

רכבת ישראל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2020

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

תומר דר

אנליסטית, מעריכת דירוג משנית
tomero@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

רכבת ישראל בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרה א' וסדרה ב'), שהנפיקה רכבת ישראל בע"מ (להלן: "רכבת ישראל" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מספר ני"ע	דירוג	אופק	מועד פירעון
רכבת ישראל אגח א	1134980	Aa1.il	יציב	30.09.2020
רכבת ישראל אגח ב	1134998	Aa1.il	יציב	30.09.2020

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) חברה בעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הפעלת מערכי הסעות המונים באמצעות רכבות נוסעים בין-עירוניות ופרבריות, וכן בתחום רשת המסילות הארצית; (2) רכבת ישראל הינה זרוע ביצועית של משרד התחבורה, אשר מהווה ביחד עם משרד האוצר גורם מפקח, הקובע את פעילות החברה; (3) קיום מסגרת רגולטורית ברורה ותומכת, המבוססת על הסכם הפיתוח והתפעול של רכבת ישראל; (4) תזרים מזומנים המתאפיין ביציבות ובוודאות גבוהה, לאור מנגנון הסובסידיה, המבוסס על "מחוללים" של עלויות נורמטיביות, ומגדר באופן כמעט מלא את החשיפה לסיכונים ביקושים; (5) קיום מנגנון התייעלות, אשר עלול להביא להפחתה מסוימת בהכנסות החברה מסובסידיה; (6) לחברה קיימת חשיפה משמעותית למגזר המטענים, המלווה בהפסדים משמעותיים, זאת לצד חשיפה שאינה מהותית לפעילות הנדל"ן, אשר נכון למועד הדוח היקפה מצומצם; (7) שיפור מסוים בפעילות החברה ובהכנסותיה, לצד התמתנות הגידול במספר הנוסעים והתייציבות בפעילות המטענים (כמות והכנסות), אשר עודנה הפסדית; (8) הפסד תפעולי בפעילות הליבה של החברה (מגזר הנוסעים), לצד הפסד תפעולי במגזר המטענים; (9) תזרימי המזומנים של החברה עודנם שליליים, אם כי חל שיפור מהותי בשנת 2019; (10) רישום הערת עסק חי בחברת הבת למטענים; (11) העמדת קרן לשירות חוב בהיקף של כ-125 מיליון ₪; (12) המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי אינו מבוסס על ביצועי החברה, אלא על כספי תקציב הפיתוח, כלומר ממענקים ותקציבים ממשלתיים; (13) תכנית השקעות מאתגרת ומורכבת, הכוללת פרויקטים מסוגים שונים, לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות; (14) מנגנון סובסידיה תמריצית, לצד בחינת העמידה במדדי שירות ודיוק, המעוגנים בהסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל ועלולים להוביל להשתת קנסות. בשלוש השנים האחרונות, חלה שחיקה בעמידת החברה במדדי הדיוק וכנגזרת מכך, בהכנסותיה; (15) העדר גמישות תפעולית הנובעת, בין היתר, בשל קיום ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה; (16) מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה והתלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, חשיפת החברה למגזר המטענים צפויה לשחוק את רווחיותה בטווח הקצר-בינוני, אולם חשיפה זו עשויה להתמתן באופן הדרגתי, בטווח הארוך, לאור חתימה על הסכם הסובסידיה החדש, לצד חתימה על הסכמים נוספים לשינוע מטענים. כפועל יוצא, שיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי להיות שלילי ולנוע בטווח שבין 0% עד -2% בטווח הקצר-בינוני. בד בבד, הרווח התפעולי צפוי להשתפר בהדרגה בשנים הקרובות, ולנוע בטווח שבין 2%-4% בטווח הארוך. כמו כן, סביבתם הנוכחית של ה-EBITDA המתואם ותזרים ה-FFO אינם משקפים את רווחיותה הנורמטיבית של החברה וצפויים להשתפר גם הם באופן הדרגתי בשנים הקרובות, במקביל לשיפור הצפוי בתוצאות המגזרים יחד עם חתימה על הסכם הסובסידיה החדש והשיפור הצפוי בתוצאות המגזרים. מגמת הגידול בהוצאות ה-CAPEX צפויה להימשך בשנים הקרובות, ולנוע בטווח שבין 2.8-3.2 מיליארד ₪ בשנים 2020-2021. כמו כן, יתכן כי הוצאות ה-CAPEX של החברה תמומנה, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף של כמיליארד ₪, לכל הפחות. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית), ייעשה על בסיס מענקים ותשלומים ממשלתיים במסגרת תקציב הפיתוח. אנו מניחים כי החברה תמשיך לדבוק במדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים למדינה¹ ותשמור על מדיניות נזילות אשר הולמת את

