

רכבת ישראל בע"מ

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

moty@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג משני

moty@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

רכבת ישראל בע"מ

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

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
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) 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) האטה בפעילות החברה, המתבטאת בהתמתנות הגידול במספר הנוסעים והרעה משמעותית בפעילות המטענים (כמות והכנסות); (8) שחיקה עקבית ברווחיות החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי בפעילות הליבה (מגזר הנוסעים) והחמרת ההפסד התפעולי במגזר המטענים; (9) שחיקה עקבית בתזרימי המזומנים של החברה; (10) רישום הערת עסק חי בחברת הבת למטענים; (11) העמדת קרן לשירות חוב בהיקף של כ- 150 מיליון ₪ וכן אופציה למסגרת אשראי ייעודית לשירות החוב, בסכום של עד 50 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 ועלויות להוביל להשגת קנסות. נכון למועד הדוח, 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. בהקשר זה, נציין כי בתקופה האחרונה רמת החיכוכים בין ועד העובדים להנהלת החברה התעצמה, ואף ניכר כי לעיתים קיים פער משמעותי בכל הנוגע לאינטרסים המשותפים בין הצדדים; (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, אולם חשיפה זו עשויה להתמתן באופן הדרגתי, בטווח הבינוני, לאור העדכון בהסכם הסובסידיה והחתימה על הסכם לשינוע של מיליון טון נוספים. כפועל יוצא, ההפסד התפעולי של החברה צפוי להימשך בשנת 2019, כך ששיעורו צפוי להיות שלילי ולנוע בטווח שבין 1%- עד 2%-. אולם, החל משנת 2020, שיעור הרווח התפעולי צפוי לנוע בין כ- 3%- ל- 1% בטווח הקצר-בינוני, זאת בהשוואה לכ- 4%- ל- 3% בטווח הארוך. כמו כן, סביבתם הנוכחית של ה- EBITDA המתואם ותזרימי ה- FFO אינם משקפים את רווחיותה הנורמטיבית של החברה וצפויים להשתפר באופן הדרגתי בשנים הקרובות, במקביל לשיפור הצפוי בתוצאות המגזרים. מגמת הגידול בהוצאות ה- CAPEX צפויה להימשך בשנים הקרובות, כאשר להערכתנו, ההוצאות תהיינה בטווח של כ- 3-2.5 מיליארד ₪ בשנים 2019-2020. כמו כן, יתכן כי הוצאות ה- CAPEX של החברה תמומנה, באופן חלקי, באמצעות גיוס חוב נוסף של כמיליארד ₪. במקרה זה, אנו מניחים כי שירות החוב הפיננסי (קרן וריבית), יעשה 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 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 באיתנות הפיננסית של החברה.

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 ₪

נחני מאזן עיקריים	31.03.2019	31.03.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
יתרות נזילות ²	186	72	122	197	185
רכוש קבוע ³	26,901	25,215	26,547	24,775	23,035
חוב פיננסי, ברוטו ⁴	426	618	498	743	991
הון עצמי	769	1,083	763	1,094	1,144
סך נכסים	29,262	27,663	29,113	27,502	25,462
נחני רו"ה עיקריים	Q1 2019	Q1 2018	FY 2018	FY 2017	FY 2016
מכירות	614	611	2,434	2,437	2,309
רווח תפעולי מתואם ⁵	(20)	(3)	(102)	3	72
הוצ' (הכנסות) מימון, נטו	(5.0)	7.7	9.1	0.2	(1.2)
רווח נקי	10	(11)	(338)	(42)	148
EBITDA מתואם ⁵	(7)	10	(54)	61	123
FFO	(5)	(0.7)	(62)	45	115

אופק הדירוג

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

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

² מזומנים ושווי מזומנים, והשקעות לז"ק.

³ רכוש קבוע מופעל, נטו, ורכוש קבוע בהקמה.

