

חברת החשמל לישראל בע"מ

7 ביוני, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

Elena Anankina, מוסקבה, 7-49-5783-4130 elena.anankina@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, רמת גן, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית.....
3	תחזית הדירוג.....
4	התרחיש השלילי.....
4	התרחיש החיובי.....
4	תרחיש הבסיס.....
4	הנחות עיקריות.....
5	יחסים עיקריים.....
5	תחזיות תרחיש הבסיס.....
5	תיאור החברה.....
6	הפרופיל העסקי.....
9	הפרופיל הפיננסי.....
10	נזילות.....
11	סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי.....
11	תמיכה ממשלתית יוצאת דופן.....
12	התאמות לדירוג.....
12	דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות.....
12	התאמות לדיווח הכספי.....
13	מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....
14	רשימת דירוגים.....

חברת החשמל לישראל בע"מ

ilAA+/Stable/IIA-1+

אשרור דירוג

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> • תנודתיות ביחסים הפיננסיים, הצפויים להגיע לשפל ב-2021 אך להתאושש ב-2022 והלאה. • תחרות גוברת במגזר הייצור וירידה בהיקף הפעילות. • צרכי הוצאות הוניות (capex) משמעותיים • שיעור גבוה של ייצור באמצעות פחם ואיסור על הקמה ותפעול של מקורות אנרגיה מתחדשים 	<ul style="list-style-type: none"> • מעמד מוביל כספקית החשמל היחידה בישראל הפועלת בכל שרשרת החשמל, עם מונופול בתחומי ההולכה והחלוקה ועמדה דומיננטית בייצור (59% מכוסר הייצור ב-2020, עם ירידה צפויה לכ-30%-40% ב-2025) ו-EBITDA של 7.9 מיליארד ₪. • המשך יישום רפורמות שמטרתן צמצום עלויות, התייעלות והפחתת פליטות באמצעות מעבר מפחם לגז טבעי. • מנגנון קביעת תעריפים תומך יחסית לאורך שרשרת החשמל. • סבירות גבוהה מאד לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן במקרה הצורך.

לאחר שנה מוצלחת ב-2020, אנו צופים שחברת החשמל לישראל בע"מ ("חח"י") תמשיך להיות עמידה יחסית להשפעות מגפת הקורונה ולסיכונים גיאופוליטיים ב-2021. למגפת הקורונה הייתה השפעה זניחה על הביקוש לחשמל ועל הוצאות ההון החוזר בישראל, ואנו צופים שהביקוש לחשמל יגדל ב-2021 והלאה תודות לכלכלה האיתנה ולשיעורי ההתחסנות הגבוהים. אף שהעימות הצבאי בעזה מדגים את הסיכונים הביטחוניים והפוליטיים שכבר מגולמים בדירוג, בתרחיש הבסיס שלנו איננו מניחים השפעה של סיכונים אלה על הביקוש לחשמל, שינויים מהותיים ברגולציה או השפעה שלילית מהותית על עובדיה או על בסיס הנכסים של חח"י. אולם הסיכונים עשויים לגבור אם הסיכונים הגיאופוליטיים יגברו או אם יופיעו זני קורונה חדשים העמידים לחיסון.

המשך הרפורמות המבניות, כולל מכירת נכסים וצמצום כוח האדם, צפוי לשפר את היעילות אך לצמצם את היקף הפעילות. בהתאם לרפורמות המבניות שאישרה ממשלת ישראל ביוני 2018, חח"י התחייבה למכור מתקני ייצור חשמל בקיבולת מותקנת כוללת של 4.5 ג'יגה וואט (כשליש מסך הקיבולת שלה), מתוכם נמכרו שני אתרים (רמת חובב ואלון תבור) ב-2019-2020, ושלושה אחרים צפויים להימכר ב-2022-2024 (חלק מאתר חגית ב-2022, אשכול ב-2023 ורידינג שמכירתו עשויה לדעתנו להידחות לאחר 2021). ממשלת ישראל פועלת להגברת התחרות בתחום ייצור החשמל, וחלקה של חח"י בסך הייצור הלאומי צפוי לקטון ל-30%-40%

חברת החשמל לישראל בע"מ

ב-2025 מ-59% ב-2020. אנו צופים שהחברה תוציא מחזקתה את פעילות ניהול המערכת, ולא תוכל להשקיע באנרגיות מתחדשות או במתקני ייצור חדשים, מלבד בשתי טורבינות גז במחזור משולב שהקמתן אושרה כבר ושיחליפו טורבינות פחם. בנוסף, כ-1,800 עובדים יעזבו את החברה באמצעות תוכניות פרישה מרצון בין השנים 2018 ל-2025, ונכון ל-31 במרץ, 2021, עזבו כבר 1,101 מתוכם. חח"י צפויה לשמור על הדומיננטיות שלה בפעילות ההולכה, החלוקה והאספקה. אנו מעריכים שהרפורמה תשפר את היעילות והמיקוד של החברה, אך תקטין את היקף הפעילות של החברה ותגדיל את אי הוודאות במהלך יישומה. מאידך, מנגנון התעריפים צפוי לכסות את עלות הארגון מחדש, המוערכת ב-7.1 מיליארד ₪.