¹ בהקשר זה, נציין כי החברה לא חילקה דיבידנדים ממועד היווסדה.

פעילותה השוטפת, זאת לצד העדר פערי עיתוי בקשר עם התקבולים מן המדינה לפירעון אגרות החוב. להערכת מידרוג, מגמת השחיקה ברווחיות ובתזרים המזומנים של החברה בשנים האחרונות, תוך מעבר להפסד תפעולי בפעילות הליבה (מגזר הנוסעים) והחמרת ההפסד התפעולי במגזר המטענים פוגעים באיתנותה הפיננסית.

נציין, כי קיימת חשיבות עליונה לקיומו של מקור תקציבי מן המדינה לתשלום מלא של הקרן והריבית לאורך חיי החוב. בהעדר מקור תקציבי שכזה, דירוג החוב היה נפגע באופן משמעותי. בהקשר זה, אנו מעריכים את תמיכת המדינה בחברה ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, ומהוות יסודות משמעותיים לדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם תמיכת המדינה בחברה, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית.

רכבת ישראל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2019	31.03.2020	
2,437	2,434	2,564	614	607	מכירות
61	(54)	(12)	(7)	(32)	EBITDA מתואם ⁵
(42)	(338)	51	10	12	רווח נקי
52	(60)	(16)	(10)	(31)	FFO
24,775	26,547	27,841	26,901	28,263	רכוש קבוע ²
197	122	71	186	53	יתרות נזילות ³
743	498	293	426	165	חוב פיננסי, ברוטו ⁴
1,094	763	799	769	832	הון עצמי
41.8%	40.6%	28.6%	36.8%	18.0%	חוב ל-Cap

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי במבנה הבעלות בחברה
- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ו/או התלות של המדינה בחברה
- הגדלת מינוף החברה אל מעבר למסגרת הנפקות החוב, אשר נקבעה בהסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל
- שינוי רגולטורי בקשר עם הסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל, ו/או התמיכה בחברה, לרבות שינוי אשר עלול להוביל לחשיפתה לסיכון ביקושים משמעותי ו/או לפגיעה מהותית באיתנותה הפיננסית של החברה
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות
- חתימה על הסכם קיבוצי נוסף מול ועד העובדים, המגלם תוספות שכר אשר לא מקבלות ביטוי מלא בהסכם הסובסידיה

² רכוש קבוע מופעל, נטו, ורכוש קבוע בהקמה.

³ מזומנים ושווי מזומנים, והשקעות לז"ק.

⁴ לרבות התחייבויות החברה בגין חכירה מימונית, לזמן קצר ולזמן ארוך.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שיפור מסוים בפעילות החברה ובהכנסותיה, לצד התמתנות הגידול במספר הנוסעים והתייצבות פעילות המטענים, אשר עודנה הפסדית

