

רכבת ישראל בע"מ

דוח דירוג ראשוני¹ | פברואר 2015

1

אנשי קשר:

ישי טריגר, אנליסט בכיר

yishait@midroog.co.il

אמיל גולדפרב, אנליסט

emilg@midroog.co.il

יובל סקורניק, אנליסט בכיר

yuvals@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל

meravb@midroog.co.il

¹ דוח זה הינו דוח תמציתי אשר איננו מכיל את הפרטים המלאים שנבחנו בקשר עם דירוג החוב הבכיר.

רכבת ישראל בע"מ

אופק	דירוג	הצמדה	היקף גיוס	אג"ח
יציב	Aa1	שקלי	עד 1,000 מ' ש ²	סדרה א'
יציב	Aa1	מדד מחירים לצרכן	עד 1,000 מ' ש ²	סדרה ב'

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa1 באופק יציב, לאג"ח סדרה א' ולאג"ח סדרה ב' בסך כולל של עד כ- 1,000 מ' ש. ע.ג. (להלן: "הסדרות"), אשר יונפקו ע"י חברת רכבת ישראל בע"מ (להלן: "רכבת ישראל" או "החברה"), בהתאם למתווה שהוצג למידרוג. גיוס הסדרות נועד להמשך פיתוח רשת המסילות הארצית. במסגרת הדירוג נלקח בחשבון מידת תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") שהינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי שחיקה בהערכת התמיכה והתלות, בין היתר, כתוצאה משינוי שהוא שיש בו כדי להרע את מצבה של רכבת ישראל, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יצוין כי, להערכת מידרוג, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאוד אך אינו מוחלט, ולהערכתנו לא קיימת זהות אינטרסים מלאה. הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 25.02.2015, ועל סדרה של הנחות יסוד, שנקבעו ע"י מזמין הדירוג ויועציו, לרבות פרקי הזמן הדרושים להשלמת השלבים השונים בפרויקטים, אומדני הכנסות והוצאות והיבטים נוספים, כפי שבאים לידי ביטוי בתכנית העסקית, תחזית החברה ובמסמכים השונים שהועברו למידרוג ע"י מזמין הדירוג; הנחות אלו וסבירותן לא נבחנו ע"י מידרוג ויש להתייחס אליהן בהתאם.

1. פרופיל ואסטרטגית החברה

רכבת ישראל הינה חברה בבעלות ממשלתית מלאה של מדינת ישראל, אשר פועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: (1) הסעות נוסעים; (2) הובלת מטענים; (3) מסחר; (4) פיתוח תשתית מסילות הרכבת. עד שנת 1988, הפעילות הרכבתית בוצעה במסגרת יחידת סמך במשרד התחבורה, והחל משנה זו צורפה הפעילות לרשות הנמלים והרכבות³ (להלן: "רנ"ר"). במהלך שנת 1996 אישרה ממשלת ישראל שינוי במבנה הפעילות הרכבתית⁴, לפיו כלל הפעילות תתבצע במסגרת חברה ממשלתית, שתוקם לצורך כך⁵, וכל זאת, בכפוף לקביעת סמכויות רישוי ופיקוח בידי משרדי הממשלה וקביעת מנגנוני פיקוח על תעריפי הנסיעה ברכבות. במהלך ינואר 1998 התקבלה החלטת ממשלה⁶, המורה על הקמת החברה, ובמהלך יולי 2003 החלה החברה לפעול. לאורך השנים נחתמו מספר הסכמים ומסמכים נלווים, האחרון ביום 17.06.2014 - הסכם מסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל (להלן: "הסכם הפיתוח וההפעלה" או "הסכם הסובסידיה"), אשר נועדו להסדיר את היחסים בין רכבת ישראל למדינת ישראל בקשר עם התחייבויותיה ביחס לפעילותה בתחום התחבורה הרכבתית וביחס לביצוע תכנית הפיתוח, ובנוסף להגדיר ולהסדיר את מנגנון הסובסידיה לפעילותה השוטפת. תקופת הסכם הסובסידיה חלה רטרואקטיבית מיום 01.01.2013 ותסתיים ביום 31.12.2016 (להלן: "המועד הקובע"), אלא אם גייסה החברה אג"ח עד המועד הקובע יוארך ההסכם עד ליום 31.12.2020. כמו כן, בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, יעוד החברה הינו הגברת השימוש בתחבורה ציבורית במקום השימוש ברכב פרטי, שיפור רמת השירות, הגברת הבטיחות, פיתוח תשתיות הרכבת ואימוץ טכנולוגיות חדשות והגברת השימוש ברכבת לצורך הובלת מטענים.

² עד ל- 1,000 מ' ש לכל סדרה, ולא יותר מ- 1,000 מ' ש לשתייהן ביחד.

³ בהתאם לתיקון מס' 5 לחוק רשות הנמלים, התשכ"א-1961.

⁴ החלטת ממשלה מס' 867 מיום 06.12.1996 ותיקוניה.

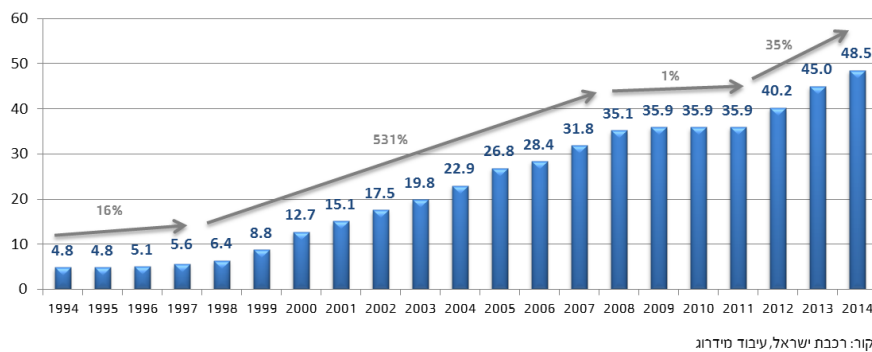
⁵ החברה כפופה לחוק החברות הממשלתיות.

⁶ החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

2.1 הסעות נוסעים

רכבת ישראל מנהלת, מתחזקת ומפעילה את רשת מסילות הברזל בארץ (נכון ל- 2014, כ- 1,194 ק"מ מסילה) ומספקת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות רכבות כבדות. תחום הסעות הנוסעים הינו הפעילות העיקרית של החברה, כאשר בשנת 2013 היווה כ- 88% מסך הכנסות החברה (כולל סובסידיה). החברה מפעילה כ- 10 קווי רכבת סדירים ברחבי הארץ, אשר נפרשים בין נהרייה שבצפון ועד באר שבע ודימונה שבדרום (כ- 448 רכבות יומיות). נכון למועד הדוח, החברה הינה מונופול בכל הקשור להפעלת מערכי הסעות המונים ברכבות נוסעים בינעירוניות.

