

רכבת ישראל בע"מ

מעקב | יוני 2018

אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

רכבת ישראל בע"מ

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

מידורג 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. מידורג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה והתלות בין המדינה לחברה כגבוהות מאוד, ומהוות יסודות משמעותיים לדירוג. שחיקה בהערכת מידורג בקשר עם תמיכת המדינה בחברה, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה נהנית ממעמד 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 המוכפלות ביחידות, כגון: ק"מ מסילה פעילה ומספר תחנות נוסעים פעילות, ואינו תלוי במספר הנוסעים, כך שבהקשר זה, מנגנון הסובסידיה מגדר באופן מלא חשיפה לסיכונים ביקושים; (5) לחברה קיימת חשיפה משמעותית למגזר הובלת המטענים, לצד חשיפה שאינה משמעותית בפעילות הנדל"ן (הכנסות מדמי שכירות), אשר נכון למועד הדוח היקפה מצומצם; (6) שחיקה ברווחיות ובתזרים המזומנים של החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר המטענים; (7) היקף חוב פיננסי של 2 מיליארד ₪ לכל היותר¹. בד בבד, נציין כי החברה נערכת לגייס כמיליארד ₪ ואף אישרה לשם כך תשקיף מדף ביום 27 בפברואר 2017. עם זאת, נכון למועד הדוח קיימת חוסר ודאות בנוגע לעיתוי הגיוס, ככל שיבוצע; (8) העמדת קרן לשירות חוב בהיקף של כ- 150 מיליון ₪ וכן אופציה למסגרת אשראי ייעודית לשירות החוב, בסכום של עד כ- 50 מיליון ₪; (9) המקור התזרימי לשירות החוב הפיננסי הינו מכספי תקציב הפיתוח של החברה, כלומר ממענקים ותקציבים ממשלתיים; (10) תכנית השקעות מאתגרת ומורכבת, הכוללת פרויקטים מסוגים שונים לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות; (11) אתגרים הכרוכים בהפעלת מערכת הרכבות הארצית; (12) העדר גמישות תפעולית, הנובעת בין היתר, בשל קיום ועד עובדים בעל היסטוריית אירועים וחיכוכים עם הנהלת החברה; (13) קיומם של יעדי ביצוע המעוגנים בהסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל, המהווים אתגר ועלויות להוביל להטלת קנסות. נכון למועד הדוח, החברה עומדת ביעדי הביצוע המוגדרים; (14) קיום מנגנון התייעלות, אשר עלול להביא להפחתה מסוימת בהכנסות החברה מסובסידיה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, שיעור הרווח התפעולי של החברה ינוע בין 3%-4% בטווח הארוך, אולם לאור השחיקה ברווחיות ובתזרים המזומנים של החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר המטענים והערכתנו כי ההפסד התפעולי במגזר הובלת המטענים אף צפוי להחריף בשנת 2018, אנו מעריכים כי שיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי לנוע בין 1%-3% בטווח הקצר-בינוני, כאשר בשנת 2018, צפוי הרווח התפעולי לנוע בטווח התחתון של התחזית. הוצאות ה-CAPEX עבור השנים 2018 ו-2019 צפויות לגדול באופן משמעותי ולנוע בטווחים של 3.5-4 מיליארד ₪ ו-4.5-4 מיליארד ₪, בהתאמה (במחירים שוטפים). ייתכן כי הוצאות ה-CAPEX תמומנה, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף של כמיליארד ₪, אם כי נכון למועד הדוח, קיימת חוסר ודאות בקשר עם עיתוי גיוס החוב הנוסף. אנו מניחים כי החברה תמשיך לדבוק במדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים למדינה² ותשמור על מדיניות נזילות אשר הולמת את פעילותה השוטפת, זאת לצד העדר פערי עיתוי בקשר עם התקבולים מן המדינה לפירעון אגרות החוב.

¹ החלטת ממשלה מספר 2051, מיום 7 באוקטובר 2014: "גיוס איגרות-חוב על ידי חברת רכבת ישראל בע"מ".