רכבת ישראל פועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: הסעת נוסעים, הובלת מטענים, סחר ופיתוח. הכנסתה השנתית של החברה, אשר הינה פועל יוצא של הסכם הסובסידיה עליו חתמה בשנת 2014 (אשר חלק מסעיפיו תוקנו לאורך השנים, במספר פעימות) ומכיל מנגנון "מחוללים" של עלויות נורמטיביות⁵, הסתכמה בכ-2.56 מיליארד ₪ בשנת 2019, ומשקפת עליה של כ-5.3% לעומת הכנסותיה בשנת 2018 (כ-2.43 מיליארד ₪). ההפסד התפעולי הצטמצם מסך של כ-102 מיליון ₪ בשנת 2018, לסך של כ-63 מיליון ₪ בשנת 2019, ונובע בעיקר בשל תוצאות מגזר המטענים, בין היתר, כתוצאה מהשבת מסופים בשל בעיות איכות הסביבה, שחיקת דמי ההפעלה מהמדינה לאורך השנים ועלייה בעלויות התפעול של החברה. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי להיות שלילי ולנוע בטווח שבין 0% עד 2%- בטווח הקצר-בינוני. בד בבד, הרווח התפעולי צפוי להשתפר בהדרגה בשנים הקרובות, ולנוע בטווח שבין 2%-4% בטווח הארוך.

פעילותה העיקרית של רכבת ישראל הינה הסעת נוסעים, כאשר במהלך שנת 2019, הסתכמה כמות הנסיעות ברכבת ישראל בכ-69 מיליון ביחס לתחזית של כ-71.1 מיליון, ובהשוואה לכ-67.7 מיליון נוסעים בשנת 2018. קצב הגידול במספר הנוסעים הולך וקטן על פני זמן, כאשר בשנת 2019 חל גידול של כ-1.9%, בהשוואה לכ-4.8% בשנת 2018 וכ-8.6% בשנת 2017. בד בבד, שיעור הדיוק הלך ופחת בתקופה המדוברת ועמד על כ-90.8% בשנת 2019, בהשוואה לכ-91.57% וכ-93.6% בשנים 2018 ו-2017, בהתאמה. בהתאם לכך, בשנת 2019, פעילות החברה במגזר הנוסעים, אשר הינו פעילות הליבה של החברה, הניבה הפסד תפעולי של כ-4 מיליון ₪, זאת בין היתר, עקב הוצאות גבוהות מן המתוכנן בעיקר בסעיף תחזוקת הקרונות וכן חישוב מחדש של מפתחות ההעמסה בין המגזרים. בהתאם לדיווחי החברה, אלמלא ביצעה החברה את השינוי באומדנים, תוצאות מגזר הנוסעים לשנת 2019 היו רווח מגזרי של כ-32 מיליון ₪. נציין, כי כמות הנסיעות ברבעון הראשון לשנת 2020 עמדה על כ-13.9 מיליון נסיעות לעומת כ-17.3 מיליון נסיעות, בתקופה המקבילה אשתקד (קיטון של כ-20%) והביאה להפסד תפעולי של כ-28 מיליון ₪ ברבעון זה, כאשר עיקר הקיטון נובע כתוצאה מהגבלת תנועת הרכבות עקב משבר נגיף הקורונה. להערכתנו, רווחיות החברה במגזר הנוסעים צפויה להמשיך ולהיות נמוכה מאוד בשנת 2020, אף על פי שמנגנון הסובסידיה⁶ מגדר באופן כמעט מלא את חשיפת החברה לסיכונים ביקושים במגזר הנוסעים.

במגזר המטענים קיימת מגמה שלילית בשנים האחרונות, המתבטאת בשחיקה בהיקף הפעילות ובהכנסות. בשנת 2019, שינעה החברה מטענים במשקל כולל של כ-8.5 מיליון טון, בדומה לשנת 2018 ולעומת כ-9.2 מיליון טון בשנת 2017, זאת, בין היתר, בשל שיבושים בתנועת הרכבות במהלך התקופה. עם זאת, ההפסד התפעולי במגזר זה הצטמצם מהיקף של כ-61 מיליון ₪ בשנת 2018 לכ-34 מיליון ₪ בשנת 2019, בין היתר, בשל חישוב מחדש של מפתחות ההעמסה בין המגזרים. בהתאם לדיווחי החברה, אלמלא ביצעה החברה את השינוי באומדנים, תוצאות מגזר המטענים לשנת 2019 היו הפסד של כ-69 מיליון ₪ במגזר המטענים.