תעריפי הנסיעות ברכבת נקבעים ומפוקחים ע"י הממשלה באופן מלא. בשנת 2008 הוחל צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (דמי נסיעה ברכבת), התשס"ח-2008 (להלן בסעיף זה: "צו הפיקוח"), מכוח חוק פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים, התשנ"ו-1996, לצד הוראות בתקנות מסילות הברזל (דמי נסיעה), התשס"ה-2004 (להלן "תקנות דמי נסיעה") וביחד עם צו הפיקוח: "הכללים". תקנות דמי הנסיעה מגדירות את הפרמטרים המרכזיים לקביעת התעריף. לפי הכללים, דמי הנסיעה ישולמו ע"י הנוסעים לפי תחנות מוצא ויעד המפורטות בכללים. עוד נקבע בצו הפיקוח כי דמי הנסיעה ישתנו ב-1 בינואר וב-1 ביולי של כל שנה לפי שיעור עליית המדד, וזאת בלבד ששיעור העדכון יעלה בלפחות 3.7% עדכון תעריפי הנסיעות טעון אישור של שר התחבורה ושר האוצר. הגרף שלהלן מראה את התפתחות היקף



הנוסעים (מ' נוסעים).

כפי ניתן לראות ענף התחבורה הציבורית, המופעל באמצעות רכבות, היה בקיפאון בשנות ה-90. למעשה, בין השנים 1994 ל-1998 גדל מספר הנוסעים

ברכבות בשיעור של כ- 16%, בלבד. החל מסוף שנות ה-90, גדל היקף הנוסעים בכ- 531% תוך עשר שנים. הסיבה לגידול בהיקף הנוסעים נובעת, בין היתר, מהשינוי המבני של רכבת ישראל אשר חל בסוף שנות ה-90, וכתוצאה מתכנית פיתוח ענפה. בשנת 2014 הגיעה רכבת ישראל לשיא חדש של כ- 48 מ' נוסעים. יש לציין כי לפי הערכות שונות של נציגים בכירים במשרד התחבורה והאוצר, פוטנציאל הנוסעים הטמון בתחבורה ציבורית בכלל וברכבת ישראל בפרט הינו גבוה משמעותית מזה הקיים היום. בהתאם לתחזית החברה, היקף הנוסעים צפוי לגדול בין השנים 2015-2020 בכ- 38% ולהסתכם בכ- 66 מ' נוסעים, וזאת לאור פתיחת קווים נוספים (2018, פתיחת הקו המהיר לירושלים).

2.2 הובלת מטענים

החברה מספקת שירותי הובלה רכבתיים למטענים בשוק הישראלי הנעשית באמצעות חטיבת המטענים בחברה. תחום הובלת המטענים היווה כ- 10% מסך הכנסות החברה (כולל סובסידיה) בשנת 2013. עיקר הפעילות בתחום המטענים מתרכז בהובלה של מחצבים מאזור הדרום - נחל צין ואזור צפע - לנמל אשדוד ובהובלה של מכולות מנמל חיפה ונמל אשדוד אליהם וביניהם (כאשר ההובלה בין הנמלים עצמם היא העיקרית) (להלן: "הנמלים"). מסופי המטען ממוקמים באזורים אסטרטגיים בסמוך למוקדי פעילות כגון: צפע, נאות חובב (רמת חובב), נמל אשדוד, בני ברק, חדרה, מישור רותם, צין, אורן ונמל חיפה. סוגי המטענים העיקריים המובלים ע"י החברה הינם מחצבים, מכולות, גרעינים, חול ואשפה.

⁷ המדד שפורסם לאחרונה לפני החודש שקדם ליום העדכון לעומת המדד היסודי (מדד חודש אוקטובר 2003).

נכון למועד הדוח, מפעילה החברה כ-1,270⁸ קרונות להובלת מטענים. החברה מפעילה כ-41 רכבות משא אשר באמצעותן היא משנעת כ-1 מיליארד טון-ק"מ בשנה (כ-24,400 טון משא בכל יום המהווים כ-6.7 מיליון טון בשנה). לחברה קיימות מגבלות רגולטוריות אשר מסדירות את פעילות הובלת המטענים, הכוללות בין היתר: (1) תקנות מסילות הברזל (שינוע חומרים מסוכנים), התשנ"ט-1999; (2) חוק שירותי הובלה, התשנ"ז-1997 והתקנות שהותקנו מכוחו; (3) תקנות מסילות הברזל (תנאי הובלה ואחריות למטען), התשנ"ו-1996 ותקנות מסילות הברזל (תעריפי הובלה ותשלומים שונים), התשנ"ה-1995, הקובעות הוראות בנוגע לתעריפי השונים. עבור הובלת מטענים קיימים שני תעריפים: (1) הובלה רגילה- על בסיס מקום פנוי על גבי רכבת קיימת ולפי לוח זמנים מתוכנן; (2) הובלה מיוחדת- התקשרות בין רכבת ישראל ללקוח הכוללת התחייבות להובלת כמות מסוימת של מטענים בתקופה מסוימת הנקבעת מראש (לרוב 1-5 שנים) אשר בגינה מוקצית ללקוח רכבת באופן מיוחד.

באפריל 2012 אישרה הממשלה (הקבינט החברתי-כלכלי) את הקמת חברת הבת בתחום המטענים (להלן: "**חברת המטענים**") אשר בשלב הראשון תהיה בבעלות מלאה (100%) של רכבת ישראל.⁹ מטרת חברת המטענים הינה הגדלת הערך הכלכלי בתחום זה תוך מתן מענה לצרכי הלקוח, יעול המערכת הקיימת והרחבת סל השירותים הלוגיסטיים המשלימים לפעילות הרכבת. המשימות העיקריות העומדות בפני חברת המטענים הינן: (א) הגדלת יכולת נפח ההובלה; (ב) אינטגרציה אנכית לפיתוח שירותים לוגיסטיים משלימים; (ג) עבודה ישירות מול לקוחות קצה; (ד) יצירת עדיפות ממשלתית להובלה רכבתית של אשפה חול ואגרנטים. יודגש, כי לא צפויה העברת נכסים של החברה לידי חברת המטענים.

2.3. מסחר

תחנות הרכבת של החברה כוללות מתחמי מסחר המציעים תמהיל חנויות בתחום הקפה, מכונות אוטומטיות, שטחי פרסום והפצת חינוכיים. תחום המסחר היווה כ-2% מסך הכנסות החברה בשנת 2013. באפריל 2012 אישרה הממשלה (הקבינט החברתי-כלכלי) את הקמת חברת הפיתוח אשר תהיה בבעלות מלאה (100%) של החברה (להלן: "**חברת הפיתוח**"). בד בבד הוחלט כי במהלך 10 השנים הראשונות ממועד הקמת חברת הפיתוח לא יפחת שיעור החזקות החברה בה משיעור של 100%. בפברואר 2014, חתמו החברה, רמ" והמדינה על תיקון ההסכם למתן זכות שימוש ולהעברת זכויות במקרקעין מיום 29 באפריל 2004. בהתאם לתיקון ההסכם, תקבל החברה, בין היתר, זכויות חכירה מהוונות בשטחי מסחר בתחנות הנוסעים בהתאם לגודל התחנה. שטחי מסחר אלו ישווקו ללקוחות רלוונטיים בתחום ותעביר החברה תשלום לרשות מקרקעי ישראל בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם. מטרת חברת הפיתוח הינה לפעול לפיתוח עסקי-מסחרי של המקרקעין ומתחמי תחנות הרכבת וסביבתן הקרובה. פעילות הפיתוח תהיה כפופה לצרכי החברה וחברות הבת שלה ולא יועברו לחברת הפיתוח נכסים ועובדים של החברה. החברה מציינת כי קיימים שני גורמי הצלחה עיקריים בתחום: (1) מיקום תחנות הרכבת כאזורי מעבר של נוסעים רבים, ובהתאם לכך כאזורים בעלי רמת ביקוש גבוהה יחסית; (2) התאמת אופי הפעילות המסחרית המבוצעת בתחנות הנוסעים לצרכיהם של הנוסעים באותו אזור וקבלת אישורים רגולטורים הנדרשים להקמת מתחמי מסחר לייעודים שונים. הסכמי השכירות כוללים דמי שכירות המורכבים מדמי שכירות קבועים או מדמי שכירות דמי שכירות הנגזרים כאחוז מפדיון השוכר במושכר, לפי הגבוה מביניהם. נכון למועד טיוטת התשקיף, מהווים דמי השכירות תלווי הפדיון של השוכרים כ-10% מסך הכנסות מגזר המסחר.