² בהקשר זה, נציין כי החברה לא חילקה דיבידנד ממועד היווסדה.

רכבת ישראל בע"מ - נתונים עיקריים (מיליוני ₪)³

	FY 2015	FY 2016	FY 2017	Q1 2017	Q1 2018	
הכנסות	2,204	2,309	2,437	604	611	
מתוכן: סובסידיה	1,221	1,366	1,446	362	363	
הוצאות (הכנסות) מימון, נטו	0.6	(1.2)	0.2	(3)	7.7	
רווח נקי	258	148	(42)	23	(11)	
EBITDA מתואם	⁶ 113	⁵ 123	⁴ 62	35	10	
CAPEX	(1,824)	(1,972)	(2,169)	(410)	(941)	
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.03.2017	31.03.2018	
סך מאזן	23,703	25,462	27,502	25,622	27,522	
רכוש קבוע	21,730	23,035	24,775	23,180	25,215	
יתרות נזילות ⁷	119	185	197	230	72	
חוב פיננסי, ברוטו	993	991	743	866	618	
הון עצמי	989	1,144	1,094	1,166	1,083	

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

התפתחויות עיקריות בפעילות החברה

במהלך שנת 2017, הסתכמה כמות הנוסעים ברכבת ישראל על כ- 64.6 מיליון, לעומת כ- 59.5 מיליון נוסעים בשנת 2016 וכ- 52.8 מיליון נוסעים בשנת 2015. הנתונים מעידים על גידול של כ- 9% וכ- 13% בכמות הנוסעים, בשנת 2017 ובשנת 2016, בהתאמה. בדומה לשנת 2016, שיעור הכנסות החברה ממגזר הסעת הנוסעים (ביחס לסך ההכנסות) עמד על כ- 31% בשנת 2017. בהקשר זה, נציין כי מנגנון הסובסידיה⁸ מגדר באופן מלא את החשיפה לסיכונים ביקושים. במגזר הובלת מטענים קיימת מגמה מעורבת, כאשר במהלך שנת 2017, שינעה החברה מטענים במשקל כולל של כ- 9.1 טון, לעומת כ- 9.2 מיליון טון בשנת 2016 וכ- 7.5 מיליון טון בשנת 2015. הנתונים מעידים על האטה בצמיחה במגזר הובלת המטענים וביתר פירוט, קיטון של כ- 1% במגזר הובלת המטענים בשנת 2017, בהשוואה לגידול של כ- 23% בשנת 2016. שיעור הכנסות החברה במגזר הובלת המטענים (ביחס לסך ההכנסות) נותר בעינו בשנת 2017, ועמד על כ- 8%. להערכתנו, שיעור הכנסות החברה מהובלת מטענים צפוי לקטון בשנת 2018, בין היתר, בשל צמצום הסובסידיה (טון לק"מ)⁹ מסך של 0.135 ל- 0.126 ₪, המשקפת קיטון של כ- 6.5% וכן, עקב התעצמות התחרות הקיימת בהובלת המטענים היבשתית, לאור פעילותן של חברות תובלה (באמצעות משאיות), המתחרות במחירים, בתדירויות ובגמישות השירות (כאשר נקודות ההעמסה והפריקה שמאפשרת רכבת ישראל הינן קבועות וברובם המוחלט של המקרים, מצריכים את הלקוח לביצוע הובלה משלימה). בנוסף, נציין כי מגזר המטענים הפך להיות הפסדי בשנת 2017 וברבעון הראשון לשנת 2018, ופגע ברווחיות החברה, כמפורט בהמשך הדוח. הכנסות החברה מדמי שכירות ואחרות לשנת 2017, הסתכמו לסך של כ- 43 מיליון ₪, בהשוואה לסך של כ- 38 מיליון ₪ וכ- 36 מיליון ₪, בשנים 2016 ו- 2015, בהתאמה, ומשקפים שיעור גידול של כ- 13% וכ- 5%, בהתאמה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה משמעותית למגזר הובלת המטענים, אשר עלול לשחוק את רווחיותה בטווח הקצר-בינוני, זאת לצד חשיפה שאינה משמעותית בפעילות הנדל"ן (הכנסות מדמי שכירות), אשר נכון למועד הדוח היקפה מצומצם.