להערכתנו, חשיפת החברה למגזר המטענים צפויה לשחוק את רווחיותה בטווח הקצר-בינוני, אולם חשיפה זו עשויה להתמתן באופן הדרגתי, בטווח הארוך, לאור חתימה על הסכם הסובסידיה החדש, לצד חתימה על הסכמים נוספים לשינוע מטענים, הצפויים לתמוך בפעילות החברה. בד בבד, התחרות הקיימת בהובלת המטענים היבשתית, לצד החוסר בגמישות השירות שמספקת החברה (נקודות ההעמסה והפריקה שמאפשרת רכבת ישראל הינן קבועות וברוב המקרים, מצריכות את הלקוח לביצוע הובלה משלימה) צפויים להקשות על פעילותה במגזר המטענים. יתרה מכך, הפעילות במגזר המטענים הסתיימה בהפסד תפעולי בשנים 2017-2019 (כמפורט לעיל) וכן, ברבעון הראשון לשנת 2020 (הפסד של כ-8 מיליון ₪), וצפויה להמשיך להיות הפסדית גם בשנת 2020, כאשר רק בטווח הבינוני-ארוך רווחיות החברה במגזר המטענים עשויה להיות חיובית. ביתר מגזרי הפעילות (סחר ואחרות), רווחיות החברה עמדה על כ-13 מיליון ₪ בשנים 2018-2019, אולם אינן מהוות רכיב משמעותי בפעילותה.

⁵ מנגנון המבוסס על עלויות נורמטיביות המוכפלות ביחידות מאושרות על ידי הרגולטורים בכל שנה, כגון: ק"מ מסילה פעילה ומספר תחנות נוסעים פעילות.
⁶ סכום הסובסידיה נגזר מן ההפרש שבין ההוצאה המוכרת של החברה לבין הכנסתה המוכרת לאותה שנה, בניכוי סכומי פיצויים בגין אי-עמידה במדדי שירות ובמדדי תפעול ובתוספת סובסידיה תמריצית בגין גידול במספר הנוסעים.

התפשטות נגיף הקורונה הביאה לפגיעה במגזר הנוסעים ומנגד, להאצת ביצוע פרויקטים במסגרת תקציב הפיתוח

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעים לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרים אי-וודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי, צמצום הפעילות הכלכלית וירידה בהיקפי התנועה. במסגרת המגבלות שהוטלו בישראל, נאלצה החברה, בהוראת משרד התחבורה, להפסיק את תנועת הרכבות לנוסעים. ההגבלות החלו באופן הדרגתי החל מיום 11.03.2020, כאשר החל מיום 26.03.2020, הופסקה לחלוטין תנועת הרכבות עד ליום 21.06.2020. מגבלות אלו הובילו לירידה בפעילות החברה, בעיקר במגזר הנוסעים וכן לפגיעה נוספת ברווחיות במגזר הסחר עקב החלטת החברה שלא לגבות תשלומי שכירות מן השוכרים במהלך התקופה שבין ה-01.03.2020 ועד 21.06.2020. בהתאם לכך, כמות הנסיעות ברבעון הראשון לשנת 2020, עמדה על כ-13.9 מיליון נסיעות לעומת כ-17.3 מיליון נסיעות, בתקופה המקבילה אשתקד, המהווים קיטון של כ-20%. פעילות הסעת הנוסעים התחדשה, בהוראת הרגולטור, החל מיום 22.06.2020. מנגד, תקופת המשבר הציבה בפני החברה הזדמנות להאצת ביצוע פרויקטים במסגרת תקציב הפיתוח. בהתאם לכך, במהלך תקופה זו התקבלו מענקים מממשלתיים לטובת האצת עבודות בפעילות הפיתוח וכתוצאה מכך חלה האצה משמעותית בפרויקטים.