לאחר שב-2020 רשמה חח"י FFO on (funds from operations) לחוב איתן של 20%, אנו צופים שיחס זה ירד מתחת ל-12% ב-2021 ואז יעלה ל-15% ב-2022. אנו צופים ירידה של 30%-35% ב-EBITDA ב-2021. זאת משום שהרווחים ממכירת נכסים במחיר הגבוה מערכם בספרים (2.44 מיליארד ₪ בגין המתקן ברמת חובב) והחיסכון בזכות ירידת מחירי הדלקים ב-2020 יועברו ללקוחות דרך הורדה של 2.3% במחיר החשמל למשקי בית ושל 3.8% בתעריף הממוצע. בנוסף, אנו מעריכים כי הוצאות ההוניות של חח"י יגיעו לשיא של 5-6 מיליארד ₪ ב-2021, מה שיוביל לצבירת חוב. אנו צופים שיחס ה-FFO לחוב יחזור לטווח של 15%-20% ב-2022-2023 לאחר שהורדת המחירים תסתיים ותושלם הקמת הנכסים החדשים. אולם עדיין קיימת אי ודאות לגבי תהליך ההשקעות, התזמון המדויק של מכירות הנכסים, התפתחויות אפשריות בהתייבויות הפנסיה, והתנודתיות הכרוכה בתהליך קביעת התעריפים.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהתעריפים הרגולטוריים יישארו תומכים ויכסו את עלויות הרפורמה בשוק החשמל. התחזית משקפת גם את הערכתנו שהיחס FFO לחוב של חח"י יפחת זמנית ל-11%-12% ב-2021 בשל החזר ללקוחות של רווחים חד פעמיים ממכירות נכסים שבוצעו לאחרונה ובשל הוצאות הוניות ניכרות. אנו צופים שיחס ה-FFO לחוב יחזור ויעלה ל-15%-16% ב-2022, אולם בכפוף לאי ודאות לגבי שינויי תעריפים, מכירת נכסים, הוצאות הוניות ושינויים בהתייבויות פנסיה. תחזית הדירוג מבוססת

על ההנחה שלא יחול שינוי בתמיכה הממשלתית יוצאת הדופן שחח"י נהנית ממנה כיום, שנזילותה תישאר הולמת ושהסלמה בסכסוך, אם תהיה, לא תפגע בפעילות של חח"י או ברגולציה.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם יחס ה-FFO לחוב הממוצע של חח"י ירד מתחת ל-12% ללא צפי להתאוששות, או אם תחול הרעה בנזילות. היחלשות בהערכתנו את רמת התמיכה הממשלתית יוצאת הדופן תוביל ככל הנראה גם היא לפעולת דירוג שלילית. איננו צופים ששינוי של רמת דירוג (נוף) אחת בדירוג מדינת ישראל, אם שאר התנאים יישארו זהים, יוביל לשינוי בדירוג של חח"י.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם, לאחר שיעברו את נקודת השפל, יחסי האשראי של חח"י ישובו ויעלו מעל 15% לאורך זמן. אנו מעריכים כי תרחיש כזה ייתכן אם לא יהיו התפתחויות שליליות מפתיעות בתחומי התעריפים, ההשקעות, יישום הרפורמות או הנזילות. פעולת דירוג חיובית עשויה להיתמך גם ברווחים גבוהים ופחות תנודתיים לאורך זמן. כמו כן, תיתכן פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בהערכת התמיכה הממשלתית יוצאת הדופן, אך זה אינו תרחיש סביר לדעתנו.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ירידה של 8% בהכנסות ב-2021 בשל ירידה בתעריפים, ועלייה מחדש ב-2022-2023.
- הוצאות הוניות של כ-5-6 מיליארד ₪ ב-2021 וב-2022, שיתייצבו על 3.5-4.5 מיליארד ₪ ב-2023-2025. אלו כוללות בעיקר מתקני הולכה וחלוקה וכן את השלמת טורבינות הגז החדשות במחזור משולב בתחנת אורות רבין, בעלות כוללת של 3.8 מיליארד ₪.
- החזרת העודף ללקוחות באמצעות הורדת תעריפים אם התמורה ממכירת נכסים (אשכול, רידינג, חלק מחגית) תעלה על ערכם בספרי החברה.
- שינויים בעלויות דלקים וחשמל שנרכש יועברו ללקוחות.
- ירידה בעלות המימון, המשקפת ירידה בשיעורי הריבית ומחזורי חוב שוטפים.
- המשך גידור מלא של חובות במטבע זר.
- היעדר חלוקת דיבידנדים בתקופת התחזית.

