליך המשלב שני ספקי גז טבעי נועד לאפשר לחברה ליצור מנגנון של ניהול סיכונים הולם. החברה מציינת כי, אספקת הגז הנוזלי הטבעי תאפשר מתן מענה לדרישות גז טבעי גבוהות בעת שיאי ביקוש, ובנוסף לכך תאפשר מענה גיבוי למקרה של תקלות באספקת הגז הטבעי מתמר, במידה ויתרחשו.

להלן מובא ניתוח המציג את העלויות הממוצעות (באגורות) של הדלקים לייצור קוט"ש בחודש דצמבר, לפי פילוח סוגי הדלקים:

	2010	2011	<sup>31</sup> 2012	
מזוט	47.48	63.49	70.89	
פחם	13.67	18.60	17.86	
סולר	141.74	120.11	87.88	
גז	14.66	15.13	17.76	

הנתונים המובאים בטבלה לעיל, מראים את הבדלי עלויות הייצור לקוט"ש בין סוגי הדלקים. עלויות הייצור מפחם וגז טבעי הינן דומות זו לזו, והן קטנות משמעותית מעלויות הייצור ממזוט וסולר, בשיעור שנע בין 80%-75%. הניתוח המובא לעיל, מראה כי במידה ותמשיך החברה להשתמש בתמהיל דלקים הדומה לשנת 2013, עלויות הדקים העתידות שלה צפויות להיות דומות ואף נמוכות מאלו שיהיו בשנת 2013.

<sup>31</sup> בשנת 2012 שונתה שיטת חישוב לחלוקת הייצור ביחידות רב (דו) דלקיות. השינוי חל גם על שנת 2011.

4.1 ניתוח פעילות החברה

**תמצית נתונים כספיים של החברה, מ' ש:**

2010	2011	2012	Q1-Q3/2012	Q1-Q3/2013	
19,843	25,052	28,320	21,669	21,209	הכנסות
3,154	4,592	4,878	3,210	3,079	רווח מהפעלת מערכת החשמל
1,712	2,816	1,393	164	1,795	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
1707	2,230	2,784	1,972	1,835	הוצאות מימון
2	(802)	(1,004)	(1,376)	(368)	רווח נקי (הפסד)
3,817	1,455	(215)	(1,167)	5,389	FFO
7,242	7,324	6,219	3,750	5,092	EBITDA
3,364	4,410	5,600	4,079	3,705	CAPEX

31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/09/12	30/09/13	
80,886	84,414	89,757	88,548	89,169	סך מאזן
62,168	63,516	64,673	64,306	64,731	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,654	5,212	105	1,048	866	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,817	1,933	4,226	1,238	4,754	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
62,836	66,784	74,290	72,943	73,714	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
42,013	46,525	52,446	54,259	<sup>32</sup> 57,312	מזה: חוב פיננסי
18,050	17,630	15,467	15,605	15,455	הון עצמי

ההכנסות נטו ממכירת חשמל (להלן: "מכירות נטו") בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 בגין מכירת 41,257 מ' קוט"ש הסתכמו בכ- 20.9 מיליארד ש"כ<sup>33</sup>, לעומת הכנסות של כ- 21.5 מיליארד ש"כ בתקופה המקבילה אשתקד<sup>34</sup>. ניתן לראות כי קיים קיטון בשיעור של כ- 2.9%, המהווה קיטון בהכנסות נטו של כ- 0.6 מיליארד ש"כ. השינוי בהכנסות נטו נובע מגידול ריאלי בהכנסה הממוצעת לקוט"ש, אשר הסתכם בכ- 0.6 מיליארד ש"כ בתקופה המדוברת, ומנגד קיטון בסך של כ- 1.2 מיליארד ש"כ הנובע מקיטון בצריכה. בתקופה המדוברת עלות צריכת הדלקים<sup>35</sup> הסתכמה בכ- 8.8 מיליארד ש"כ לעומת כ- 16.4 מיליארד ש"כ בתקופה המקבילה אשתקד, קיטון בשיעור של כ- 46%, המהווה קיטון של 7.5 מיליארד ש"כ (ראה תת-פרק 3.4). ההפסד הנקי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 הסתכם בכ- 0.4 מיליארד ש"כ לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בה ההפסד הנקי הסתכם בכ- 1.4 מיליארד ש"כ. יתרת המזומנים ושווי המזומנים<sup>36</sup> של החברה הסתכמה בכ- 4.5 מיליארד ש"כ לעומת 1.1 מיליארד ש"כ בתקופה המקבילה אשתקד. גידול זה נובע מהחלטת דירקטוריון החברה בדבר שמירה על היקף יתרת נזילות מינימאלית של כ- 3 מיליארד ש"כ, אשר מהווה כרית בטחון לעיתות משבר.