סיום הסכם הסובסידיה הנוכחי בתום שנת 2020

ביום 17 ביוני 2014, חתמה רכבת ישראל על הסכם הפעלה ופיתוח עם ממשלת ישראל לצורך הסדרת סבסוד הפעילות השוטפת ופעילות הפיתוח של החברה בשנים 2013-2020. כמו כן, בחודש ינואר 2016, נחתם הסכם נוסף לתקצוב תוכניות הפיתוח של החברה בשנים 2013-2020. בהתאם לדיוחי רכבת ישראל, החברה נמצאת במהלכו של משא ומתן מול גורמי הממשלה הרלוונטיים במטרה לחתום על הסכם סובסידיה חדש. להערכתנו, לחברה תלות מהותית בהסכמי ההפעלה ובהעברות הכספים הנגזרות מהן. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי ההסכם החדש שייחתם אל מול החברה וחישובי הסובסידיה שייכללו בו, יביאו לתשואה נאותה על פעילות החברה ולגידור כמעט מלא של סיכונים הביקושים. בד בבד, ביטול ההסכם או חתימה על הסכם חדש הכולל שינוי בסובסידיה באופן שיפגע בתוצאות החברה ו/או יחשוף אותה לסיכונים נוספים, עלול להביא לפגיעה בדירוג. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בקשר עם חתימת הסכם הסובסידיה החדש ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

תזרימי המזומנים של החברה עודנם שליליים, אם כי חל שיפור מהותי בשנת 2019

בשנת 2019, הסתכם ה-EBITDA המתואם (בניכוי היפוך הפסד מירידת ערך שהוכר בעבר) של החברה בהפסד של כ-12 מיליון ₪, זאת בהשוואה להפסד של כ-54 מיליון ₪ ורווח של כ-61 מיליון ₪, בשנים 2018 ו-2017, בהתאמה. תזרים ה-FFO הסתכם בהפסד של כ-16 מיליון ₪ בשנת 2019, בהשוואה להפסד של כ-60 מיליון ₪ בשנת 2018 ורווח של כ-52 מיליון ₪ בשנת 2017. ברבעון הראשון לשנת 2020, ה-EBITDA המתואם ותזרים ה-FFO נותרו שליליים והסתכמו בהפסד של כ-32 מיליון ₪ ושל כ-33 מיליון ₪, בהתאמה, בהשוואה להפסדים מתונים יותר בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר ה-EBITDA המתואם הסתכם בהפסד של כ-7 מיליון ₪ ותזרים ה-FFO הסתכם בהפסד של כ-10 מיליון ₪. השחיקה ב-EBITDA המתואם ובתזרים ה-FFO, נובעת בעיקר בשל הנימוקים המפורטים לעיל. להערכתנו, סביבתם הנוכחית של ה-EBITDA המתואם ותזרים ה-FFO אינם משקפים את רווחיותה הנורמטיבית של החברה וצפויים להשתפר באופן הדרגתי בשנים הקרובות, יחד עם חתימה על הסכם הסובסידיה החדש והשיפור הצפוי בתוצאות המגזרים.

צפי לגידול בהוצאות ה-CAPEX עבור השנתיים הקרובות

היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) השנתי עמד על כ-2.6 מיליארד ₪ בשנת 2019, בהשוואה לכ-2.7 מיליארד ₪ בשנת 2018 וכ-2.2 מיליארד ₪ בשנת 2017, המשקפים שיעור גידול שנתי ממוצע של כ-10% במהלך התקופה. מגמת הגידול בהוצאות ה-CAPEX צפויה להימשך בשנים הקרובות, כאשר בעבור השנים 2020 ו-2021, צפויות הוצאות ה-CAPEX לנוע בטווח של 2.8-3.2 מיליארד ₪. לחברה תכנית פיתוח רחבה ומאתגרת, הממומנת במלוואה על ידי הממשלה וכוללת פרויקטים מסוגים שונים לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות. בד בבד, ניכר כי בשנת 2019, החברה לא עמדה ביעדים בכל הקשור לתקציבי הביצוע של פעילות השירות ופעילות הפיתוח, כאשר שיעור הביצוע הכולל בתקציבי הפיתוח והשירות עמד על כ-78%, בהשוואה לכ-98% בשנת 2018. בהתאם למסגרת

הרגולטורית של החברה, הוצאות ה-CAPEX שלה נעשות על בסיס מענקים ותקציבים ממשלתיים, אולם, ייתכן כי הוצאות ה-CAPEX תמומנה, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית) של החברה, ייעשה על בסיס מענקים ותשלומים ממשלתיים במסגרת תקציב הפיתוח.