יחסים עיקריים

2022F	2021E	2020A	2019A	יחס פיננסי
7-6.5	5.3-5.2	7.9	7.9	EBITDA (מיליארד ₪)
5.5-5.3	5.7-5.5	4.1	3.2	הוצאות הוניות (מיליארד ₪)
16%-14%	12%-10%	20.5%	15.9%	חוב/FFO
5.5x-5x	6.5x-6.4x	4.0x	5.0x	חוב/EBITDA
5.5x-5x	4.3x-4.0x	6.4x	5.2x	EBITDA/הוצאות מימון

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי. כל הנתונים הם לאחר התאמות S&P Global Ratings.

תחזיות תרחיש הבסיס

אנו צופים ירידה בהכנסות וב-EBITDA ב-2021 עם חזרה הדרגתית בלבד ב-2022. זאת בשל הורדת תעריפים במטרה להחזיר ללקוחות את הרווחים ממכירות הנכסים, את ירידת מחירי הדלקים ב-2020 ורווחים מהסכם פשרה. אנו צופים גידול ב-EBITDA ב-2022 והלאה עם בניית בסיס תעריפים חדשים באמצעות השקעות מתמשכות.

לאחר הירידה הזמנית בחוב המתואם ל-32 מיליארד ₪ ב-2020, אנו צופים עלייה בחוב ל-34-35 מיליארד ₪ ב-2021-2022. זאת בשל השקעות גדולות ובסיס תעריפים נמוך יותר לאחר מכירת נכסים ולפני השלמת הקמתם של נכסים חדשים. הרווחים ממכירת הנכסים יוחזרו ללקוחות ולא יסייעו בהקטנת החוב. השינויים בחוב יהיו תלויים גם בתזמון ובהיקף המדויקים של הפקדות החברה בקרנות הקשורות להתחייבויות פנסיה, שבתורן יהיו תלויות בסביבת הריבית ובהתקדמות הרפורמות.

תיאור החברה

חח"י היא ספקית החשמל היחידה בארץ הפועלת בכל שרשרת החשמל, כולל ייצור, הולכה וחלוקה של חשמל לכלל השוק המקומי. אין לה פעילויות משמעותיות אחרות. מדינת ישראל מחזיקה כ-99.85% מהבעלות על החברה. בסוף 2020 שירתה חח"י כ-2.9 מיליון לקוחות, העסיקה 11,483 עובדים, והחזיקה ב-15 תחנות כוח עם קיבולת מותקנת מצטברת של 11.6 ג'יגה וואט, ברשתות הולכה באורך כולל של 5,700 קילומטרים וברשתות חלוקה באורך כולל של 68,300 קילומטרים.

Table 1.

Israel Electric Corp. Ltd. -- Peer Comparison (Mil. \$) – Fiscal Year Ended December 31, 2020

Industry Sector: Combo

	Israel Electric Corp. Ltd.	Rosseti PJSC	Landsvirkjun	AB Ignitis Group
Revenue	7,396.4	13,054.3	453.5	1,486.7
EBITDA	2,461.1	3,297.0	323.6	408.2
Funds from operations (FFO)	2,041.2	2,454.2	228.3	373.7
Interest expense	387.0	540.9	63.2	28.2
Cash interest paid	415.3	515.4	69.0	22.8
Cash flow from operations	1,618.8	3,317.0	226.3	323.4
Capital expenditure	1,275.0	3,186.5	105.1	367.7
Free operating cash flow (FOCF)	343.7	130.5	121.2	(44.3)
Discretionary cash flow (DCF)	281.5	(242.1)	45.0	(133.1)
Cash and short-term investments	1,388.9	1,174.6	92.0	804.1
Debt	9,947.0	6,953.2	1,716.3	815.4
Equity	8,314.0	21,951.8	2,235.1	2,255.5
Adjusted ratios				
EBITDA margin (%)	33.3	25.3	71.3	27.5
Return on capital (%)	5.2	3.5	4.9	9.1
EBITDA interest coverage (x)	6.4	6.1	5.1	14.5
FFO cash interest coverage (x)	5.9	5.8	4.3	17.4
Debt/EBITDA (x)	4.0	2.1	5.3	2.0
FFO/debt (%)	20.5	35.3	13.3	45.8
Cash flow from operations/debt (%)	16.3	47.7	13.2	39.7
FOCF/debt (%)	3.5	1.9	7.1	(5.4)
DCF/debt (%)	2.8	(3.5)	2.6	(16.3)

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של חח"י נתמך בעמדתה החזקה בשוק החשמל בישראל. החברה נהנית מבסיס לקוחות

מגוון יחסית בישראל, שהביקוש לחשמל בה צפוי לצמוח הודות לכלכלה האיתנה (ראו תרשים 1). המשך

הרפורמות המבניות צפוי לשפר את היעילות אך לצמצם את היקף הפעילות, ועשוי להגביר את התנודתיות

ברווחים בשנים הבאות. הפרופיל העסקי מוגבל על ידי הפיזור הגיאוגרפי המוגבל וצורכי השקעה גדולים.

אנו סבורים שהרגולציה בישראל תומכת בפרופיל העסקי, אולם במידה פחותה מאשר במערב אירופה.