<sup>32</sup> כולל חוב בערבות מדינה בהיקף של כ- 7.5 מיליארד ש"כ. בניכוי קרן לפירוק מבנים וחוב חברת הפחם מסתכם החוב הפיננסי בכ- 56.5 מיליארד ש"כ.

<sup>33</sup> לחברה קיימות הכנסות אחרות, אשר הסתכמו בכ- 0.3 מיליארד ש"כ.

<sup>34</sup> לחברה קיימות הכנסות אחרות, אשר הסתכמו בכ- 0.2 מיליארד ש"כ.

<sup>35</sup> ללא מרכיב השכר.

<sup>36</sup> ללא ההשקעות לז"ק אשר גדלו בכ- 0.2 מיליארד ש"כ.



#### 4.2 היחסים הפיננסיים ממשיכים להצביע על איתנות פיננסית נמוכה

2010	2011	2012	Q1-Q3/2012	Q1-Q3/2013	
2.46	1.48	0.81	0.34	3.77	יחס FFO להוצאות מימון <sup>37</sup>
8.0%	2.6%	-0.9%	-3.4%	12.0%	FFO לחוב הפיננסי <sup>38</sup>
67.4%	67.6%	73.6%	72.5%	73.4%	חוב פיננסי ל-Cap
53%	46%	27%	21%	55%	Gross Margin % <sup>39</sup>
13%	11%	5%	1%	8%	Operating Margin % <sup>40</sup>

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה נותרו חלשים, אולם יש לציין כי חל שיפור מהותי ביחסים אלו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. חח"י הציגה שיעור רווחיות גולמית גבוהה מהותית מהתקופה המקבילה אשתקד, ואף עברה את רמת הרווחיות שהייתה בשנים 2010-2011. הרווחיות התפעולית בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 השתפרה גם כן מהותית, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, ואף הגיעה כמעט לרמת רווחיות בשנים 2010-2011.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, נרשמה עליה משמעותית בתזמ"ז הפרמננטי (FFO), אשר הסתכם בכ- 5.4 מיליארד ₪, לעומת FFO שלילי של כ- 1.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. התזמ"ז השוטף (CFO) עלה גם כן והסתכם בכ- 3 מיליארד ₪, לעומת CFO שלילי של כ- 2.3 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בתוצאות התזרימיות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, נובע בעיקר מקיטון בעלויות הדלקים (כפי שניתן לראות ברווחיות הגולמית, המוצגת בטבלה לעיל).