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

⁵ בנטרול סעיף הוצאות (הכנסות) אחרות, נטו, לרבות היפוך הפסד מירידת ערך שהוכר בעבר.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

האטה בפעילות החברה, המתבטאת בהתמתנות הגידול במספר הנוסעים והרעה בפעילות המטענים

פעילותה העיקרית של רכבת ישראל הינה הסעת נוסעים, כאשר במהלך שנת 2018, הסתכמה כמות הנוסעים ברכבת ישראל בכ- 67.7 מיליון, בהשוואה לכ- 64.6 מיליון נוסעים בשנת 2017, כ- 59.5 מיליון נוסעים בשנת 2016. הנתונים מעידים על כך ששיעור הגידול במספר הנוסעים הולך וקטן על פני זמן, כאשר בשנת 2018 חל גידול של כ- 4.8%, בהשוואה לכ- 8.6% בשנת 2017 וכ- 12.7% בשנת 2016. בין השנים 2016-2018, גדל ממוצע הנסיעות היומי ועמד על 223,000, 245,000 ו- 256,800 נסיעות, בהתאמה, אולם שיעור הדיוק הלך ופחת בתקופה המדוברת ועמד על כ- 94.3%, כ- 91.9% וכ- 91.6%, בהתאמה. יתר על כן, בשנת 2018, פעילות החברה במגזר הנוסעים הניבה הפסד תפעולי של כ- 22 מיליון ₪ בתחום הליבה, בין היתר, עקב ההשלכות של פתיחת הקו המהיר לירושלים, סובסידיה תמריצית נמוכה מהתכנון, עלייה בקנסות על אי-דיוק וכן בעקבות גידול בהוצאות התפעול (בדגש על שמירה), אף על פי שמנגנון הסובסידיה⁶ מגדר באופן כמעט מלא את חשיפת החברה לסיכונים ביקושים במגזר הנוסעים. עם זאת, ברבעון הראשון לשנת 2019, חזרה החברה להיות רווחית במגזר הנוסעים (רווח של כ- 2 מיליון ₪), כאשר להערכתנו, רווחיות החברה במגזר הנוסעים צפויה להיות נמוכה מאוד בשנת 2019.

במגזר המטענים קיימת מגמה שלילית המתבטאת בשחיקה בהיקף הפעילות ובהכנסות, כאשר בשנת 2018, שינעה החברה מטענים במשקל כולל של כ- 8.5 מיליון טון, בהשוואה לכ- 9.1 מיליון טון וכ- 9.2 מיליון טון בשנים 2017 ו- 2016, בהתאמה. הנתונים מעידים על קיטון של כ- 6.2% בשנת 2018, לעומת קיטון של כ- 1.0% בשנת 2017. ההרעה בתוצאות החברה במגזר המטענים נובעת בעיקר מירידה בהכנסות מדמי הפעלה בסך של כ- 6.5% בשנה (עד לשנת 2018)⁷, ירידה בהיקף הייצוא של המחצבים (בעיקר בשנת 2018) ומהתייקרות שכר בשל הסכמי שכר שנחתמו בתקופה זו. עם זאת, להערכתנו, הכנסות החברה מהובלת מטענים צפויות לגדול באופן הדרגתי בשנים 2019-2020, בעקבות התיקון להסכם הסובסידיה, לצד חתימה על הסכם לשינוע של מיליון טון נוספים, 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 2017-2018 (כמפורט מטה) וכן, ברבעון הראשון לשנת 2019 (הפסד של כ- 23 מיליון ₪), וצפויה להמשיך להיות הפסדית גם בשנת 2019, כאשר רק משנת 2020 רווחיות החברה במגזר המטענים עשויה להיות חיובית. במגזר הסחר, הכנסות החברה (שכירות ואחרות) עמדו על כ- 47 מיליון ₪ בשנת 2018, בהשוואה לכ- 43 מיליון ₪ ב- 2017 וכ- 38 מיליון ₪ ב- 2016, אולם אינן מהוות רכיב משמעותי בפעילותה.

להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה משמעותית למגזר המטענים, המלווה בהפסדים משמעותיים וצפויה לשחוק את רווחיותה בטווח הקצר, אולם חשיפה זו עשויה להתמתן באופן הדרגתי בטווח הבינוני, לאור העדכון בהסכם הסובסידיה והחתימה על הסכם לשינוע של מיליון טון נוספים, זאת לצד חשיפה מסוימת בפעילות הנדל"ן (הכנסות מדמי שכירות), אשר נכון למועד זה היקפה מצומצם.

רישום הערת עסק חי עבור חברת הבת למטענים

ביום 14 בפברואר 2019, החליט דירקטוריון החברה להמליץ לרשות החברות הממשלתיות לפעול מול ממשלת ישראל לסיום פעילות חברת הבת למטענים ולפירוקה כך שכלל פעילות המטענים תרוכז ותנהל בידי החברה⁸. בהמשך להחלטה האמורה, העריך דירקטוריון החברה, כי ההסתברות להפרטת חברת הבת למטענים הינה נמוכה מ- 50%. החברה מעדכנת כי במסגרת הדוח התקופתי לשנת 2018 של חברת הבת, אשר אושר ביום 11 במרץ 2019, נכלל ביאור לפיו קיימים ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של

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.

⁷ 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 פחת בין השנים 2016-2018 בשיעור של כ- 6.5% מדי שנה. עם זאת, בעקבות התיקון להסכם הסובסידיה, תעריף הסובסידיה (טון לק"מ) לשנים 2019-2020 יוותר בעינו, כפי שהיה בשנת 2018.

⁸ [לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה מיום ה-14.02.2019.](#)

חברת הבת כ- "עסק חי" וכן, נכללה הפניית תשומת הלב לאמור בחוות הדעת של רואה החשבון המבקר של חברת הבת.⁹ להערכת מידרוג, אין ברישום הערת "עסק חי" עבור החברה הבת למטענים כדי להשפיע על דירוג רכבת ישראל.

שחיקה עקבית ברווחיות החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר הנוסעים והחמרת ההפסד 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- 2.43 מיליארד ₪ בשנת 2018, בהשוואה לכ- 2.44 מיליארד ₪ בשנת 2017, כ- 2.31 מיליארד ₪ בשנת 2016. הנתונים מעידים כי לאחר שנים של גידול עקבי בהכנסות החברה, בשנת 2018, לא הצליחה החברה לרשום גידול בהכנסות, בהשוואה לגידול של כ- 5.5% וכ- 4.7% בשנים 2017 ו- 2016, בהתאמה. יתר על כן, בשנת 2018 וברבעון הראשון לשנת 2019, הציגה החברה הפסד תפעולי (בנטרול סעיף הוצאות (הכנסות) אחרות, נטו) של כ- 102 מיליון ₪ ושל כ- 20 מיליון ₪, בהתאמה (כאשר שיעור ההפסד התפעולי בתקופה זו, מסתכם בכ- 4.2% וכ- 3.2%, בהתאמה), זאת בהשוואה לרווח תפעולי של כ- 3 מיליון ₪ בשנת 2017 והפסד תפעולי של כ- 3 מיליון ₪ ברבעון הראשון לשנת 2018. המעבר להפסד תפעולי בשנת 2018, נבע בעיקר בשל הרעה מתמשכת בתוצאות מגזר המטענים, בין היתר, כתוצאה מהשבתת מסופים בשל בעיות איכות הסביבה, שחיקת דמי ההפעלה מהמדינה ועלייה בעלויות התפעול של החברה. ההאטה במגזר המטענים הובילה להפסד תפעולי של כ- 61 מיליון ₪ בשנת 2018 לעומת הפסד תפעולי של כ- 24 מיליון ₪ בשנת 2017, כאשר הפסד תפעולי דומה נרשם גם ברבעון הראשון לשנת 2019, בין היתר, בשל שביתה מתמשכת שארעה ברבעון זה. במקביל לכך, בשנת 2018 רשמה החברה הפסד תפעולי גם במגזר הנוסעים (כ- 22 מיליון ₪). ההרעה בתוצאות מגזר הנוסעים נובעת ממספר גורמים, ביניהם ההשלכות של פתיחת הקו המהיר לירושלים ושחיקה בעמידת החברה במדדי הדיוק. למרות זאת, ברבעון הראשון לשנת 2019, חזרה החברה להיות רווחית במגזר הנוסעים (עם רווח של כ- 2 מיליון ₪). בשל השחיקה ברווחיות החברה, תוך מעבר להפסד תפעולי במגזר הנוסעים ובמגזר המטענים כאחד, והערכתנו כי ההפסד התפעולי צפוי להימשך בשנת 2019, עודכן תרחיש הבסיס של מידרוג, כך ששיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי להיות שלילי ולנוע בטווח שבין 1%- עד 2%- בשנת 2019, אולם החל משנת 2020, שיעור הרווח התפעולי צפוי לנוע בין כ- 3%- ל- 1% בטווח הקצר- בינוני, בהשוואה לכ- 4%- ל- 3% בטווח הארוך.