באמצעות עדכונים שנתיים והתאמות שוטפות שמטרתן לגשר על הפערים בין העלויות החזויות לעלויות בפועל,

הרגולציה מכסה עלויות תפעוליות ומאפשרת לחח"י לגלגל ללקוחות עלויות דלקים ורכישת חשמל ולייצר תשואה

נאה על נכסים.

בניגוד למדינות רבות באירופה, הרגולציה בישראל מכסה את פעילות הייצור והאספקה, לא רק את ההולכה

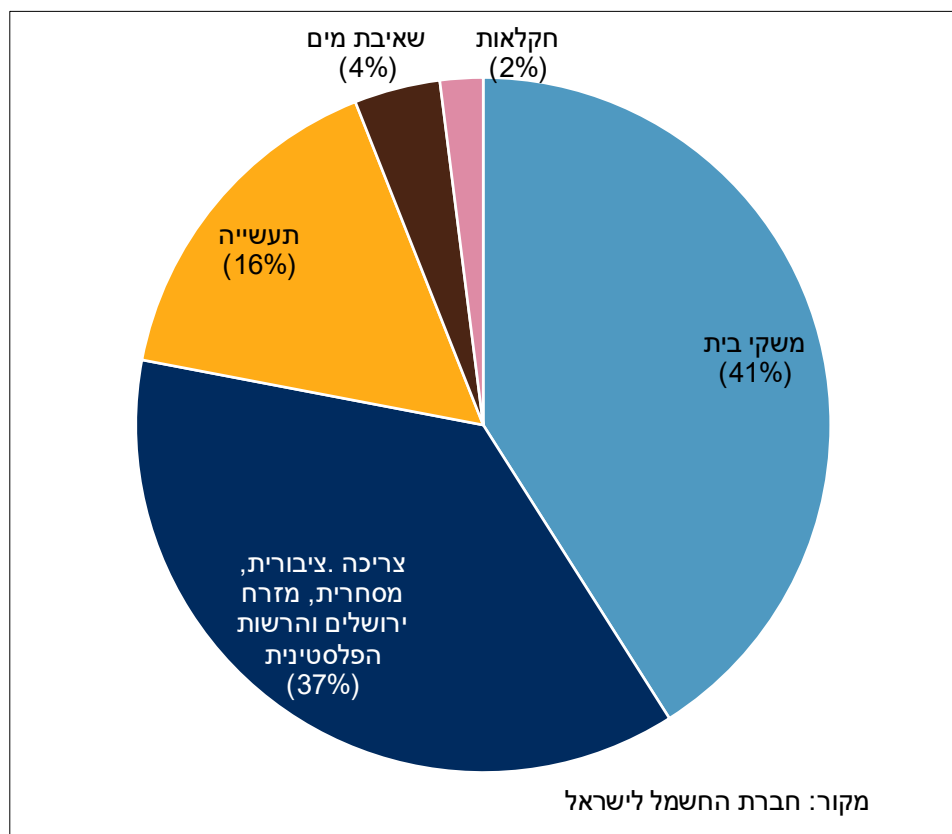
והחלוקה. אולם התפתחות היתרות בחשבונות הרגולציה מראה שהפיצוי נתון לעיתים לדיונים או לדחיות. שינויים

ניכרים בטביעת הרגל העסקית של החברה משמעותם תנודתיות אינהרנטית רבה יותר בתוצאות המדווחות

חברת החשמל לישראל בע"מ

בהשוואה לרבות מחברות התשתית האירופיות הנתונות תחת רגולציה, שגם בהן קיימים עיכובים מסוג זה. בניכוי התנודות ביתרות חשבונות הרגולציה, ביצועיה של חח"י תנודתיים פחות. אולם כדי להקל על ההשוואה, אנו ממשיכים להתמקד בתוצאות המדווחות לפי תקן IFRS, בדומה לחברות דומות ב-EMEA.