#### 4.3 גיוסי חוב עיקריים

- להלן פירוט אודות גיוסי החוב המהותיים אשר בוצעו במהלך תקופת דוח המעקב: ביום 24/04/2013 גייסה החברה חוב ע"י הלוואה בסך 500 מ' דולר ארה"ב, במסגרת הסכם הלוואה שנחתם בין החברה לבין הבנקים Citibank ו-Barclays Bank Plc. ההלוואה נועדה לשמש כהלוואת גישור עד לגיוס חלופי ע"י החברה. ההלוואה נפרעה במלואה ביום 24/06/2013.
- ביום 30/05/2013 התקבלו הלוואות בסך של כ- 94.7 מ' אירו וכ- 125.1 מ' דולר ארה"ב, במסגרת הסכם הלוואה עם קונסורציום של ארבעה בנקים בהובלת HSBC, וזאת לצורך מימון פרויקט חירום שלב ב'.
- ביום 21/06/2013 הנפיקה החברה אג"ח אשר הופצה ע"י הבנקים Citibank ו-Barclays Bank Plc לרוכשים מוסדיים בארה"ב ומחוצה לה, בסך כולל של 1.1 מיליארד דולר ארה"ב ע.ג. ההנפקה נעשתה כחלק מתכנית כוללת (GMTN) להנפקת איגרות חוב, בסכום כולל של עד 5 מיליארד דולר ארה"ב ע.ג. ביום 09/07/2013 ביצעה החברה הרחבה בשתי הסדרות, בסכום כולל של 300 מ' דולר ארה"ב ע.ג. במסגרת התכנית הכוללת הונפק עד כה סכום כולל של 3.4 מיליארד דולר ארה"ב ע.ג.

<sup>37</sup> ההוצאה התזרימית בפועל.

<sup>38</sup> ה- FFO גולם בחישוב שנתי.

<sup>39</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>40</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

- ביום 01/07/2013 התקבלו הלוואות בסך של 2.4 מיליארד ₪ מארבעה בנקים ישראליים. ההלוואות אינן צמודות למדד ומגובות בערבות המדינה.

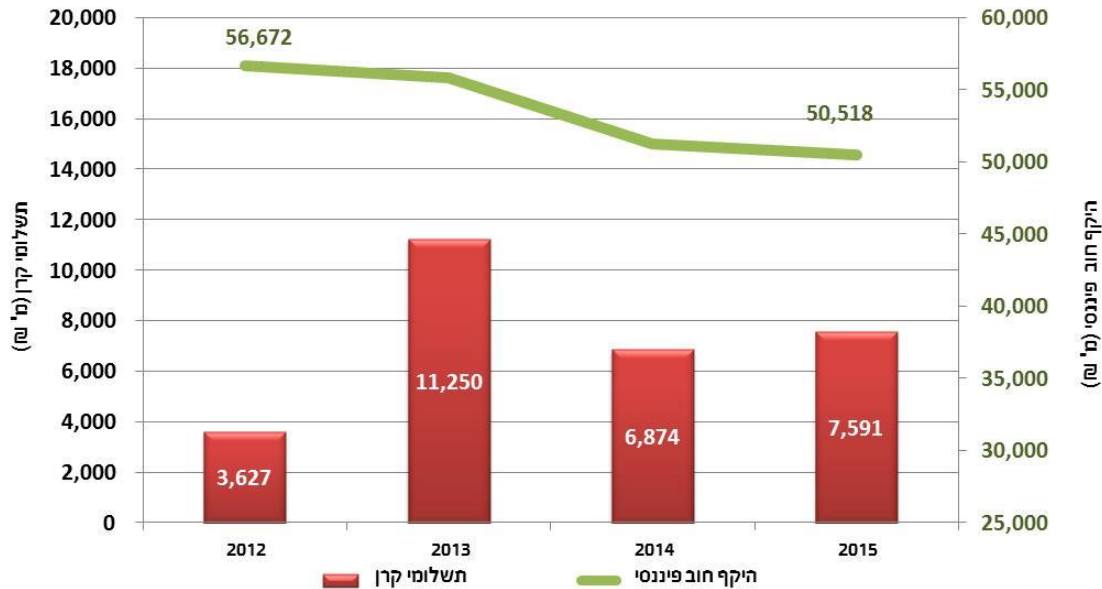
#### 4.4 פירעונות מהותיים

- ביום 13/02/2013 נפרעו אגרות חוב פרטיות, לא סחירות, בסך של כ- 154 מ' ₪ ע.ג. (סך של כ- 186 מ' ₪, הכולל הפרשי הצמדה) אשר הונפקו לגופים מוסדיים ביום 13/04/2003.
- להלן פירוט אודות פירעון איגרות חוב של סדרה 22:

תאריך	ע.ג. במ' ₪	סכום כולל הפרשי הצמדה
20/02/2013	500	618
20/05/2013	500	621
20/08/2013	500	629
20/11/2013	500	631.8
<b>סה"כ</b>	<b>2,000</b>	<b>2,499.8</b>

- ביום 10/04/2013 נפרעו אגרות חוב פרטיות במלואן, לא סחירות, אשר אינן צמודות למדד - "חשמל שקלי 2013", המגובה בערבות מדינה, בסך של 1,500 מ' ₪ ע.ג., אשר הונפקו למוסדיים ביום 10/04/2012.
- ביום 24/06/2013 נפרעה במלואה הלוואת הגישור בסך 500 מ' דולר ארה"ב, אשר נתקבלה במסגרת הסכם ההלוואה בין החברה לבין הבנקים Citibank ו-Barclays Bank Plc.
- ביום 09/07/2013 נפרעו במלואן אגרות חוב ציבוריות שאינן צמודות למדד, סדרה 23, המגובות בערבות מדינה בסך של 2,400 מ' ₪ ע.ג., אשר הונפקו במהלך חודש יוני 2012.
- ביום 25/11/2013 נפרעה במלואה סדרה חשמל שקלי 1113, בסך של 784 מ' ₪ כולל הפרשי הצמדות, אשר הונפקה במהלך חודש נובמבר 2012.

#### 4.5. נתיב החוב הפיננסי



מקור: חח"י, עיבוד מידרוג  
\*הערה: היקף החוב הפיננסי נכון לסוף השנה, וכולל קרן לפירוק מבנים וחוב חברת הפחם

בהתאם לתחזית המזומנים של החברה לשנים 2013-2015<sup>41</sup> ניתן לראות כי סך היקף החוב הפיננסי יקטן מ- 56.7<sup>42</sup> מיליארד ש"ל ל- 50.5<sup>43</sup> מיליארד ש"ל, אשר מסתכם בקיטון של כ- 6.2 מיליארד ש"ל (שיעור קיטון של כ- 11%). קיטון בהיקף החוב של החברה, עשוי להוביל לשיפור מהותי ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית של חח"י. יש לציין כי, בחמש השנים הקרובות על החברה יהיה לפרוע חוב ולבצע השקעות בסכומים משמעותיים. בהתאם לדיווחי חח"י, החברה תלויה באופן משמעותי במימון חיצוני ותמיכת הרגולטור והמדינה למימון פעילותה.

במהלך התקופה המדוברת, 2013-2015<sup>44</sup>, מתכננת החברה לבצע בעתיד בעיקר מחזור חלקי של החוב. להערכת החברה, גיוסי החוב שלה בשנת 2013 יסתכמו בכ- 10.4 מיליארד ש"ל, בעוד שסך פירעונות הקרן בשנה זו מסתכמים בכ- 11.2<sup>45</sup> מיליארד ש"ל. קיטון של כ- 800 מ' ש"ל בחוב הפיננסי; בשנת 2014 מתכננת החברה גיוסי חוב בהיקף של כ- 2.2 מיליארד ש"ל, בעוד שסך פירעונות הקרן בשנה זו מסתכמים בכ- 6.9 מיליארד ש"ל. קיטון של כ- 4.7 מיליארד ש"ל; במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2015 מתכננת החברה לגייס חוב בהיקף של כ- 6.9 מיליארד ש"ל, בעוד שסך פירעונות הקרן בשנה זו מסתכמים בכ- 7.6 מיליארד ש"ל. קיטון של כ- 700 מ' בהיקף החוב הפיננסי.

