



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2012

1

**מחבר:**

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

אדם בן יהודה, ראש צוות  
[adamb@midroog.co.il](mailto:adamb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: שלילי	Aa3	דירוג סדרה 22 <sup>1</sup>
-	Aaa	דירוג סדרה חשמל שקלי 2013
-	Aaa	דירוג הסדרות הנוספות בערבוב

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 22 ו-2022 על כנו, Aa3, ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרה חשמל שקלי 2013, Aaa, על כנו.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aaa לסדרות הנוספות בערבוב מדינה (להלן: "הסדרות הנוספות בערבוב"), בהיקף של כ- 3 מיליארד ₪ ע.ג.; חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") מתעתדת להנפיק סדרות אלו עד אמצע יולי 2012, בהנפקה ציבורית ו/או בהנפקה פרטית, על בסיס תשקיף. הדירוג ייכנס לתוקף עם מתן היתר לתשקיף מהרשות לני"ע.

דירוג הסדרות 22 ו-2022 מושפע, בין היתר, מהשחיקה המשמעותית והעקבית בתזרים המזומנים והנזילות הנמוכה, הצפויות להימשך, על רקע הפסקת הספקת הגז ממצרים והידלדלות מאגר ים תטיס. שחיקה זו נובעת, בין היתר, מהפרשי עיתוי, בין העלות הנוכחית של רכישת הדלקים לבין התקבולים מתעריף החשמל, שייפרסו על פני שלוש שנים<sup>2</sup>. על פי דיווח החברה מיום ה-01/03/2012, החברה צופה כי, לא תוכל לרכוש את היקפי הדלקים הנדרשים לפי צרכי המערכת החזויים, ללא סיוע ממשלתי עד תחילת הספקת הגז ממאגר תמור. להערכת החברה, וכתלות בהתממשות תרחישים שונים, חח"י תזדקק עד לסוף 2012 לגיוס של מיליארדי ₪, אג"ח בערבוב מדינה, וזאת לשם מימון השינוי בתמהיל הדלקים מגז טבעי לסולר ומזוט, ולשם גישור, עד להכרה מלאה בעלויות במסגרת תעריף החשמל לצרכן, כאמור.

האופק השלילי לסדרות 22 ו-2022 נובע, בין היתר, מאי-יכולת החברה לממן את פעילותה השוטפת, אלא באמצעות הנפקת אג"ח נוסף (התזרים מפעילות, FFO, הינו שלילי לרבעון הראשון של שנת 2012), וזאת, בעיקר על רקע משבר הדלקים וחוסר הוודאות בכמות ומועד הספקות הגז; עם זאת, להערכת מידרוג, מצב זה אינו פרמננטי, ומגובה בתמיכה מצד המדינה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בסביבת הפעילות של החברה. תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יצוין כי, להערכת מידרוג, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאוד, אך אינו מוחלט, ולא קיימת זהות אינטרסים מלאה.

<sup>1</sup> סדרה 22 הונפקה על פי תשקיף מיום 21 במאי 2002.

<sup>2</sup> המרווח שיווצר לחברה עם חידוש הספקת הגז לא יתבטא בירידת תעריפים, וזאת עד לכיסוי עלויות המימון ופירעון ההלוואות הרלוונטיות הנגזרות מהפרשי העיתוי, כמתואר.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות המדורגות ל- 31/03/2012:

שנות פירעון הקרן	יתרת התחייבויות (בספרים מ' ש')	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	מס סדרה
2020-2023	<sup>3</sup> 3,991	מדד	6%	01/2011	2022
2012-2015	<sup>4</sup> 7,416	מדד	6.5%	05/2002	22
2013	1,500	שקלי	3.03%	04/2012	חשמל שקלי 2013