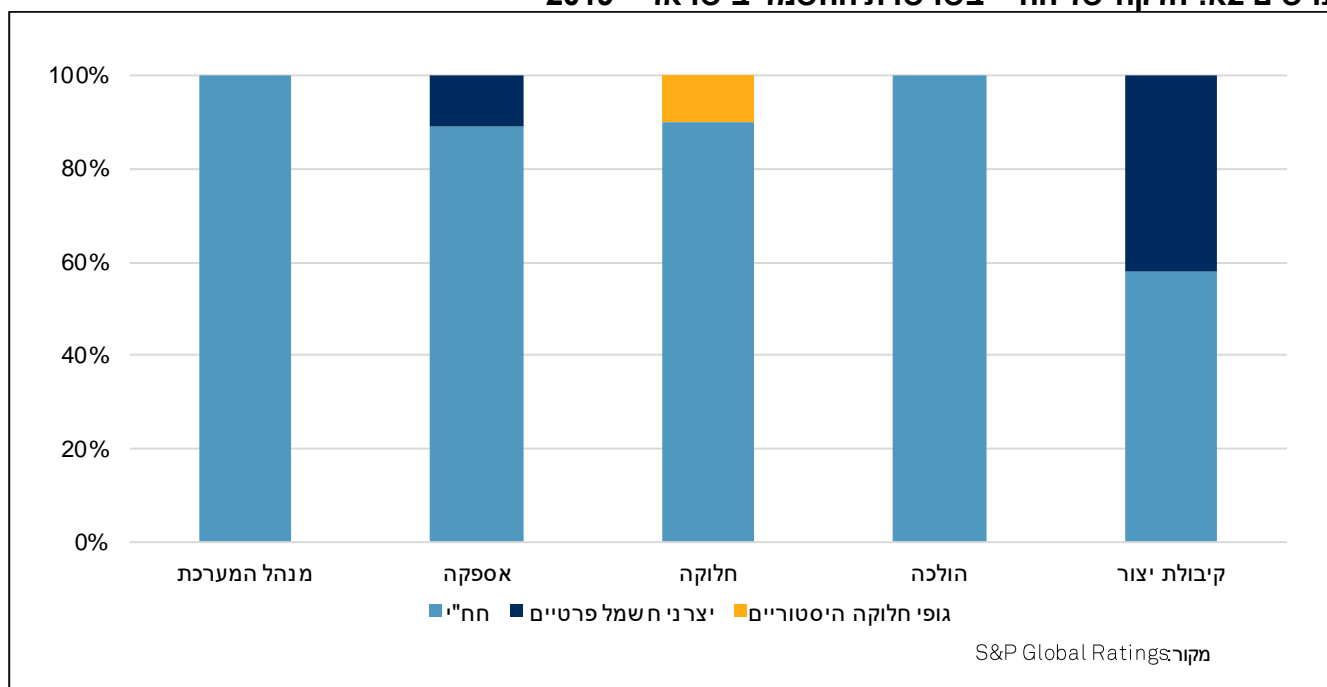
תרשים 1: צריכת חשמל כוללת ב-2020 לפי סוג צרכנים



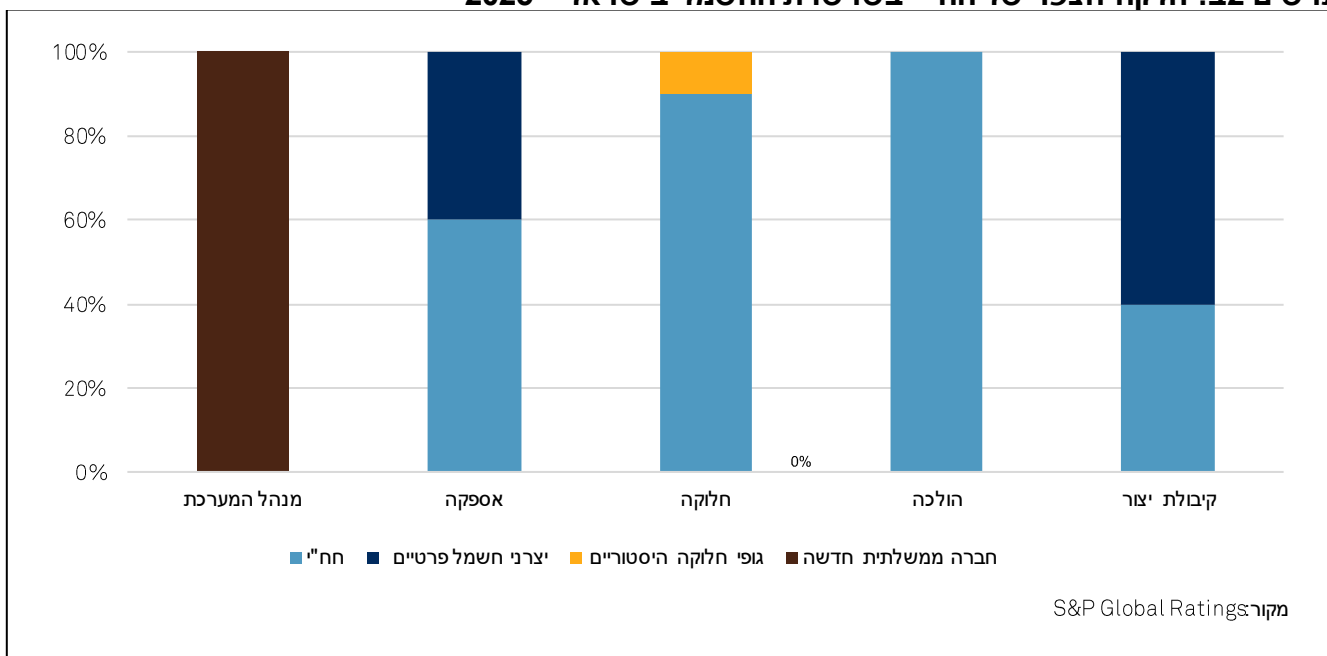
אנו צופים שהרפורמות במשק החשמל ישפרו את יעילותה של חח"י, אך יצמצמו בהדרגה את תפקידה בשרשרת החשמל. ממשלת ישראל פועלת להרחיב את התחרות בפעילויות הייצור והאספקה לתחרות, והחברה צפויה למכור כשליש מקיבולת הייצור שלה ולהיפרד מפעילות ניהול המערכת בהמשך השנה.