⁸ מתוכם כ-440 קרונות בבעלות מפעלי כימיקלים לישראל בע"מ, אשר הינו הלקוח העיקרי של החברה בתחום זה.

⁹ קיימת אפשרות להפרטה של כ-51% חברת המטענים.

2.4. פיתוח

החברה מתכננת, מפתחת ומממשת פרויקטים בתחום פעילותה בהתאם לתוכניות הפיתוח המפורטות שלה, הכולל הקמת תשתיות, הקמת קווי נוסעים חדשים, שדרוג ו/או הכפלת קווי שירות קיימים, קידום תוכנית החשמול, הקמת והרחבת מסופי מטענים והקמת מתחמי תחזוקה ותחנות נוסעים חדשות הן במסגרת קווי נוסעים קיימים, והן במסגרת קווי נוסעים חדשים. החברה מסווגת את תחום הפיתוח לפרויקטים מסילתיים ופרויקטים שאינם מסילתיים. הפרויקטים המסילתיים המרכזיים כוללים את הקו המהיר לירושלים ופיתוח קו אשקלון ב"ש. הפרויקטים שאינם מסילתיים המרכזיים כוללים: פיתוח ושדרוג תחנות נוסעים, מתחמי תפעול ותחזוקה ומתחמים לוגיסטיים לפעילות המטענים, כאשר המרכזי שבהם הינו הקמת מתחם תפעולי חדש בב"ש המצוי בשלבי ביצוע מתקדמים. תכניות הפיתוח של החברה מאושרות כולן ע"י נציגי הממשלה. נכון למועד הדוח, תקציב תכניות הפיתוח של החברה על פי הסכם הפיתוח וההפעלה הינו כ- 29,315 מ' ₪ (במחירי 2013). בנוסף לתכנית הפיתוח של רכבת ישראל, פועלת החברה ליישום תכנית "נתיבי ישראל", הכוללת, בין היתר, את תכנית החשמול והקמת מתחמים לטיפול בצידוד רכבתי בפריסה ארצית. נציין כי בהתאם להחלטת ממשלה מחודש פברואר 2010¹⁰, נקבע כי לא תקים החברה מסילות רכבת חדשות מעבר להתחייבותה במסגרת תכניות הפיתוח המאושרות שלה, כאמור בהחלטת הממשלה. המשך פיתוח רשת המסילות, מעבר למאושר בתכנית החומש, מוטל ו/או יוטל על חברות ממשלתיות אחרות העוסקות בהקמת תשתית ע"י החלטת שר התחבורה. לאור זאת, חלק מפעילות הקמת התשתיות הנעשית במסגרת פעילות הפיתוח של החברה מבוצעת גם ע"י גופי תשתיות נוספים מלבד החברה, כגון: חברת נתיבי ישראל - החברה הלאומית לתשתיות תחבורה בע"מ (להלן: "חברת נתיבי ישראל") וחברת כביש חוצה ישראל בע"מ.

3. מסגרת רגולטורית

3.1. הסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל

ביום 17.06.2014 נחתם הסכם מסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל אשר נועד להסדיר את היחסים בינה לבין מדינת ישראל בקשר עם התחייבויותיה ביחס לפעילותה בתחום התחבורה הרכבתית וביחס לביצוע תכנית הפיתוח, ובנוסף להגדיר ולהסדיר את מנגנון הסובסידיה השוטפת לרכבת ישראל בגין ביצוע התחייבויותיה. בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, מתחייבת רכבת ישראל להפעיל את שירותי ההסעה בקווי הסעות לנסעים, שירותי הובלת המטענים ושירותי התשתית, כדין, ברמת שירות נאותה, באופן רצוף, תקין וללא הפרעה או הפסקה, והכל למעט הפרעות או הפסקות שייגרמו בשל כוח-עליון. תקופת הסכם הסובסידיה חלה רטרואקטיבית מיום 01.01.2013 ותסתיים ביום 31.12.2016, אלא אם גייסה החברה אג"ח עד המועד הקובע יוארך ההסכם עד ליום 31.12.2020.

3.1.1. סובסידיה לתפעול

בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, גובה הסובסידיה השוטפת אשר תשולם לחברה בגין ביצוע מחויבויותיה בשנה מסוימת יהיה סכום הרכיבים הבאים: (1) סובסידיה שנתית נורמטיבית בגין נוסעים; (2) סובסידיה תמריצית בגין נוסעים; (3) סובסידיה שנתית למטענים; (4) בניכוי הפיצויים המוסכמים בגין אי עמידה ברמת שירות, תפעול, הוראות ונהלים.

1. סובסידיה שנתית נורמטיבית בגין נוסעים: סכום ההוצאה השנתית המוכרת בגין נוסעים, יחד עם ההוצאה השנתית המוכרת בגין שינויים בהוצאות הביטחון וארנונה, בניכוי ההכנסה השנתית המוכרת בגין נוסעים, בניכוי ההכנסה השנתית המוכרת ממסחר, ובניכוי הכנסות מוכרות אחרות, כפי שפורטו בהסכם הפיתוח וההפעלה. ההוצאה השנתית המוכרת של החברה מחושבת ע"י סכום מכפלות של העלות הנורמטיבית (כגון: ק"מ מסילה פעילה, מספר תחנות נוסעים פעילות ועוד) במספר היחידות המאושרות שבוצעו בפועל ע"י החברה. העלות

¹⁰ ראו החלטת ממשלה מס' 1421 מיום 24 בפברואר 2010: "נתיבי ישראל - תכנית תחבורה לפיתוח הנגב והגליל, התש"ע-2010".

הנורמטיבית צמודה למדדים שונים. כמו כן, מתווסף מרכיב רווח בסיס בשיעור שנע בין 4%-2.1% בד בבד, נקבע מקדם התייעלות, לפיו העלות הנורמטיבית תופחת בשיעור של 1% ביחס לשנה שקדמה לה, החל משנת 2014. במידה ובשנה מסוימת יהיה רווח, תשתמש החברה בשנה העוקבת בסך של 50% מתוכו לטובת תשלום עבור פרויקטי פיתוח קטנים.

2. סובסידיה תמריצית בגין נוסעים:

כמות נוסעים בשנה ביחס לשנה שעברה		
מעל 102%: תשלום לרכבת ישראל	בין 97%-102%: תשלום למדינה	
שעות שיא	תשלום של כ- 9.9 ש"ח ¹² עבור כל נוסע שמעל 102% שמתחת ל- 102% ומעל 97%	תשלום של כ- 9.9 ש"ח ¹² עבור כל נוסע שמתחת ל- 102% ומעל 97%
שעות שפל	תשלום של כ- 2.8 ש"ח ¹² עבור כל נוסע שמעל 102% שמתחת ל- 102% ומעל 97%	תשלום של כ- 2.8 ש"ח ¹² עבור כל נוסע שמתחת ל- 102% ומעל 97%

3. סובסידיה שנתית למטענים: הסכום של מכפלת טון-ק"מ בסכום הקבוע לאותה שנה, בניכוי סכום הפחת השנתי ובתוספת¹³ מע"מ. טון-ק"מ הינו סכום של מכפלות המרחק (מספר הק"מ) שנסעה כל רכבת מטענים בכמות המטען באותה הנסיעה (בטון). במידה ובשנה מסוימת היקף ההובלה יהיה נמוך מ- 978 מ' טון-ק"מ תיבחן האפשרות לביצוע התאמות במנגנון הסובסידיה המדוברת.