**תמצית נתונים כספיים<sup>5</sup> של החברה, מ' ש:**

2009	2010	2011	1Q2011	1Q2012	<sup>6</sup> 1Q2012P	
19,723	19,843	24,625	5,211	6,520	6,520	הכנסות
4,213	3,154	4,515	1,178	537	537	רווח מהפעלת מערכת החשמל
2,796	1,712	2,759	624	(1,467)	(1,467)	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,940	2,508	2,578	674	670	670	הוצאות מימון*
1,424	2	(788)	147	(1,468)	(1,468)	רווח נקי (הפסד)
5,395	3,657	1,229	817	(554)	(554)	FFO
6,401	6,423	7,469	1,731	(368)	(368)	<sup>7</sup> EBITDA
4,057	3,311	4,333	1,108	1,119	1,119	CAPEX
81,602	80,888	82,978	83,028	79,809	84,309	סך מאזן
62,502	62,286	61,371	62,429	61,359	61,359	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,478	4,654	7,778	7,238	5,887	5,887	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
3,988	3,817	1,900	5,300	1,576	1,576	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
63,936	62,838	65,647	64,762	63,946	68,446	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
47,767	45,830	47,632	47,316	48,482	52,982	מזה: חוב פיננסי
17,666	18,050	17,331	18,266	15,863	15,863	הון עצמי

\* ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 1Q2012P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

**1. שיקולים עיקריים לדירוג**

דירוג ה-<sup>8</sup>BCA של חח"י מושפע, בראש ובראשונה, מהיות החברה מונופול במשק חשמל סגור, בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד. חח"י הינה חברה משולבת אנכית (Vertically Integrated), אשר אחראית על ייצור, הולכה וחלוקה 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>9</sup>, וכן לאור תחזיות הפקת גז טבעי, המצוי לחופי ישראל, בטווח הקצר והבינוני. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, על פי חוק, הקיימת כ- 15 שנה (להלן: "רשות החשמל" או "הרגולטור"). עם זאת, קיימים נושאים במחלוקת, בין החברה לבין

<sup>3</sup> ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

<sup>4</sup> ההנפקה בוצעה בפרמיה וצמודה למדד.

<sup>5</sup> הנתונים מותאמים ל- ש' של חודש מרץ 2012, למעט נתוני ר"ה ותזרים 2009 ו- 2010, המותאמים לחודש דצמבר 2011 ונתוני מאזן 2009, המותאמים לחודש דצמבר 2010.

<sup>6</sup> נתוני פרפורמה ל- 1Q2012P כוללים את גיוס הסדרה המגובה בערבות, בסך 1.5 מיליארד ש' וגיוס של כ- 3 מיליארד ש', אשר החברה מתכוונת לגייס עד לאמצע יולי 2012.

<sup>7</sup> כולל העברת הוצ' מימון לנכס פיקוח (אינו תזרימי).

<sup>8</sup> Baseline Credit Assessment

<sup>9</sup> לחברה יעדי הפחתת מזהמים הנקבעים על ידי המשרד לאיכות הסביבה.

הרגולטור, הן באשר לשקיפות הרגולטור בקבלת ההחלטות והן באשר לאופן חישוב בסיס התעריף וכיסוי עלויות השוטפות של החברה, השקעותיה, גיוסיה ונושאים נוספים. לאור זאת, לעתים קיים קושי בצפיית מצבה הפיננסי של החברה, הן בטווח הקצר והן בטווח-הארוך. עם זאת, יצוין כי בנושא עדכון שוטף של מרכיב הדלקים בתעריף, כתוצאה משינוי בעלויות דלקים, אין כל מחלוקת.<sup>10</sup> מינופה הגבוה של החברה ונזילותה הנמוכה, מגבירים את רגישותה למשברים חיצוניים, כדוגמת משבר הגז, הדורש מעבר לשימוש בדלקים יקרים יותר. משבר זה יצר לחברה צורך במימון חיצוני לשם פעילותה השוטפת. צורך זה בא לידי ביטוי כבר ברבעון הראשון של 2012, בתזרים השלילי מפעילות (FFO). פער העיתוי, בין עלות סל הדלקים לקצב הגידול בתעריף ממומן ע"י גידול במינוף החברה (עד כ- 20% גידול בחוב הפיננסי), המוביל להרעה עקבית ביחסים הפיננסיים, החלשים ממילא.<sup>11</sup> מצב זה עלול לאתגר את החברה בהשגת מימון חיצוני בהיקפים ו/או במחירים נוחים לחברה, ומוביל להרעה בדירוג ה-BCA.

מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה כגבוהות מאוד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכויי 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 הנובעת מהשינוי בתמהיל הדלקים ונכונותה לספק ערבות, במקרה הצורך, לחוב הזר של החברה, בהצהרת פקידים בכירים ברשויות המדינה על תמיכה בחברה, במידת הצורך, חוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה, בין היתר, לאור קיום ועד עובדים מאורגן וחזק, בעל השפעה פוליטית, אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה, היסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעתות משבר, לרבות במהלך משבר הספקת הגז הנוכחי. יצוין כי, שחיקה בהערכת הקשר בין המדינה לחח"י עלול להוביל להורדה משמעותית של הדירוג.