אנו צופים שחלקה של חח"י בייצור החשמל יקטן לכ-30%-40% ב-2025 מ-59% כיום, ושחלקה באספקה יקטן ל-60% ב-2025 מכ-80% כיום (ראו תרשים 2). גם אחרי הארגון מחדש, חח"י תישאר שחקנית דומיננטית בתחומי ההולכה והחלוקה, תשמור על תפקידה החברתי החשוב של הבטחת הספקת החשמל, ותישאר שחקנית חשובה בתחום ייצור החשמל. מהלכי התייעלות שוטפים, כגון אופטימיזציות שכר, יסייעו להפחית את בסיס העלויות של החברה, הגבוה באופן מובהק, שהוא אחד הגורמים לרווחיות הנמוכה יחסית שלה.

תרשים 2א: חלקה של חח"י בשרשרת החשמל בישראל – 2019



תרשים 2ב: חלקה הצפוי של חח"י בשרשרת החשמל בישראל – 2025

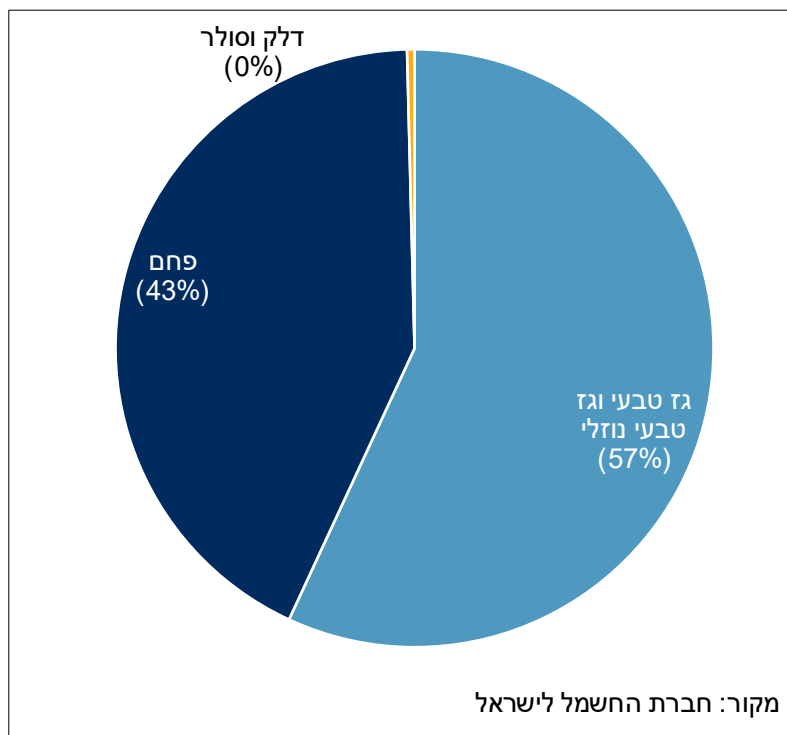


מבחינת תמהיל הדלקים, חח"י עוברת מפחם לגז טבעי, שבאמצעותו הופקו 56.9% מהחשמל ב-2020, לעומת 53% ב-2019. החברה נהנית מאספקת גז יציבה ממאגרי הגז תמר ולוויתן שבים התיכון, במחירים יציבים יחסית שאינם צמודים למדדים הבינלאומיים התנודתיים. שיעור ייצור החשמל באמצעות פחם מזהם עדיין גבוה, דבר שאנו רואים כחולשה בהשוואה לחלק מהחברות באירופה, במיוחד בהקשר של מדיניות ממשלת ישראל להגיע לשימוש של 30% באנרגיות מתחדשות עד 2030 ולהפסיק את השימוש בפחם עד 2025. בהתאם למטרות

חברת החשמל לישראל בע"מ

הרפורמה, נאסר על חח"י להשקיע במתקני ייצור חדשים או בנכסים של אנרגיות מתחדשות. החריג היחיד הוא הקמת שתי טורבינות גז במחזור משולב שיחליפו יחידות ייצור מונעות-פחם באתר אורות רבין.

תרשים 3: תמהיל הדלקים של חח"י – 2020



הפרופיל הפיננסי

יחסי האשראי של חח"י היו גבוהים מציפיותינו לדירוג ב-2020. יחס ה-FFO לחוב עמד על 20.5% לעומת 15.9% ב-2019 ו-11.0% ב-2018. אנו צופים שיחס זה יפחת ב-2021 ל-10%-12%, משום שתזרים המזומנים ממכירת נכסים יוחזר ללקוחות ולא ישמש להורדת המינוף. לפי תרחיש הבסיס שלנו, היחס ישוב ויעלה ב-2022-2023 כאשר ההוצאות ההוניות יקטנו, נכסים חדשים ואמצעי התייעלות יתרמו ל-EBITDA, ועלויות המימון יפחתו הודות למחזורי חוב שוטפים בשיעורי ריבית נמוכים יותר. עדיין קיימת אי ודאות לגבי יישום הרפורמות.