צמצום במצבת החוב של החברה, לצד נזילות הולמת וגמישות פיננסית מוגבלת

החברה מממנת את פעילותה מהכנסות עצמיות מנוסעים, מטענים ומסחר וכן מהכנסות דמי הפעלה. חלקם של דמי הפעלה מסך הכנסות החברה הסתכם ברבעון הראשון לשנת 2020 בכ-67%, זאת בהשוואה לכ-61% ברבעון הראשון לשנת 2019. נכון ליום 31 במרץ 2020, סך החוב הפיננסי של החברה הסתכם בכ-165 מיליון ₪, כאשר החוב הפיננסי נטו, עמד על כ-113 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ-426 מיליון ₪, וכ-241 מיליון ₪, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. בהקשר זה, נציין כי בספטמבר 2020, צפויה החברה לפרוע את יתרת סדרות האג"ח (א' ו-ב'), נשואות דירוג זה, בסך של כ-124 מיליון ₪. בהתאם לשטר הנאמנות של אגרות החוב, הפקידה החברה סך של 150 מיליון ₪ לחשבון בנק ייעודי אשר שועבד לטובת בעלי אגרות החוב ואשר שימש כקרן שמורה לטובת תשלומים אלו במקרים בהם תשלומי הסובסידיה מהמדינה לא יכסו את פירעון איגרות החוב. בד בבד, בהתאם לשטר, הסכומים בקרן השמורה ישמשו לשני הפירעונות האחרונים של קרן האג"ח בשנת 2020. נכון ליום 31 במרץ 2020, סכום הקרן השמורה עומד על כ-135 מיליון ₪, היקף מספק לצורך פירעון יתרת סדרות האג"ח.

גמישותה הפיננסית של החברה מוגבלת בשל תנאי הסכם ההפעלה והפיתוח, אשר מונעים ממנה לגייס הון או אשראי, במישרין או בעקיפין, ללא קבלת אישור מן הגורמים הרגולטורים המוסמכים. עם זאת, בהתאם לאישור ההנפקה שניתן ביום 25 בפברואר 2015, הותר לחברה לגייס אשראי מתאגיד בנקאי עד לסכום של 50 מיליון ₪, וזאת במידה שלא הצליחה לעמוד בפירעון תשלום החוב העתי (קרן של 125 מיליון ₪ + ריבית) ולאחר שניצלה את מלוא הקרן לשירות החוב, כמפורט לעיל. נכון ליום 31.03.2019, לחברה יתרות נזילות בסך של כ-53 מיליון ₪, לעומת כ-186 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. אנו מניחים כי החברה תמשיך לדבוק במדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים למדינה ותשמור על מדיניות נזילות אשר הולמת את פעילותה השוטפת, זאת לצד העדר פערי עיתוי בקשר עם התקבולים מן המדינה לפירעון אגרות החוב.

רישום הערת עסק חי עבור חברת הבת למטענים

בהתאם לדיווחי החברה, במסגרת הדוח התקופתי לשנת 2019 של חברת הבת למטענים, אשר אושר ביום 09.03.2020, נכלל ביאור לפיו קיימים ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של חברת הבת כ-"עסק חי" וכן, נכללה הפניית תשומת הלב לאמור בחוות הדעת של רואה החשבון המבקר של חברת הבת וזאת בדומה לדוח התקופתי לשנת 2018. להערכת מידרוג, אין ברישום הערת "עסק חי" עבור החברה הבת למטענים כדי להשפיע על דירוג רכבת ישראל.