הקשר בין המדינה לחברה, הבא לידי ביטוי, בין היתר, במתן ערבות לחוב החברה, בהתאם לצורך, הינו גורם התומך בדירוג. האופק השלילי הוצב עקב הרעה משמעותית ביחסי האיתנות ובתזרים שלילי מפעילות, כפועל יוצא ממשבר הגז המחמיר. מימון התזרים השלילי בחוב חיצוני מגביר את תלות החברה במקורות מימון ומקטין את גמישותה ואיתנותה. גורם מקזז לסיכון זה הינו הקשר בין המדינה לחברה, המוערך ע"י מידרוג כגבוה מאד, אך עם זאת, אינו מוחלט, ולא קיימת להערכת מידרוג זהות אינטרסים מלאה.

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

**2. התפתחויות עסקיות עיקריות**

**מחסור בגז טבעי ומחסור משמעותי במזומנים לפעילות שוטפת**

בהודעתה מיום 23/04/2012 דיווחה החברה כי, קיבלה הודעה מחברת EMG, לפיה חברות הגז הממשלתיות המצריות מבטלות את ההסכם עמה למכירת גז טבעי. עוד דיווחה כי, אין החברה צופה השפעה שלילית מהותית בשל כך, מאחר והזרמת הגז הייתה ממילא חלקית ולא סדירה. בהודעתה מיום 15/05/2012 דיווחה החברה כי, כמות הגז הטבעי המסופקת ממאגר הגז בשדה מרי-B תופחת לכחמישית הכמות החוזית, בהמשך להפחתה, עליה דווח בתחילת חודש מרץ 2012, אשר שיקפה הורדת הכמות המרבית לכשליש הכמות החוזית; כל זאת, בשל התדלדלות נוספת של מאגר

<sup>10</sup> יש לציין שקיימות מחלוקות לגבי מרכיבים אחרים שנכנסים לחישוב סל הדלקים, כגון: פרמטרים תפעוליים של יחידות היצור.  
<sup>11</sup> ראוי לציין כי, על פי מתודולוגיית Moody's, היחסים הפיננסיים הינם במומצע ל- 3 שנים, ועל כן, נוטים למתן תנודות במצבה הכלכלי של החברה, כפי שהוא, נכון למועד כתיבת הדו"ח.

הגז מרי-8, אשר לא נחזתה בעבר. לפי הערכות, המצופה הימני ליבוא גז טבעי יחל לפעול בתחילת 2013 ואילו הפקת גז מתמר תחל במחצית 2013.

להערכת החברה, וכתלות בהתממשות תרחישים שונים, חח"י תזדקק עד לסוף 2012 לגיוס של מיליארדי ש"ח אג"ח בערבות מדינה, וזאת לשם מימון השינוי בתמהיל הדלקים מגז טבעי לסולר ומזוט, ולשם גישור עד להכרה מלאה בעלויות, במסגרת תעריף החשמל לצרכן. צרכים אלו הינם בנוסף להעלאת תעריף וצעדי סיוע נוספים, כפי שפורטו בדוח דירוג אפריל 2012 (רצ"ב קישור בסוף מסמך זה). לדברי החברה, מן הפקידות הבכירה במשרד האוצר, נמסר לה כי, בעיית החברה, באשר לדלקים, הינה בעיה לאומית, והפתרון יינתן ע"י המדינה, בין בערבויות המדינה ו/או באמצעים אחרים.

### 3. ניתוח פיננסי

#### 3.1 היחסים הפיננסיים ממשיכים להצביע על איתנות פיננסית חלשה

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים באופן עקבי. חלה הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה, כתוצאה מההשחיקה המשמעותית בתזרים המזומנים. ברבעון הראשון של שנת 2012, נרשם תזרים שלילי מפעילות (FFO), בסך כ- 554 מ' ש"ח, לעומת תזרים חיובי של כ- 817 מ' ש"ח בתקופה המקבילה, אשתקד. להערכת מידרוג, תזרים זה אינו פרמננטי, והינו פועל יוצא של משבר הגז.