4. פיצויים המוסכמים בגין אי עמידה ברמת שירות, תפעול, הוראות ונהלים: בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, על רכבת ישראל לעמוד ברמת שירות (דיוק, מניעת צפיפות יתר, תחזוקה וניקיון, מידע לציבור ועוד), רמת תפעול (זמינות הצי הנייד, זמינות המסילות, ועוד), הוראות ונהלים (אופן ולו"ז להגשת תכנית תפעולית, חריגות בנהלים ועוד). במידה ורכבת ישראל לא עומדת ביעדים שנקבעו בקשר עם פרמטרים אלו, אזי חלים עליה מנגנוני פיצויים מוסכמים אשר מפורטים בהסכם הפיתוח וההפעלה.

3.1.2. סובסידיה לפיתוח

בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, תעביר המדינה מעת לעת תשלומי סובסידיה לפיתוח לפי ביצוע תכנית הפיתוח המאושרת לה ע"י הרגולטורים. כספי הסובסידיה לפיתוח ישמשו אך ורק לטובת יישום תכנית הפיתוח וינוהלו בחשבון נפרד, אשר ייועד באופן בלעדי לכספים אלו ולא יכלול כספים אחרים. גובה הסובסידיה לפיתוח השנתית תקבע על בסיס תכנית הפיתוח של החברה אשר תאושר ע"י המדינה כל שנה ושנה.

3.2. הסכמים קיבוציים אל מול העובדים

ברכבת ישראל פועל ועד עובדים המחולק למחוזות (צפון ודרום) וסקטורים מקצועיים. מרבית תנאי העסקת העובדים המאורגנים מעוגנים בהסכמים והסדרים קיבוציים שנחתמו בין העובדים וארגון העובדים היציג שלהם לבין רנ"ר (עד ליום 1 ביולי 2003) או הנהלת רכבת ישראל (לאחר 1 ביולי 2003). להלן ההסכמים המרכזיים שנתחמו: (1) הסכם קיבוצי 1994- הסכם אשר הסדיר את התנאים בין העובדים לרנ"ר ובמסגרתו נקבעו, בין היתר, הדרגות, השכר, זכויות סוציאליות ופיצויים; (2) הסכמי המעבר, 2003- שלושה הסכמים המסדירים את מעבר העובדים מהרנ"ר לרכבת ישראל. במסגרת הסכם זה, נקבעו מענקי שכר ומעבר וכן פרישה של 150 עובדים קבועים עד לשנת 2005; (3) הסכם הפרישה, 2008- נחתם לשם יישום תוכנית התייעלות ברכבת ולפרישת עובדים אשר נקבעה בשנת 2003 וטרם בוצעה. בהסכם נקבעו שני מסלולי פרישה, מסלול פרישה לפנסיה מוקדמת ומסלול פיצויי פיטורים מוגדלים. במסגרת

¹¹ שיעור הרווח יעמוד על 4% כאשר תנפיק הרכבת אג"ח.

¹² מחירי ינואר 2013.

¹³ לאחר ניכוי פחת כמפורט בהסכם.

יישום הסכם זה, פרשו מהעבודה ברכבת ישראל 184 עובדים; (4) הסכם קיבוצי, 2010- ההסכם נועד לקבוע את תנאי העבודה והשכר לתקופה שבין 01.01.2006-30.06.2011. בהסכם נקבעו תוספות שכר, גידול בפרמיה המערכתית של החברה ל- 35% לצורך קידום מערכת ה-ERP, ונקבע כי עובדי המטה ועובדי יחידות נוספות יעברו למתחם משרדים חדש בלוד; (5) הסכם הבטיחות, 2011- ההסכם נועד להסדיר את השלכות תכנית הבטיחות על עובדים שלא יעמדו בדרישות הבטיחות ויעברו מבחני הסמכה; (6) הסכם קיבוצי, 2012- בשל סכסוכי העבודה בהם נקטו העובדים במהלך השנים 2010-2012, גיבוש מתווה עקרונות להסדרת תנאי עובדי רכבת ישראל. במסגרת הסכם זה, נקבעו בין היתר, תוספות שכר ומענקים חד פעמיים בגין חתימה על ההסכם, הוצאת תחזוקת קרנועי IC3 למיקור חוץ, תחזוקת ציוד נייד ועוד. בד בבד, הוחלט כי תחזוקת ציוד ניד חשמלי תבוצע ברובה ע"י עובדי רכבת ישראל (ביחס של 70% 30%). בנוסף הוסכם כי לא יבוצעו פיטורי צמצום של עובדי רכבת ישראל בתחומי תחזוקת הנייד והמטענים עד ליום 31 בדצמבר 2030, ביחס ל- 841 עובדים; (7) הסכם קיבוצי, מהנדסים, 2014- הוסכם על עיגון טבלת שכר ייחודית/תוספת שכר ייחודית לעובדים בעלי תואר מהנדס המועסקים בחברה במקצועות הדורשים תואר מהנדס.

4. מבנה המימון

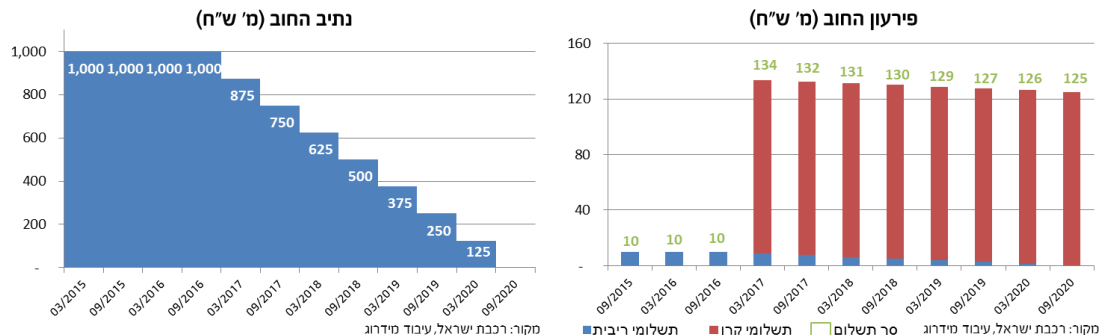
4.1. תנאים עיקריים של הסדרות

בכוונת החברה להנפיק סדרות א' וב' בסך כולל של עד כ- 1,000 מ' ש.ע.ג. עבור המשך ביצוע תכנית הפיתוח של רכבת ישראל אשר אושרה ע"י הרגולטורים. הסדרות תירשנה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ. כל אגרות החוב אשר תוצענה, תעמודנה בדרגה שווה ביחס לסכומים המגיעים בגינן, פרי פסו, בין לבין עצמן ובלי זכות בכורה או עדיפות של האחת על פני האחרת. להלן התנאים העיקריים של הסדרות:

תנאים עיקריים		סדרה
ב'	א'	
עד 1,000 מ' ש.ע.ג. ¹⁴	עד 1,000 מ' ש.ע.ג. ¹⁴	היקף הגיוס
מדד המחירים לצרכן	שקלי	הצמדות
תשלום קרן קבוע		סוג הלואה
תשלומים חצי שנתיים - 31 במרץ ו- 30 בספטמבר		עיתוי תשלומי ריבית וקרן
גרייס של שנתיים על תשלומי הקרן בלבד		גרייס
2015-2020, כ- 5.5 שנים		תקופת החוב ומס' שנתיים
כ- 3.8 שנים		מח"מ
תקציב הפיתוח של רכבת ישראל		מקורות לתשלום הריבית והקרן
150 מ' ש.ע.ג. - יועמד ביום ההנפקה		קרן לשירות חוב
מסגרת אשראי ייעודית של כ- 50 מ' ש.ע.ג. לפירעון הסדרות בלבד		אופציה למסגרת אשראי ייעודית
התחייבות שלא ליצור שעבדים שוטפים- ראה פירוט מטה		שעבדים

¹⁴ עד ל- 1,000 מ' ש.ע.ג. לכל סדרה, ולא יותר מ- 1,000 מ' ש.ע.ג. לשתייהן ביחד.

4.2. התפתחות ההלוואה (ללא הצמדה)



4.3. התחייבות שלא ליצור שעבודים שוטפים

החברה מתחייבת כי כל עוד הסדרות לא נפרעו במלואן, לא תיצור החברה לטובת צד שלישי כלשהו שעבודים שוטפים בדרגה כלשהי על הרכוש הקבוע של החברה, להבטחת כל חוב או התחייבות כלשהי. ההתחייבות בקשר עם אי יצירת שיעבודים שוטפים לא תחול על הבאים: (1) שעבוד שיעשה לטובת מדינת ישראל; (2) שעבוד לטובת תאגיד בנקאי ובלבד ששעבוד כאמור יוכל להיעשות רק על נכסים ששוויים המצטבר לא יעלה על 500 מ' ש"ח; (3) שעבוד אשר יוצר מכוח הדין או על - פי דרישות רגולטוריות; (4) שעבודים אשר יוצרו להבטחת אשראי ספציפי שינתן לחברה למימון רכישת נכס מסוים / חברה מסוימת או למימון פרויקט מסוים שיבוצע ע"י החברה; (5) שעבוד פיקדונות, מזומנים, שווי מזומנים; ו- (6) שעבודים הקשורים לקרן השמורה. כמו כן, ההתחייבות כאמור לא חלה על החברות הבנות של החברה.

4.4. תנאים עיקריים להעמדת פירעון מידי

בהתאם לתנאי הסדרות, קיימות עילות מוגדרות אשר בגינן רשאים הנאמן ומחזיקי האג"ח להעמיד לפירעון מידי את הסדרות. להלן פירוט העילות העיקריות אשר בגינן ניתן להעמיד את הסדרות לפירעון מידי: (1) אי פירעון עיתי של סכום כלשהו; (2) אם יינתן צו פירוק קבוע וסופי ביחס לחברה; (3) אם ימונה כונס נכסים קבוע/זמני לחברה; (4) אם ניתן צו הקפאת הליכים כנגד החברה; (5) אם יינתן צו פירוק זמני או תתקבל החלטה בת תוקף לפירוק החברה; (6) אם יוטל עיקול על נכסים מהותיים של החברה; (7) אם החברה תחדל או תודיע על כוונתה לחדול מלהמשיך בעסקיה ו/או אם החברה תפסיק את תשלומיה; (8) אם חלה הרעה מהותית בעסקי החברה לעומת מצבה במועד ההנפקה, וקיים חשש שלא תוכל לשרת את תשלומי הסדרות; (9) הסדרות נמחקו מהמסחר בבורסה; (10) אם החברה חדלה מלהיות תאגיד מדווח; (11) אם הסדרות תפסקנה להיות מדורגות; (12) אם הבורסה תשעה את המסחר בסדרות; (13) הפרת התחייבות החברה לאי יצירת שעבודים שוטפים; (14) אם בוצע מיזוג שכתוצאתו החברה אינה החברה השורדת; (15) אם בוצעה במכירה של נכס מהותי המהווה את רוב נכסי החברה ו/או מכירה של נכסים מהותיים המהווים את רוב נכסי החברה במצטבר; (16) אם בוצעה הרחבת של הסדרות שלא בהתאם לשטר הנאמנות; (17) אם אחת מהסדרות הועמדה לפירעון מידי שלא ביוזמת החברה; (18) אם המדינה חדלה מלהיות בבעלות השליטה בחברה; (19) אם החברה לא תפרסם דוחות כספיים על פי דין, בתוך 30 ימים מהמועד האחרון לפרסום. יש לציין, כי לגבי מרבית העילות המפורטות לעיל, קובע שטר הנאמנות תקופת ריפוי, שרק בחלוף תקופה זו, עילה כאמור תיחשב כעילה שמאפשרת פירעון מידי של הסדרות.

מ' ש	Q1-Q3/2014	Q1-Q3/2013	Q1-Q3/2012	2013	2012	2011
הכנסות ¹⁵	1,596*	1,282	1,052	1,648	1,431	1,221
מתוך: סובסידיה	915	658	670	800	660	495
הוצאות מימון, נטו	(18)	(14)	10	(17)	6	13
רווח נקי	145**	0	(109)	(158)	(156)	(186)
EBITDA	143**	(10)	(94)	(172)	(146)	(170)
FFO	153*	(11)	(108)	(175)	(165)	(184)
CAPEX	1,795	2,073	2,261	2,865	3,051	2,834
	30.09.2014	30.09.2013	30.09.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
סך מאזן	21,834	18,731	17,685	19,556	17,786	15,830
רכוש קבוע	20,142	17,675	15,478	18,507	16,085	13,389
יתרות נזילות	22	42	42	44	42	45
חוב פיננסי	0	0	0	0	0	246
הון עצמי	727	(622)	(574)	(777)	(622)	(466)

הערה: תוצאות 2013 לא מותאמות לשינוי הרטרואקטיבי בהסכם הסובסידיה.

* בניכוי הכנסות בגין סובסידיית משנים קודמות.

** בניכוי הכנסות בגין סובסידיית משנים קודמות והכנסות בגין מחיקת ירידת ערך.

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים בשנת 2014 הסתכמו הכנסות החברה בכ- 1,596 מ' ש, לעומת כ- 1,282 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד, שיעור גידול של כ- 25%. עיקר הגידול בהכנסות החברה נובע מגידול בהיקף הסובסידיה הממשלתית, בהתאם למתווה הסובסידיה החדש כמתואר לעיל, שתרם לגידול של כ- 257 מ' ש בהכנסות בתקופה האמורה, גידול של כ- 40%. במהלך שלוש הרבעונים הראשונים של 2014, הסתכמו הכנסות החברה מסובסידיה לסך של כ- 1,796 מ' ש לעומת 658 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד. ההכנסות בתקופה נרשמו לפי הסכם המסגרת להפעלה ופיתוח רכבת ישראל והן כוללות הכנסות של 915 מ' ש בגין התקופה השוטפת וכן הכנסות בגין שנים קודמות בסך כ- 881 מ' ש. במקביל לעלייה בסכום הסובסידיה, רשמה החברה גידול בעלויות המכר, בין היתר, בגין עדכון ההסכם הקיבוצי, גידול בעלויות הדלק ושינוי בתנאי ההעסקה לתנאי הקבלן, כך שרווחיות החברה בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2014, עלתה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, אך לא בגובה המלא של הסובסידיה. נתונים אלו באים לידי ביטוי ב- EBITDA שרשמה החברה בשלוש הרבעונים הראשונים בשנת 2014 אשר הסתכמה בכ- 143¹⁷ מ' ש, לעומת EBITDA שלילית של כ- 10 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד, ותזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) של החברה גדל משמעותית והסתכם בכ- 153 מ' ש, לעומת FFO שלילי של כ- 11 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד.