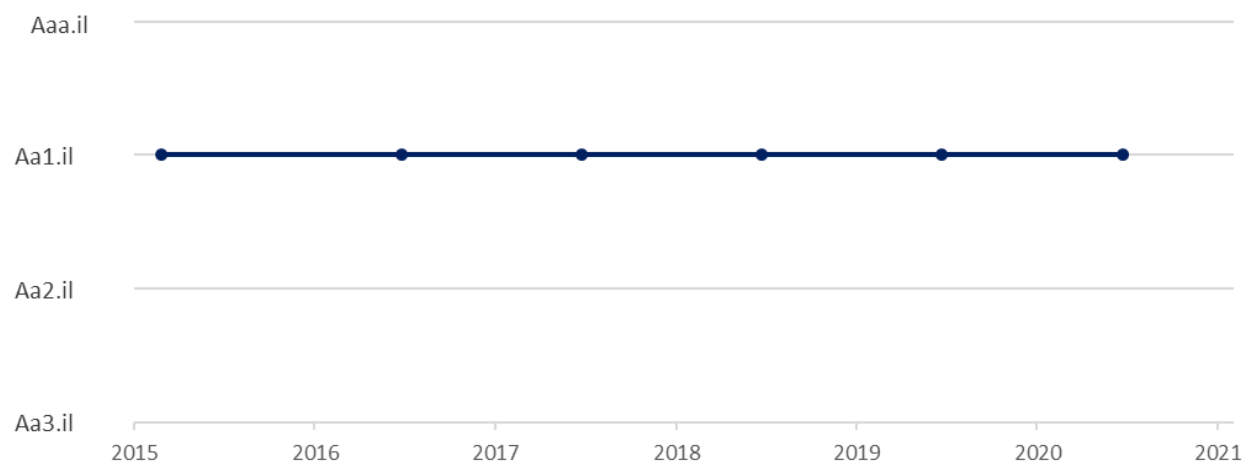
אודות החברה

רכבת ישראל בע"מ הינה חברה בבעלות ממשלתית, הנמצאת בשליטתה המלאה של מדינת ישראל ופועלת בארבעה תחומי פעילות עיקריים: (1) הסעות נוסעים; (2) הובלת מטענים; (3) השכרה של מתחמי מסחר; (4) פיתוח, ניהול ותחזוקה של תשתית מסילות הרכבת בישראל ושל מערכות וציוד נלווים. פעילותה השוטפת של החברה וכן פעילות הפיתוח שלה מסובסדות על ידי המדינה. במהלך ינואר 1998, התקבלה החלטת ממשלה⁷ המורה על הקמת חברה ממשלתית, וביוני 2003 היא החלה לפעול. לאורך השנים נחתמו מספר הסכמים ומסמכים נלווים, האחרון ביום 17.06.2014 - הסכם מסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל (להלן: "הסכם הפיתוח וההפעלה"). הסכמים ומסמכים אלו נועדו להסדיר את היחסים בין רכבת ישראל לבין המדינה, בקשר עם פעילותה השוטפת לרבות תוכניות הפיתוח, וכן להגדיר ולהסדיר את מנגנון הסובסידיה לצורך פעילותה השוטפת. תקופת הסכם הפיתוח וההפעלה, לרבות מנגנון הסובסידיה שנקבע, חלה רטרואקטיבית מיום 01.01.2013, ותסתיים ביום 31.12.2020. בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה, ייעוד החברה הינו הגדלת היקף השימוש בתחבורה ציבורית על פני שימוש ברכב פרטי, שיפור רמת השירות, הגברת הבטיחות, פיתוח

⁷ החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

תשתיות ואימוץ טכנולוגיות חדשות, לצד הגברת השימוש ברכבת למטרת שינוע מטענים. בשנת 2012, התקבלה החלטת ממשלה על הקמת שתי חברות בנות, אשר תהיינה בבעלות מלאה של החברה (להלן: "החברות הבנות"). החברות הבנות התאגדו ונרשמו ביום 15.07.2015, ומאז, מוחזקות במלואן על ידי רכבת ישראל. חברת רכבת ישראל מטענים בע"מ החלה לפעול ביום 01.10.2016 ואילו חברת פיתוח מתחמי רכבת ישראל בע"מ החלה לפעול ביום 01.01.2017.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רכבת ישראל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות הפועלות בענף תחבורה ציבורית - דוח מתודולוגי, יולי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה \(GRI\) - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)

[הערת ענף - תחבורה ציבורית, אפריל 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

03.08.2020	תאריך דוח הדירוג:
27.06.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.03.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רכבת ישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רכבת ישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>