³ בדוחות הכספיים לשנת 2016, בוצעו עדכונים באופן רטרואקטיבי, לשנים 2015-2014.

⁴ בניכוי הכנסות סובסידיה משנים קודמות וקיטום ירידת ערך.

⁵ בניכוי הכנסות סובסידיה משנים קודמות וקיטום ירידת ערך.

⁶ בניכוי קיטום ירידת ערך ובניכוי תשלום שומות מס חד פעמי עבור השנים 2012-2003.

⁷ מזומנים ושווי מזומנים, והשקעות לז"ק.

⁸ 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.

⁹ הסובסידיה למגזר המטענים הוגדרה כמכפלת טון-ק"מ בסכום הקבוע לאותה שנה, בניכוי סכום הפחת השנתי ובתוספת מע"מ (לאחר ניכוי פחת), כאשר בהתאם לתנאי ההסכם, הסכום הקבוע ממנו נגזרת הסובסידיה יפחת במהלך שנות ההסכם בשיעור של כ- 6.5% מדי שנה, ובסך כולל של כ- 40, החל משנת 2016.

שחיקה ברווחיות ובתזרים המזומנים של החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר המטענים

הכנסתה השנתית של החברה, אשר הינה פועל יוצא של הסכם הסובסידיה עליו חתמה בשנת 2014 (אשר חלק מסעיפיו תוקנו ביום 25 בפברואר 2015) ומכיל מנגנון "מחוללים" של עלויות נורמטיביות¹⁰, הסתכמה בכ- 2.44 מיליארד ₪ בשנת 2017, בהשוואה לכ- 2.31 מיליארד ₪ בשנת 2016 וכ- 2.2 מיליארד ₪ בשנת 2015, ומשקפת גידול של כ- 5.5% וכ- 4.7% בשנים 2017 ו- 2016, בהתאמה. בשנת 2017 וברבעון הראשון לשנת 2018, הציגה החברה הפסד תפעולי של כ- 41 מיליון ₪ וכ- 3 מיליון ₪, בהתאמה (כאשר שיעור ההפסד התפעולי בתקופה זו, מסתכם בכ- 1.7% וכ- 0.5%, בהתאמה). זאת בהשוואה לרווח תפעולי בשנת 2016 וברבעון הראשון לשנת 2017, אשר עמד על כ- 88 מיליון ₪ וכ- 22 מיליון ₪, בהתאמה (כאשר שיעור הרווח התפעולי בתקופה זו, מסתכם בכ- 3.8% וכ- 3.6%, בהתאמה). המעבר להפסד תפעולי בשנת 2017 נובע בעיקר בשל קימום ירידת ערך שהוכר בעבר (בסך 45 מיליון ₪), גידול בהוצאות השכר בסך של כ- 86 מיליון ₪ (אשר נבע בעיקר בשל גידול בכוח האדם, לצד חתימה על הסכמים קיבוציים חדשים בשנת 2017), וכן עקב מעבר להפסד תפעולי במגזר המטענים (אשר בא לידי ביטוי בהפסד תפעולי של כ- 24 מיליון ₪ בשנת 2017 ושל כ- 16 מיליון ₪ ברבעון הראשון לשנת 2018, בהתאמה). להערכת מידרג, המעבר להפסד תפעולי במגזר הובלת המטענים אף צפוי להחריף בשנת 2018, בעיקר בשל צמצום הסובסידיה (טון לק"מ) וכן, עקב התעצמות התחרות הקיימת בהובלת המטענים היבשתית. עם זאת, לדברי החברה, בימים אלו מתנהל מו"מ אל מול המדינה, במטרה לעדכן את תעריף הסובסידיה במגזר המטענים כלפי מעלה.