כמפורט לעיל, במהלך הרבעון השני של שנת 2014 נחתם הסכם מסגרת להפעלה ופיתוח חדש בין החברה למדינה המסדיר, בין היתר, את מנגנון הסובסידיה השוטפת לה זכאית החברה. לאחר החתימה על ההסכם ועדכון תחזיות תזרימי המזומנים של החברה בהתאם, אמדה רכבת ישראל מחדש את הסכום בר ההשבה שלה. בעקבות החישוב מחדש, רשמה החברה הכנסה בסך של 484 א' ש במהלך הרבעון השני של שנת 2014, כתוצאה מביטול הפסד מירידת

¹⁵ לא כולל הכנסות סובסידיה מפיתוח.

¹⁶ בנטרול הכנסות בגין סובסידיית שנים קודמות

¹⁷ בנטרול הכנסות בגין סובסידיית שנים קודמות והכנסות בגין מחיקת ערך

ערך המתייחס לרכוש קבוע. מדובר בהכנסה חשבונאית שאינה תזרימית, ועל כן בוצעה התאמה בחישוב תוצאותיה הפיננסיות של החברה. בהתאם להסכם המסגרת להפעלה ופיתוח רכבת ישראל, הוצאות בגין רכישת רכוש קבוע (CAPEX) ממומנות ע"י סובסידיית פיתוח, דהיינו המקור לשירות הוצאות אלו מתקבל באופן ישיר מהממשלה ולכן אין הן מוצגות בדוח רווח והפסד. לחברה שלושה מגזרי הכנסות - נוסעים, מטען, מסחר ואחרים. המגזר הגדול ביותר מבחינת הכנסות הינו מגזר הנוסעים, אשר נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של 2014, היווה כ- 77% מסך הכנסות החברה¹⁸; מגזר המטען היווה כ- 19%; שאר המגזרים היוו כ- 4%.

ביום 30.09.2014 הסתכם מאזן החברה בכ- 21.8 מיליארד ₪, לעומת כ- 18.7 מיליארד ₪ בספטמבר 2013. עיקר הגידול נובע מהפעלה של ציוד נייד (106 קרונות ו- 13 קטרים), קיטון בהפרשה לירידת הערך והשקעות בפרויקטים חדשים (הקו המהיר ל-י, קו אשקלון-ב"ש, הקמת מתחם ב"ש, חשמול ועוד). לאורך השנים הונה העצמי של החברה עמד על ערכים שליליים (מאות מ' ₪), וזאת בשל הפסדים צבורים בגין רווח שלילי שהציגה החברה באופן רציף בשנים אלה. לאור עדכון הסכם הסובסידיה במהלך 2014, שהתבטא בקבלת סובסידיה מוגדלת וכן תשלום למפרע בגין 2013, וביטול ההפסד מירידת הערך, כמפורט לעיל, ההון העצמי עבר להיות חיובי, כך שנכון ליום 30.09.2014, הונה העצמי של החברה הסתכם בכ- 727 מ' ₪, לעומת הון עצמי שלילי בסך של כ- 777 מ' ₪ ביום 31.12.2013.

6. מתודולוגיה ושיקולים עיקריים לדירוג

דירוג רכבת ישראל מתבסס על המתודולוגיה לדירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית של מידרוג. המתודולוגיה לוקחת בחשבון ארבע קבוצות עיקריות של פרמטרים לדירוג: (1) ניתוח ענפי- מסגרת רגולטורית, יכולת לקבוע מחיר, חסמי כניסה ועוד; (2) מיצוב ויציבות החברה- נתח שוק, סוג ומגוון לקוחות, ערך מוסף ועוד; (3) ניתוח פיננסי- יחסים פיננסיים ותחזית החברה; (4) שיקולים איכותיים אנדוגניים לחברה, כגון: איכות ההנהלה, אסטרטגיה החברה ובעלי המניות. כמו כן בדירוג הרכבת מיושמת מתודולוגיה מידרוג לדירוג מנפיק הקשור למדינה, הבוחנת הן את מידת התלות בין המנפיק לבין המדינה, והן את שיעור התמיכה והציפייה לתמיכה מיוחדת בחברה במידת הצורך (לפירוט בנוגע למתודולוגיות הדירוג ראה פרק 11).

מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות בין החברה למדינה כגבוהות מאוד, והינן יסודות משמעותיים לדירוג. יצוין כי שחיקה בהערכת התמיכה והתלות, בין היתר, כתוצאה משינוי שהוא שיש בו כדי להרע את מצבה של רכבת ישראל, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. בנוסף לכך, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאוד אך אינו מוחלט, ולהערכתנו לא קיימת זהות אינטרסים מלאה.

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר: (1) היקף גיוס מקסימאלי של 2 מיליארד ₪ - 1 מיליארד ₪ בשנת 2015, ו- 1 מיליארד ₪ בשנת 2016; (2) תקופת החוב- פירעון סופי בשנת 2020; (3) הסכם המסגרת לפיתוח ותפעול רכבת ישראל אשר מהווה נדבך מרכזי בדירוג החברה וגידור ומיתון סיכונים בקשר עם פעילותה ושירות החוב הפיננסי העתידי; (4) רמת וודאות תזרים המזומנים הצפוי לחברה בשנים הקרובות- סובסידיה תפעולית המתבססת על נסועה ולא על היקף נוסעים; (5) העמדת קרן לשירות חוב בהיקף של כ- 150 מ' ₪ וכן אופציה למסגרת אשראי ייעודית לשירות החוב בסכום של עד כ- 50 מ' ₪; (6) סיכון ביקושים מופחת; (7) רכבת ישראל מהווה זרוע ביצועית של משרד התחבורה אשר מהווה, ביחד עם משרד האוצר, גורם מפקח וכן קובע את פעילות החברה; (8) המקור לתשלום הריבית והקרן הינו מכספי הסובסידיה לפיתוח; (9) העדר בטוחות וקיום שעבוד שלילי חלקי; (10) תכנית ההשקעות המורכבת ומאסיבית של החברה הכוללת פרויקטים מסוגים שונים וכן הטמעת טכנולוגיות מתקדמות; (11) אתגרים הקשורים בהפעלת מערכת הרכבות הארצית; (12) התחרות הגוברת מצד אמצעי תחבורה תחליפיים לרכבת ושיפור כבישי הארץ וכן פערי

¹⁸ בנטרול הכנסות סובסידיה

המחירים בין אמצעי התחבורה השונים, עם זאת בשנים האחרונות ניכר גידול משמעותי בהיקף הנוסעים ברכבת ישראל; (13) העדר גמישות תפעולית בשל קיום וועד עובדים בעל היסטוריה אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה; (14) אי עמידה ביעדי הביצוע המעוגנים בהסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל ועלולים להוביל לקנסות; (15) קיום מנגנון התייעלות המוביל את החברה לקיטון יחסי בהכנסות מסובסידיה והגדלת החשיפה, במידת מה, לסיכונים תפעול.