שחיקה בתזרימי המזומנים של החברה

בשנת 2018, נמשכה השחיקה ב- EBITDA המתואם (בניכוי היפוך הפסד מירידת ערך שהוכר בעבר), אשר הסתכם בהפסד של כ- 54 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ- 61 וכ- 123 מיליון ₪, בשנים 2017 ו- 2016, בהתאמה. תזרים ה- FFO הסתכם בהפסד של כ- 62 מיליון ₪ בשנת 2018, בהשוואה לכ- 45 מיליון ₪ בשנת 2017 וכ- 115 מיליון ₪ בשנת 2016. ברבעון הראשון לשנת 2019, ה- EBITDA המתואם ותזרים ה- FFO נותרו שליליים והסתכמו בהפסד של כ- 7 מיליון ₪ וכ- 5 מיליון ₪, בהתאמה, בהשוואה ל- EBITDA המתואם של כ- 10 מיליון ₪ ותזרים FFO שהסתכם בהפסד של כמיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. השחיקה בשיעור ה- EBITDA המתואם ובתזרים ה- FFO, נבעה בעיקר בשל הנימוקים המפורטים לעיל. להערכת מידרוג, סביבתם הנוכחית של ה- EBITDA המתואם ותזרים ה- FFO אינם משקפים את רווחיותה הנורמטיבית של החברה וצפויים להשתפר באופן הדרגתי בשנים הקרובות, יחד עם השיפור הצפוי בתוצאות המגזרים.

צפי לגידול בהוצאות ה- CAPEX עבור השנתיים הקרובות

היקף ההוצאות ההוניות (CAPEX) השנתי עמד על כ- 2.7 מיליארד ₪ בשנת 2018, בהשוואה לכ- 2.2 מיליארד ₪ בשנת 2017 וכ- 2 מיליארד ₪ בשנת 2016, המשקפים שיעור גידול של כ- 26% וכ- 10% בשנים 2018 ו- 2017, בהתאמה. מגמת הגידול בהוצאות ה- CAPEX צפויה להימשך בשנים הקרובות, כאשר בעבור השנים 2019 ו- 2020, צפויות הוצאות ה- CAPEX לנוע בטווח של 3-2.5 מיליארד ₪. לחברה תכנית פיתוח רחבה ומאתגרת עד לשנת 2020, הממומנת במלוואה על ידי הממשלה וכוללת פרויקטים מסוגים

⁹ לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה מיום ה- 12.03.2019.