בשנת 2017 נמשכה השחיקה בשיעור ה-EBITDA המתואם (המתקבל לאחר הפחתת סובסידיה משנים קודמות וקימום ירידת ערך שהוכר בעבר), אשר עמדה על כ- 0.7%, זאת בהשוואה לכ- 6.0% בשנת 2016 וכ- 14% בשנת 2015. בשנת 2017, הסתכם תזרים ה-FFO בכ- 45 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 115 מיליון ₪ בשנת 2016 וכ- 113 מיליון ₪ בשנת 2015. ברבעון הראשון לשנת 2018, היה תזרים ה-FFO שלילי (כ- 385 אלף ₪), זאת בהשוואה לתזרים חיובי של כ- 34 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. השחיקה בשיעור ה-EBITDA המתואם ובתזרים ה-FFO, נבעה בעיקר בשל גידול בהוצאות השכר ומהפסד תפעולי במגזר המטענים, כמפורט לעיל. לאור השחיקה ברווחיות ובתזרים המזומנים של החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר המטענים והערכתנו כי ההפסד התפעולי במגזר הובלת המטענים אף צפוי להחריף בשנת 2018, עודכן תרחיש הבסיס של מידרג, כך ששיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 1%-3% בטווח הקצר-בינוני, זאת בהשוואה לכ- 4%-3% בטווח הארוך. להערכתנו, בשנת 2018, צפוי הרווח התפעולי לנוע בטווח התחתון של התחזית. בנוסף, נציין כי במידה והמו"מ המתנהל אל מול המדינה (במטרה לעדכן את תעריף הסובסידיה במגזר המטענים כלפי מעלה) לא יישא פרי, הרי שרווחיות החברה עלולה להיפגע, באופן שייפגע גם בתזרים המזומנים שלה. מידרג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

צפי לגידול משמעותי בהוצאות ה-CAPEX

היקף ה-CAPEX השנתי עמד בשנת 2017 על כ- 2.2 מיליארד ₪, בהשוואה לכ- 2 מיליארד ₪ בשנת 2016 וכ- 1.8 מיליארד ₪ בשנת 2015, המשקף שיעור גידול של כ- 10% בשנת 2017 וכ- 8% בשנת 2016. בעבור השנים 2018 ו- 2019, צפויות הוצאות ה-CAPEX לגדול באופן משמעותי ולנוע בטווחים של 3-3.5 מיליארד ₪ ו- 4-4.5 מיליארד ₪, בהתאמה (במחירים שוטפים). לחברה תכנית פיתוח רחבה ומאתגרת עד לשנת 2020, אשר ממומנת במלוואה על ידי הממשלה וכוללת פרויקטים מסוגים שונים לצד הטמעת טכנולוגיות מתקדמות. בד בבד, ניכר כי לאורך השנים, החברה מציגה שיפור בעמידה ביעדים בכל הקשור לתקציבי הביצוע של פעילות השירות ופעילות הפיתוח. 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 של כמיליארד ₪, כאשר נכון ליום ה- 31.03.2018, היקף החוב הפיננסי של החברה הסתכם בכ- 618 מיליון ₪. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית) של החברה, ייעשה על בסיס מענקים ותשלומים ממשלתיים במסגרת תקציב הפיתוח. לדברי החברה, נכון למועד הדוח, קיימת חוסר ודאות בקשר עם עיתוי גיוס החוב הנוסף בהיקף של כמיליארד ₪.

¹⁰ מנגנון המבוסס על עלויות נורמטיביות המוכפלות ביחידות מאושרות על ידי הרגולטורים בכל שנה, כגון: ק"מ מסילה פעילה ומספר תחנות נוסעים פעילות.