7. גורמים תומכים עיקריים

7.1. מסגרת רגולטורית תומכת

החברה הינה בבעלות ממשלתית וזוכה לתמיכת המדינה. ממשלת ישראל, לאורך השנים, הראתה אמינות ביכולתה לעמוד מאחורי התחייבויותיהן של החברות הממשלתיות. התמיכה הממשלתית היא יסוד משמעותי לדירוג, בין היתר, כביטוי לחשיבותה האסטרטגית של החברה בתחום התחבורה הציבורית. כחלק מתמיכת הממשלה במערך ההיסעים הציבורי ובהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, זוכה רכבת ישראל לסובסידיה תפעולית רחבה, הכוללת רכיבים בגין היקף הנוסעה שביצעה הן לצורכי הסעת נוסעים והן לצורכי הובלת מטענים לצד מנגנוני תמריצים בגין עמידה במדדי ביצוע שונים. התעריפים שגובה החברה נקבעים ומפוקחים ע"י הממשלה, כך שמנגנון הסובסידיה נותן מענה משלים. בנוסף, בהסכם הפיתוח וההפעלה, מעבירה המדינה לחברה סובסידיה בגין ביצוע תכנית הפיתוח, כפי שאושרה ע"י הרגולטורים, כך שהחברה מהווה מעין זרוע ביצועית של הממשלה.

7.2. ודאות תזרימי המזומנים

ענף התחבורה הציבורית, להבדיל מענפים רבים אחרים, מתאפיין בהעדר עונתיות וכנגזרת מכך לחברות הפועלות בו ישנה הכנסה פרמננטית. למעשה, לחברות בענף כמעט ולא קיימת רגישות לעונתיות אשר עלולה להשפיע על יכולתן לשרת את חובותיהן הן בטווח הקצר, והן בטווח הארוך. כמתואר לעיל, לחברה יש מנגנון סובסידיה אשר מאפשר רמת וודאות כמעט מלאה בקשר עם וודאות תזרימי המזומנים שלה. כמות הנוסעים ברכבת אינה משפיעה על היקף הסובסידיה - הסובסידיה נקבעת לפי מחוללי הוצאה ותכנית ההפעלה של רכבת ישראל אשר מאושרת ע"י הממשלה.

7.3. מונופול בתחום הרכבתי הבינעירוני

מתוקף הסכמי החברה עם המדינה, המסדירים את פעילותה בתחום התחבורה הרכבתית, רכבת ישראל הינה מונופול בכל הקשור לתחום הפעלת מערכי הסעות המונים ברכבות נוסעים בינעירוניות ולתחום רשת המסילות הארצית. כמו כן, ענף התחבורה הרכבתית כולל חסמי כניסה גבוהים מאוד הן כתוצאה מרגולציה הדוקה והן כתוצאה מהצורך בהשקעה רבה בתשתיות עתירות הון (בדומה לתשתיות שבבעלות החברה), ידע וניסיון. יש לציין, כי מלבד תכניות עתידיות לבצע הפרטה חלקית לחברות הבנות - חברת המטענים וחברת הפיתוח¹⁹, לא מתוכננות, בשלב זה, הפרטות בתחום פעילותה של החברה ו/או הפרדת הבעלות בין התשתית לפעילות ההפעלה של רכבת ישראל.

7.4. סיכון ביקושים מופחת

כחלק מתמיכת הממשלה במערך ההיסעים הציבורי ובהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, זוכה רכבת ישראל לסובסידיה תפעולית הכוללת רכיבים בגין היקף נוסעה בתחום הנוסעים ומטענים. בהתאם להערכות החברה, סך הכנסותיה מהסובסידיה התפעולית צפוי לעמוד על כ- 60% מסך הכנסותיה התפעוליות בשנת 2014. הסובסידיה בעיקרה מבוססת על הנוסעה ומהווה, דה פאקטו, מנגנון הגנה מפני סיכון ביקושים, באופן המסיר במלואו את החשיפה לסיכון ביקושים.

¹⁹ יש לציין, כי הוחלט שבמהלך 10 השנים הראשונות ממועד הקמת החברה לא יפחת שיעור החזקות המדינה משיעור של 100%.

7.5 חשיבות כלכלית למשק הישראלי

משרדי האוצר והתחבורה הוציאו בשנת 2012 מסמך אסטרטגיה לתחבורה הציבורית בארץ.²⁰ ממסמך זה ניכר כי קיים צורך משמעותי בהשקעות נרחבות בענף. כמו כן, נראה כי בשנים הקרובות צפיות להיות השקעות מסיביות בענף בכלל ובתחום המסילתי בפרט. לדברי פקידות בכירה במשרד התחבורה, הביקוש לתחבורה ציבורית הינו במגמת עלייה עקבית, בעיקר הודות לגידול טבעי באוכלוסייה ועלייה ברמת החיים, המלווה בגודש בכבישים ומגדילה את הביקוש לאמצעי תחבורה ציבורית בדמות הסעות המונים. להערכת משרד התחבורה, התחבורה הציבורית הנשענת על אוטובוסים/מוניות הינה מוגבלת ולכן יש צורך מהותי להמשיך ולפתח לתחבורה ציבורית הנשענת על רכבות.

8. גורמי סיכון עיקריים

8.1 שינוי רגולציה- המשך תמיכה בחברה בהיקף הסובסידיות הקיים

פעילות החברה מושתתת על רגולציה מקיפה המעוגנת בהסכם הפיתוח וההפעלה. לכן, קיים סיכון לפעילותה של החברה כתוצאה משינויים במדיניות הממשלתית בתחום הרכבות, אם כתוצאה משינוי בתכנית האסטרטגית ואם כתוצאה מהחלטה פרסונאלית או פוליטית. בהקשר זה נציין כי נציגי משרד התחבורה מדגישים כי רכבת ישראל מהווה זרוע ביצועית של הממשלה. בנוסף, ההסכמים הקיימים מראים את נכונות הרגולטורים להמשיך ולספק לחברה מעטפת רגולטורית תומכת לפחות עד הפירעון המלא של הסדרות (הסכם הסובסידיה תקף עד לשנת 2020).

8.2 תכנית השקעות מורכבת ורחבה בשנים הקרובות

לחברה תכנית פיתוח רב שנתית מורכבת ומאסיבית, הדורשת השקעות משמעותיות. במהלך 5 השנים הקרובות, על-פי התכנון, צפויות הקמת מסילות באורך כולל של כ- 289 ק"מ, המהווה כ- 24% מאורך המסילה הקיים נכון לסוף 2014. לאורך השנים חלקים מפרויקטי הפיתוח של רכבת ישראל התאפיינו בעיכובים ובחריגות תקציביות. עיכוב בתכנית הפיתוח משפיע באופן ישיר על תכנית ההפעלה של רכבת ישראל וכנגזרת מכך על הכנסות החברה מהפעילות השוטפת ומסובסידיה תפעולית. על אף האמור לעיל, ניכר כי בשנים האחרונות חל שיפור ברכבת ישראל בכל הנוגע ליישום תכנית הפיתוח השלמת הפרויקטים במסגרת זו.