ההרעה בשיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית הינה פועל יוצא של עלייה מהותית בעלויות הדלקים, פערי עיתוי בעדכון התעריפים, ביחס לעלויות הדלקים וכן הכרה בתעריף בעלויות נורמטיביות, שאינן לוקחות בחשבון את כלל עלויות החברה.

#### יחסים פיננסיים נבחרים:

2009	2010	2011	2011 P <sup>12</sup>	1Q2011	1Q2012	
2.8	2.5	1.5	1.5	2.2	0.17	הוצ' מימון <sup>13</sup> / (הוצ' מימון + FFO)
8.9	12.5	38.8	43.9	NR	NR	חוב פיננסי ל- FFO
68.7%	67.4%	67.6%	70.3%	67.8%	69.9%	חוב פיננסי ל- Cap <sup>14</sup>
53%	53%	46%	46%	56.2%	19.2%	Gross Margin <sup>15</sup> %
14.2%	13.4%	10.7%	10.7%	12.2%	-22.6%	Operating Margin <sup>16</sup> %

#### 3.2 עלייה בהכנסות בעיקר הודות לגידול ריאלי בתעריף החשמל ובצריכה

ברבעון הראשון של שנת 2012, הכנסות החברה צמחו בכ- 1.3 מיליארד ש"ח ובשיעור של כ- 25%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע מעלייה בהכנסה הממוצעת, נטו לקוט"ש בשיעור של כ- 14% (בשל עלייה בתעריף החשמל) ומשיעור גידול של כ- 10% בצריכה. בנטרול גביה והפרשה בגין נכסי פיקוח, הכנסות החברה ממכירות חשמל, ברוטו גדלו בכ- 1.4 מיליארד ש"ח ובשיעור של כ- 27%.

<sup>12</sup> נתוני 2011P כוללים כ- 1.9 מיליארד ש"ח (כ- 0.5 מיליארד דולר), אשר גויסו בפברואר 2012 ממוסדיים זרים, גיוס הסדרה המגובה בערבות, בסך 1.5 מיליארד ש"ח וגיוס של כ- 3 מיליארד ש"ח, אשר החברה מתכוונת לגייס עד לאמצע יולי 2012.

<sup>13</sup> ההוצאה התזרימית, בפועל. הוצאות המימון ב- 2011P אינן כוללות הוצאות מימון נוספות בגין החוב הפיננסי הנוסף.

<sup>14</sup> ה- CAP לוקח בחשבון חוב פיננסי, הון עצמי ומסים נדחים, נטו. החוב הפיננסי כולל את החובות, אשר פורטו בהערות שוליים 12.

<sup>15</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>16</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

### 3.3 הפסד תפעולי והפסד נקי ברבעון הראשון לשנת 2012

ברבעון הראשון של שנת 2012 נרשם רווח מהפעלת מערכת החשמל, אשר הסתכם בכ- 0.5 מיליארד ₪, והפסד מפעולות רגילות של כ- 1.5 מיליארד ₪, לעומת רווח מהפעלת מערכת החשמל של כ- 1.2 מיליארד ₪ ורווח מפעולות רגילות של כ- 0.6 מיליארד ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. הרבעון הראשון של שנת 2012 הסתכם בהפסד נקי של כ- 1.5 מיליארד ₪, לעומת רווח נקי של כ- 0.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. ראוי לציין כי, ההפסד מפעולות רגילות וההפסד הנקי נובעים, בין היתר, מעלייה בהוצאות התחייבות לפנסיונרים, בסך כ- 1.5 מיליארד ₪ (לעומת 147 מ' ₪ בסוף 2011), כתוצאה מעדכון הפנסיות והצמדתן למדד המחירים לצרכן, לפי חוק שאושר בכנסת ב- 27/02/2012 (הוצאה זו אינה תזרימית).

### 3.4 נזילות נמוכה וקיטון ביתרות המזומנים

הרבעון הראשון של שנת 2012 נסתיים בשחיקה נוספת ביתרות הנזילות, בכ- 300 מ' ₪ לעומת סוף שנת 2011 (שחיקה בשיעור כ- 17%). במועד זה, לחברה מזומנים ושווי מזומנים בהיקף כ- 861 מ' ₪ והשקעות לזמן קצר, בסך כ- 715 מ' ₪, אשר מוחזקות כקרן ייעודית לצורך מימון תוכנית חירום ב' לפיתוח משק החשמל. יש לציין כי, החברה פועלת ללא מסגרות אשראי חתומות. להערכת החברה, הנזילות הנמוכה תימשך גם בשנת 2012, אשר עלולה להסתיים בשחיקה נוספת ביתרות הנזילות.