נזילות הולמת לצד גמישות פיננסית מוגבלת

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 (בסך כ- 150 מיליון ₪, אשר מופקדת בחשבון ייעודי, הנמצא בבעלותה). נכון ליום ה- 31.03.2018, לחברה יתרות נזילות בסך כ- 72 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ- 230 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הקיטון נובע מתשלום לספק פיתוח, כאשר כנגד התשלום, יצרה החברה נכס לקבל מן המדינה, בהתאם לאישור שהתקבל מהמדינה. לדברי החברה, נכון לחודש מאי 2018, היתרות הנזילות העומדות לרשותה הסתכמו בסך של כ- 196 מיליון ₪. 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.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי במבנה הבעלות בחברה
- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה 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 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

אודות החברה

רכבת ישראל בע"מ הינה חברה בבעלות ממשלתית מלאה של מדינת ישראל, אשר פועלת 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. עד לשנת 1988, פעילותה של רכבת ישראל בוצעה במסגרת יחידת סמך במשרד התחבורה, אולם החל משנה זו, צורפה פעילותה לרשות הנמלים והרכבות¹¹ (להלן: "רנ"ר"). בדצמבר 1996, אישרה ממשלת ישראל שינוי במבנה הפעילות של רכבת¹², לפיו כלל הפעילות תתבצע במסגרת חברה ממשלתית, אשר תוקם לשם כך¹³, וכל זאת, בכפוף לקביעת סמכויות רישוי ופיקוח בידי משרדי הממשלה, לצד קביעת מנגנוני פיקוח על תעריפי הנסיעה ברכבת. במהלך ינואר 1998, התקבלה החלטת ממשלה¹⁴ 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 תכניות הפיתוח, וכן להגדיר ולהסדיר את מנגנון הסובסידיה לצורך פעילותה

¹¹ בהתאם לתיקון מס' 5 לחוק רשות הנמלים, התשכ"א-1961.

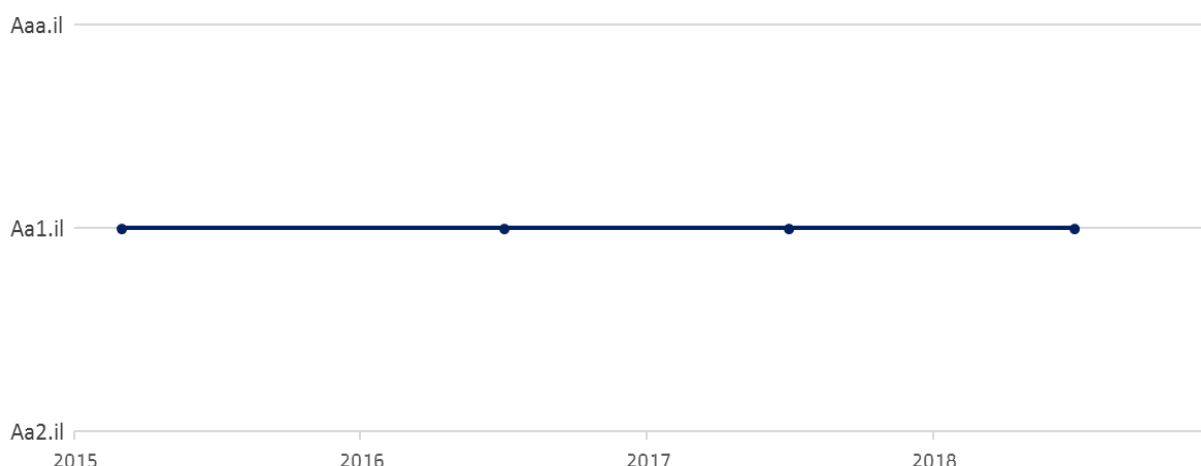
¹² החלטת ממשלה מס' 867 מיום 06.12.1996 ותיקוניה.

¹³ החברה כפופה לחוק החברות הממשלתיות.

¹⁴ החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

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 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

[דוחות דירוג - רכבת ישראל בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות הפועלות בענף תחבורה ציבורית](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	27.06.2018
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	27.06.2017
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	01.03.2015 ¹⁵
שם יוזם הדירוג:	רכבת ישראל בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	רכבת ישראל בע"מ

מידע מן המנפיק

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

¹⁵ עודכן בהתאם למועד שבו פורסם דוח הדירוג לראשונה במגנ"א.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק מתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>