



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2015

1

**אנשי קשר:**

אלון ליפשיץ, אנליסט  
[alonl@midroog.co.il](mailto:alonl@midroog.co.il)

ישי טריגר, ראש צוות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

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

## חברת החשמל לישראל בע"מ

סדרה	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת התחייבויות ל-30/04/2015 (מ' ש <sup>1</sup> )	יתרת שנות פירעון	דירוג	אופק
2022	6.0%	מדד	3,855	2020-2023	Aa3	חיובי
2029	6.0%	מדד	766	2015-2029	Aa3	חיובי
24	0.65%	מדד	2,010	2015	Aaa	יציב
25	1.20%	מדד	1,007	2015-2017	Aaa	יציב

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג סדרות 2022 ו-2029 בדירוג Aa3, על כן, באופק חיובי.

מידרוג מודיעה על הותרת הדירוג לסדרות 24 ו-25, שבערבות מדינה, בדירוג Aaa, על כן, באופק יציב.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3, באופק חיובי, להנפקת סדרות בהיקף כולל של עד 1.5 מיליארד ש"ח. (להלן: "הסדרה החדשה")<sup>2</sup> שתונפק ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") במהלך חודש מאי 2015 או בסמוך לכך. הסדרה החדשה תונפק עבור מחזור חוב וצרכים שוטפים אחרים.

תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת 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 20.05.2015 וכפוף להשלמות, כמפורט בפרק 4 להלן.

- לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה קישור בסוף המסמך לדוח הדירוג הראשוני.
- לפירוט שיקולים עיקריים לדירוג, ראה קישור בסוף המסמך לדוח פעולת הדירוג מחודש אפריל 2015.

### 1. פעולת הדירוג

בכוונת החברה להנפיק את הסדרה החדשה, כסדרה סחירה, בסך כולל של עד כ-1.5 מיליארד ש"ח. החברה תנפיק בין 2-3 אגרות חוב חדשות בעלות מח"מ ומנגנוני הצמדה שונים. פירעון הסדרה החדשה יבוצע לשיעורין החל מיום ההנפקה לא יעלה על 14 שנים. להערכת החברה, תונפק הסדרה החדשה במהלך חודש מאי 2015 או בסמוך לכך.

### 1.1 יחסים פיננסיים

2010	2011	2012	2013	2014	2014P*	
2.46	1.48	0.81	3.57	3.93	3.83	יחס FFO והוצאות מימון להוצאות מימון <sup>3</sup>
8.0%	2.6%	-0.9%	11.9%	14.3%	13.8%	FFO לחוב הפיננסי
67.4%	67.7%	73.6%	73.3%	71.7%	72.3%	חוב פיננסי ל-Cap
53%	46%	27%	57%	62%	62%	Gross Margin % <sup>4</sup>
13%	11%	5%	5%	12%	12%	Operating Margin % <sup>5</sup>

\* הערה: פרפורמה, תוספת חוב פיננסי של 1,500 מ' ש"ח.

- לפירוט בנוגע לניתוח היחסים הפיננסיים, ראה קישור בסוף המסמך לדוח פעולת הדירוג מחודש אפריל 2015.

<sup>1</sup> לא כולל פרמיה חשבונאית.

<sup>2</sup> בכוונת החברה להנפיק בין 2-3 סדרות חדשות בעלות מח"מ שונה ו/או מנגנוני הצמדה שונים.

<sup>3</sup> ההוצאה התזרימית בפועל.

<sup>4</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>5</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

## 1.2 מימוש חלקי של האופציה בהסכם תמר

ביום 16.04.2015 פרסמה חח"י הודעה כי דירקטוריון החברה החליט על מימוש חלקי של האופציה אל מול ספקית הגז תמר. ביום 7.5.2015 חתמו שותפי תמר וחברת החשמל על המסמכים הדרושים בקשר עם המימוש החלקי של האופציה.

## 2. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>6</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 הגדול של צריכת החשמל בישראל. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת באמצעות הרשות לשירותים ציבוריים-חשמל, על פי חוק החשמל, התשנ"ו 1996, קיימת כ- 17 שנה.

## 3. אופק הדירוג<sup>7</sup>

### סדרות 2022, 2029 והסדרה החדשה

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה (הורדת מינוף החברה)
- שמירה על פרופיל נזילות ההולם את פעילות החברה באופן פרמננטי
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

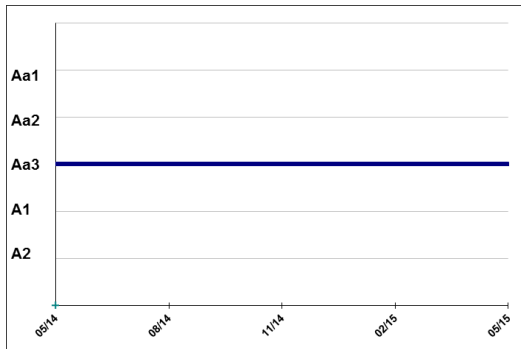
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות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

## 4. השלמות

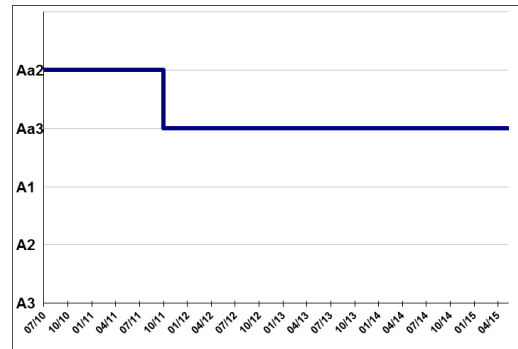
- שטר נאמנות חתום להנפקת הסדרה החדשה.
- אישור שר התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים בקשר עם השעבוד הצף.
- אישור הרשות לניירות ערך להנפקת הסדרה החדשה.

<sup>6</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.  
<sup>7</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרות בערבות הינו כדירוג המדינה.

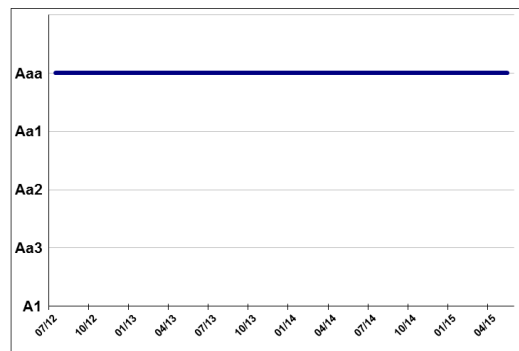
סדרה :2029



סדרה :2022



סדרה :24,25



6. דוחות קשורים

- [חברת החשמל לישראל בע"מ, פעולת דירוג אפריל 2015](#)
- [חברת החשמל לישראל בע"מ, פעולת דירוג אפריל 2014](#)
- [דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה, דוח מתודולוגי אפריל 2015](#)
- [דירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\), דוח מתודולוגי אוקטובר 2013](#)
- [חברת החשמל לישראל בע"מ, דוח דירוג ראשוני יולי 2010](#)

**סולם דירוג**

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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") 2015.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים 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 בייעוץ 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.