8.3 פערי עיתוי תקציביים לתשלום קרן הסדרות

בהתאם למנגנון תשלום קרן הסדרות, תשלם החברה את התשלום העיתי בגין קרן הסדרות מתקציב הפיתוח של החברה שיועבר ע"י המדינה. במידה והביצוע התקציבי בשנה מסוימת יהיה גבוה מהתכנון התקציבי השנתי של משרד האוצר, יוצר פער במקורות תקציביים לתשלום הסדרות הנובע מפערי עיתוי תקציביים.

8.4 סיכונים ואתגרים טכניים בהפעלת מערכת הרכבות הארצית

תפעול מערכת הרכבות כולל את הפעלת התשתיות והציוד, עליהם מושתתת מערכת הרכבות, אשר כרוכה במתן פתרונות טכנולוגיים מורכבים וחשופה לכשלים בציוד וטעויות אנוש, אשר עלולות לגרום לפגיעה בפעילותה ובמצבה הפיננסי שלה ואף לפגיעה בנפש אשר עלולה לפגוע באופן מהותי במוניטין החברה. עם זאת, לרכבת ישראל קיימות מערכות שונות הממתנות, במידת מה, את הסיכונים האמורים.

8.5 תחרות/ מוצרים תחליפיים

על אף היותה של החברה מונופול טבעי בתחום התחבורה הרכבתית, היא חשופה לתחרות ממוצרים תחליפיים בתחום התחבורה הציבורית כגון אוטובוסים ומוניות שירות. עיכובים בביצוע תכנית הפיתוח, כשלים תפעוליים ושבתות עלולים, בין היתר, לפגוע בתדמיתה ובמעמדה התחרותי של החברה מול מוצרים תחליפיים ולהביא לירידה בביקוש לשירותיה.

²⁰ משרד האוצר ומשרד התחבורה- פיתוח התחבורה הציבורית, תכנית אסטרטגית דצמבר 2012.

סיכון זה ממומן ע"י הסובסידיה התפעולית, בהתאם לתיאורה לעיל, אשר סכומה והיקפה תלויים בעיקר בהיקפי הנסועה של הרכבת, ואינם מבוססים על נוסעים בפועל.

8.6 סכסוכי עבודה- שביתות ועיצומים (ועד עובדים)

וועד העובדים של רכבת ישראל הינו וועד אקטיבי אשר לאורך השנים השפיע בצורה משמעותית על פעילות החברה. השפעה זו הגיע לשיא בשנת 2012, עת הוביל הוועד שביתות מרובות מצד עובדי החברה לצד נקיטת צעדים קיצוניים נוספים כנגד החברה- 23 ימי שביתה, מתוכם 4 ימי שביתה כללית במשק, והיתר ימי השביתה היו בחטיבת המטענים. אופן התנהלות הוועד עלול להוביל לגמישות תפעולית נמוכה ולהקשות על ביצוע תכניות התייעלות משמעותיות בטווח הקצר והבינוני. נציין כי בשנת 2012 נחתם הסכם קיבוצי שבמסגרתו הוסכם, בין היתר, על "שקט תעשייתי" לתקופה של 3-5 שנים.

8.7 קואורדינציה עם חברת נתיבי ישראל

בהתאם להחלטת ממשלה, המשך פיתוח רשת המסילות, מעבר למאוסר בתכנית החומש, יוטל על חברות ממשלתיות אחרות העוסקות בהקמת תשתית, על פי החלטת שר התחבורה. לאור זאת הוחלט כי הקמה של שני פרויקטים מרכזיים של תשתית רשת המסילות, עכו-כרמיאל ורכבת העמק, יבוצעו ע"י חברת נתיבי ישראל (לשעבר מעצ). על החברה יהיה להמשיך וליצור אינטגרציה מלאה עם פעילות חברת נתיבי ישראל בקשר עם תיאום לוחות הזמנים בין הקמת התשתית לבין הפעלת הרכבת, יצירת סטנדרטיזציה בנוגע לטיב המסילות וכן גיבוש מנגנון משפטי שיצור מערכת סדורה אשר תגדיר את תחומי האחריות והסמכות של החברות. נציין כי נכון למועד הדוח, חתמה החברה על מספר הסכמים עם חברת נתיבי ישראל להגדרת תהליכי עבודה, גבולות גזרה וחלוקת אחריות וסמכות.

8.8 תנודות במחירי הדלקים

הוצאות דלק מהוות חלק ניכר מהוצאות החברה. בשנת 2014 היוו הוצאות אלו שיעור של כ- 23% מכלל הוצאותיה. מכאן, תנודות משמעותיות במחירי הדלקים עלולות להביא לגידול ניכר בהוצאותיה של החברה ולפגום בתוצאותיה הכספיות ובתזרים המזומנים שלה. יש לציין, כי הסיכון בתנודות מחירי הדלקים בגין הפעילות בתחום הובלת המטענים אינו מגוון, ואילו בתחום הסעות הנוסעים הסיכון ממומן ע"י מבנה הסכם הסובסידיה אשר נותן מענה כמעט מלא.

8.9 שינויים בריבית הבסיס של הסדרות

בהתאם לשטר הנאמנות, שינויים ברמות סיכון החברה עלולים להוביל לתוספת לשיעור ריבית הבסיס של הסדרות. תוספת זו תהיה מוגבלת לתוספת שיעור ריבית מרבית של 0.75%. בהתאם למנגנון שהוסדר אל מול משרד התחבורה והאוצר, יוקם תקציב ייעודי לשירות הריבית אשר יבוסס על גובה הריבית אשר יחושב על בסיס לוח הסילוקין הראשוני. במידה וישתנה סיכון החברה עלולה ריבית הבסיס לעלות, וכתוצאה מכך מקורות הריבית יהיו נמוכים מצרכי החברה.

8.10 אי עמידה ביעדי ביצוע

בהתאם להסכם ההפעלה והפיתוח, על רכבת ישראל לעמוד ברמת שירות (דיוק, מניעת צפיפות יתר, תחזוקה וניקיון, מידע לציבור ועוד), רמת תפעול (זמינות הצי הנייד, זמינות המסילות, ועוד), הוראות ונהלים (אופן ולו"ז להגשת תכנית תפעולית, חריגות בנהלים ועוד). במידה ורכבת ישראל לא עומדת ביעדים שנקבעו בקשר עם פרמטרים אלו, אזי יחולו עליה מנגנוני פיצויים מוסכמים. בהתאם לניתוחים שבוצעה החברה, החשיפה לקנסות בקשר עם יעדים אלו, הינה נמוכה ביחס לפעילות החברה.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ומידת התלות ביחסים מול המדינה
- הרחבת מינוף החברה מעבר למסגרת הנפקות החוב שנקבעה בהסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל
- שינוי רגולטורי בקשר עם הסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל, התמיכה בחברה, לרבות שינוי שיוביל לחשיפה של החברה לסיכון ביקושים ו/או פגיעה באיתנותה הפיננסית באופן מהותי
- שחיקה מהותית בציוני רמת השירות, תפעול כפי שנמדדים ע"י משרד התחבורה ו/או אי עמידה בהוראות והנהלים החלים על החברה, באופן שיש בו לפגוע ברווחיות החברה
- שינוי במבנה בעלות החברה
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- חתימת החברה על הסכם קיבוצי נוסף אל מול ועד העובדים, המגלם תוספות שכר אשר לא מקבלות ביטוי בהסכם הסובסידיה

[מתודולוגיה לדירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית](#)

[מתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\)](#)

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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

© 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. 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.