### 3.5 הישענות מהותית על מקורות מימון חיצוניים לצורך רכישת דלקים, מימון שירות חוב ותכניות פיתוח

החברה צופה עלייה משמעותית בעלויות רכישת הדלקים עד לסוף שנת 2012, לעומת שנת 2011, ותשלומי קרן לשירות החוב בסך כ- 3.7 מיליארד ₪. יצוין כי, לחברה צורכי גיוס נוספים, שאינם קשורים בשינוי בתמהיל הדלקים (לשם מחזור חובות ופעילות השקעה), אותם החברה מתכוונת לגייס מבנקים. בחמש השנים הקרובות על החברה יהיה לפרוע הלוואות ולבצע השקעות בסכומים משמעותיים. בהתאם לדיווחי החברה, החברה אינה מסוגלת לממן פעילויות אלה ממקורותיה הפנימיים בלבד, ותלויה במימון חיצוני ותמיכת הרגולטור והמדינה למימון פעילותה.

## 4. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>17</sup>), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, הספקת חשמל, סחר בחשמל, והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויותיה אלו. החברה נתאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996 (להלן: "חוק משק החשמל"), אשר החליף את פקודת זכינות החשמל. לפי חוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בין יתר תפקידיה, רשות החשמל הינה הקובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם; מעניקה רישיונות מותנים וקבועים בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

<sup>17</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

סדרות 2022 ו-22:

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

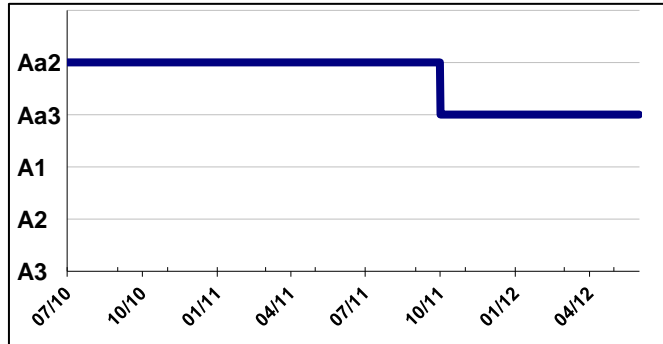
- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים לחברה ושיתוף הסקטור הפרטי בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

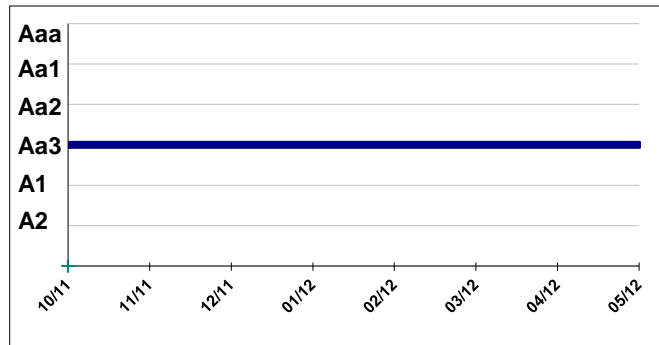
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות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

<sup>18</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרה בערבות, בכפוף לכתב הערבות הסופי, הינו כדירוג המדינה.

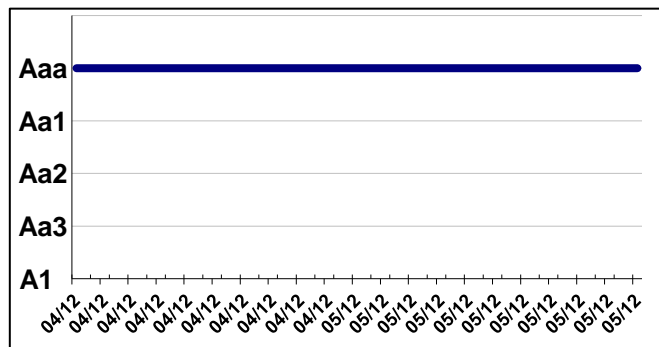
עבור סדרה 2022:



עבור סדרה 22:



עבור סדרה חשמל שקלי 2013:





מועד דירוג אחרון: אפריל 2012

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

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

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

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

סולם דירוג התחייבויות

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

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.