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

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, כאשר בשנת 2018, שיעור הביצוע הכולל בתקציבי הפיתוח והשירות עמד על כ- 98%. 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, יעשה על בסיס מענקים ותשלומים ממשלתיים במסגרת תקציב הפיתוח.

צמצום במצבת החוב, לצד נזילות הולמת וגמישות פיננסית מוגבלת

נכון ליום 31.03.2019, סך החוב הפיננסי של החברה הסתכם בכ- 426 מיליון ₪, כאשר החוב הפיננסי נטו, עמד על כ- 241 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ- 618 מיליון ₪, וכ- 547 מיליון ₪, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. בהקשר זה, נציין כי בספטמבר 2020, צפויה החברה לפרוע את סדרות האג"ח (א' ו- ב'), נשואות דירוג זה. 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- 31.03.2019, לחברה יתרות נזילות בסך של כ- 186 מיליון ₪, לעומת כ- 72 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.

מינוי מנכ"ל חדש

ביום 17 ביוני 2019, התקבל בחברה כתב מינויו של מר מיכאל מייקסנר למנכ"ל החברה. המינוי אושר על ידי שר התחבורה, נכנס לתוקף ביום 25 ביוני 2019 ויסתיים ביום 25 ביוני 2024. מר מיכאל מייקסנר מחליף את מר שחר איילון בתפקיד מנכ"ל רכבת ישראל, לאחר כשנתיים ושלושה חודשים (כאשר בתווך, כיהן מר אורי שריר כמנכ"ל זמני במשך תקופה של כשלושה חודשים).¹¹

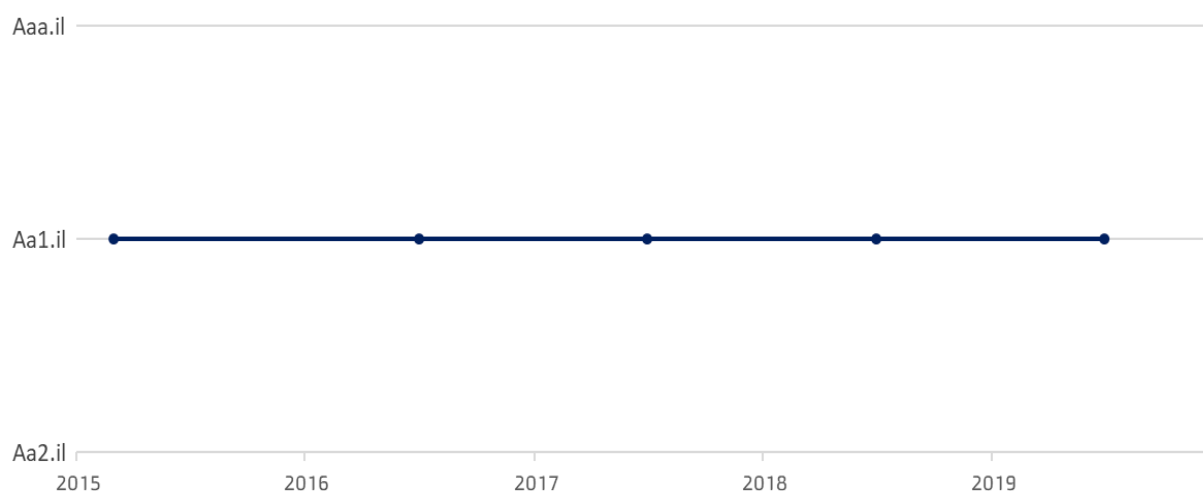
אודות החברה

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 ממשלה¹² 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 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.

¹¹ [לפירוט נוסף ראה את דיווח החברה מיום ה- 17.06.2019.](#)

¹² החלטת ממשלה מס' 3120 מיום 04.01.1998.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דירוג - רכבת ישראל בע"מ](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

27.06.2019	תאריך דוח הדירוג:
27.06.2018	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 וליסכנוי 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 וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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>