ההוצאות ההוניות של חח"י כוללות התקנת שתי טורבינות גז במחזור משולב שיחליפו את יחידות הייצור המונעות בפחם באתר אורות רבין, כמו גם השקעות בהולכה וחלוקה הנדרשות כדי לתמוך בצמיחה בייצור עצמאי בישראל, כולל ייצור אנרגיות מתחדשות. לאחר השלמתם, הנכסים החדשים יגדילו את בסיס התעריפים של החברה ויתחילו לייצר רווחים שיוכלו לשמש להורדת המינוף.

באופן כללי אנו צופים שחח"י תדבק במדיניות פיננסית זהירה, בהתאם ליעדים הפיננסיים החדשים שאושרו בדירקטוריון החברה ב-2020, כולל יחס חוב נטו מדווח ל-EBITDA של 4.3x ושמירה על חוב נטו של עד 34 מיליארד ₪ ב-2023 ועד 31 מיליארד ₪ ב-2025.

חברת החשמל לישראל בע"מ

איננו צופים חלוקות דיבידנדים בשנתיים-שלוש הבאות, וסבורים שהדיבידנד של 200 מיליון ₪ שחולק ב-2020 היה אירוע שולי וחד פעמי הקשור להקמת חברת ניהול המערכת.

Table 2.

Israel Electric Corp. Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Combo

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	23,778	24,660	23,584	23,370	22,690
EBITDA	7,912	7,911	6,489	7,257	7,612
Funds from operations (FFO)	6,562	6,296	4,467	4,790	4,733
Interest expense	1,244	1,515	1,565	2,046	2,310
Cash interest paid	1,335	1,598	2,004	2,456	2,854
Cash flow from operations	5,204	4,917	3,760	3,297	3,612
Capital expenditure	4,099	3,242	3,051	2,613	2,410
Free operating cash flow (FOCF)	1,105	1,675	709	684	1,202
Discretionary cash flow (DCF)	905	1,675	709	684	1,202
Cash and short-term investments	4,465	3,617	3,283	3,701	4,448
Gross available cash	4,465	3,617	3,283	3,701	4,448
Debt	31,978	39,649	40,619	40,563	40,921
Equity	26,728	24,650	24,843	20,793	17,550
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	33.3	32.1	27.5	31.1	33.5
Return on capital (%)	5.2	4.8	2.9	3.8	4.9
EBITDA interest coverage (x)	6.4	5.2	4.1	3.5	3.3
FFO cash interest coverage (x)	5.9	4.9	3.2	3.0	2.7
Debt/EBITDA (x)	4.0	5.0	6.3	5.6	5.4
FFO/debt (%)	20.5	15.9	11.0	11.8	11.6
Cash flow from operations/debt (%)	16.3	12.4	9.3	8.1	8.8
FOCF/debt (%)	3.5	4.2	1.7	1.7	2.9
DCF/debt (%)	2.8	4.2	1.7	1.7	2.9

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של חח"י כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021. אנו סבורים כי מקורות החברה יעלו על השימושים גם אם תחול ירידה של 15% ב-EBITDA. כמו כן אנו סבורים שלחברה יחסים טובים עם הבנקים ומעמד טוב בשוקי האשראי, וניהול הסיכונים שלה זהיר.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> חלויות חוב ז"ק של 2.1 מיליארד ₪. הוצאות הוניות: אנו סבורים שלחברה יש גמישות מסוימת בתקציב ההוצאות ההוניות שלה, משום שרק 2 מיליארד ₪ מוקצים לתחזוקה. אולם אנו סבורים שחלק מההשקעות בטורבינות הגז במחזור משולב עשויות להיות כרוכות בהסכמים מחייבים. 	<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ושווי מזומנים בלתי מוגבלים בהיקף של 2.8 מיליארד ₪. מסגרות אשראי בנקאיות לא מנוצלות בהיקף של כ-2 מיליארד ₪, חתומות עד יוני 2022. אנו מאמינים כי חח"י מתכוונת לגייס מסגרות חדשות כדי לשמר מאזן נזילות הולמת FFO במזומן בהיקף של כ-3.1-3.2 מיליארד ₪ (תחזית שלנו). אנו מעריכים שכל תמורה משמעותית ממכירת נכסים תועבר ללקוחות.

סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי

כחברת חשמל הפועלת בכל שרשרת החשמל, חח"י חשופה לסיכוני סביבה וחברה בדומה לקבוצת ההשוואה.

חח"י מספקת שירות לאומי חיוני עם השפעה חברתית משמעותית. היא נתונה לעתים קרובות ללחצים ציבוריים ופוליטיים ולתשומת לב ציבורית בנושאי תעריפים ויעילות תפעולית.