החוב הפיננסי של חח"י מורכב משלושה סוגי חוב מרכזיים: (1) חוב בערבות מדינה בגין עלויות דלקים. (2) חוב תאגידי והלוואות בנקאיות. (3) חוב אחר בערבות מדינה, אשר נתקבל, בין היתר, לצורך פיתוח. כפי שצויין לעיל, סך הקיטון בחוב הפיננסי עד לסוף הרבעון השלישי של שנת 2015, מסתכם בכ- 6.2 מיליארד ש"ל. יש לציין כי, הקיטון בחוב הפיננסי נובע

<sup>41</sup> התחזית מסתיימת בספטמבר 2015.

<sup>42</sup> בניכוי קרן לפירוק מבנים וחוב חברת הפחם מסתכם החוב הפיננסי בכ- 55.4 מיליארד ש"ל.

<sup>43</sup> בהתאם להערכת החברה, החוב הפיננסי התזרימי יסתכם בכ- 48.5 מיליארד ש"ל.

<sup>44</sup> ראה הערת שוליים מס' 41.

<sup>45</sup> כולל הלוואת גישור בסך של כ- 1.8 מיליארד ש"ל.

מפירעון חוב בערבות מדינה בגין דלקים. למעשה, בסוף הרבעון השלישי של שנת 2015, יתרת החוב בערבות מדינה בגין עלויות דלקים תעמוד על כמיליארד ₪, לעומת כ- 7.5 מיליארד ₪ במועד הדוח.

## 5. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>46</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 החשמל, אשר החליף את פקודת זיכיונות החשמל. לפי חוק 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 הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

<sup>46</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפורזות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

סדרות 2022 ו-22

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

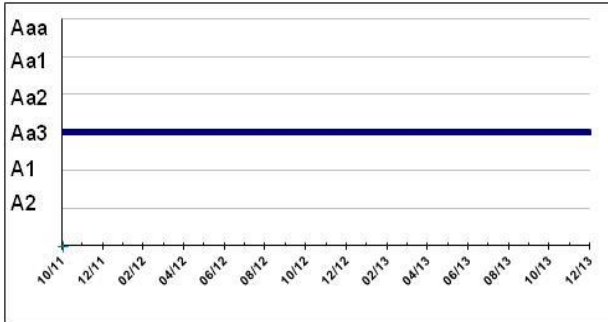
- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים לחברה ושיתוף הסקטור הפרטי בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

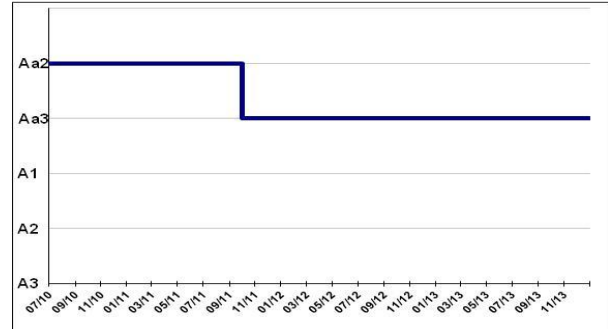
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות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

<sup>47</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרות בערבות הינו כדירוג המדינה.

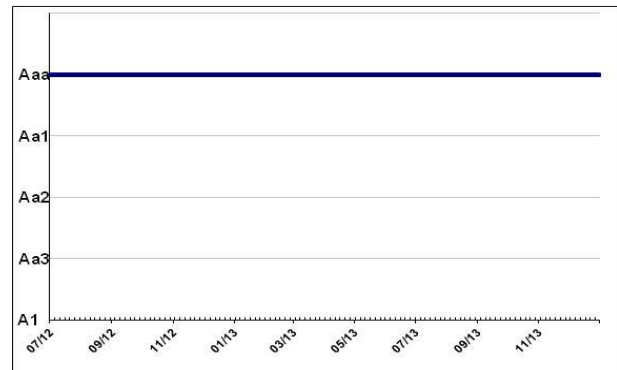
סדרה 22:



סדרה 2022:



סדרות 24, 25:



מועד דירוג אחרון: נובמבר 2012

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

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

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

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

מתודולוגית [דירוג מנפיק הקשור למדינה \(Government Related Issuer\)](#) - אוקטובר 2013

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

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



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") 2013.

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 ("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.