בהתאם למדיניות הסביבתית של ממשלת ישראל, חח"י תצטרך להפסיק להשתמש בפחם לייצור חשמל ב-2025. המעבר ההדרגתי לגז טבעי (57% מנפח הייצור ב-2020) מסייע להפחית את טביעת הרגל הפחמנית של החברה. אולם עם פליטה של 615 גרם לקילואט-שעה, מצבה חמור בהרבה משל חברות דומות באירופה. חח"י לא תוכל להרחיב את ייצור האנרגיות המתחדשות שלה, דבר שאנו רואים כחולשה. אולם היא תצא נשכרת בעקיפין מהרחבת האנרגיות המתחדשות, כאשר השקעותיה ברשתות הולכה וחלוקה להטמעת הייצור ההולך וגובר של אנרגיות מתחדשות יתחילו לתרום לרווחים.

חח"י מיסדה קוד ממשל תאגידי מקיף ומפורט המכסה היבטים שונים של פעילותה, כולל כללי אתיקה, ערכים ונהלים כדי לפתור סוגיות היסטוריות.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מגדירים את חח"י כחברה עם זיקה ממשלתית. אנו מעריכים שקיים סיכוי גבוה מאד שמדינת ישראל תספק לחח"י תמיכה יוצאת-דופן מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית. אנו מבססים הערכה זו על דעתנו כי חח"י:

- ממלאת תפקיד חשוב מאד בכלכלת ישראל, לאור מעמדה מונופוליסטי הכמעט בלתי מעורער ובעלותה על נכסים חשובים להולכה וחלוקה של חשמל בישראל. הרפורמות הנוכחיות יצמצמו בהדרגה את תפקידה של החברה במגזר ייצור החשמל, אולם היא תשמור על מעמדה המונופוליסטי ועל בעלותה על מתקני ההולכה והחלוקה, ולכן איננו צופים שינוי בהערכתנו לגבי חשיבותה למשק.

- בעלת קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בנתח בעלות של כ-99.85% בחח"י.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

החוב של חח"י מדורג 'AA+', באותה רמה של דירוג האשראי המנפיק, מכיוון שאין אלמנטים משמעותיים של סיכון נחיתות במבנה ההון.

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

Israel Electric Corp. Ltd.–Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2020

Israel Electric Corp. Ltd. reported amounts

	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	34,440.0	10,349.0	5,572.0	1,182.0	7,912.0	6,539.0
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(15.0)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(1,335.0)	--
Reported lease liabilities	957.0	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	95.5	454.0	454.0	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(4,465.0)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	153.0	--	--
Asset-retirement obligations	327.3	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	(6.0)	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(1,335.0)
Debt: interest payable	623.0	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	(2,441.0)	(2,441.0)	--	--	--

	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
EBITDA: Other	--	(450.0)	(450.0)	--	--	--
Depreciation and amortization: Impairment charges/(reversals)	--	--	95.0	--	--	--
Interest expense:						
Derivatives	--	--	--	(91.0)	--	--
Total adjustments	(2,462.3)	(2,437.0)	(2,348.0)	62.0	(1,350.0)	(1,335.0)
S&P Global Ratings adjusted amounts						
	Debt	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	31,977.7	7,912.0	3,224.0	1,244.0	6,562.0	5,204.0

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה: פרופיל אשראי עצמאי (SACP) - אחד ממרכיבי הדירוג, 1 באוקטובר, 2010
- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף התשתיות הנמצאות תחת רגולציה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

חברת החשמל לישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA+\Stable	22/11/2002	10/06/2020
טווח קצר	ilA-1+	06/06/2019	10/06/2020
דירוג(י) הנפקה			
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 2022,2029	ilAA+	31/07/2017	10/06/2020
סדרה 26	ilAA+	03/07/2014	10/06/2020
סדרה 27	ilAA+	06/08/2015	10/06/2020
סדרה 29	ilAA+	13/03/2017	10/06/2020
סדרה 30	ilAA+	25/10/2018	10/06/2020
סדרה 31	ilAA+	25/10/2018	10/06/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוקטובר 16, 2017	ilAA+\Stable		
יולי 20, 2017	ilAA\Watch Dev		
יולי 03, 2014	ilAA\Stable		
אפריל 11, 2013	ilAA-\Stable		
נובמבר 14, 2012	ilAA-\Watch Neg		
אוגוסט 21, 2012	ilAA-\Negative		
אפריל 05, 2012	ilAA-\Watch Neg		
ספטמבר 20, 2011	ilAA-\Stable		
יולי 13, 2011	ilAA-\Watch Neg		
ינואר 04, 2011	ilAA-\Stable		
אוקטובר 06, 2010	ilAA\Watch Neg		
ספטמבר 30, 2009	ilAA\Negative		
מרץ 25, 2009	ilAA\Watch Neg		
דצמבר 30, 2008	ilAA+\Watch Neg		
נובמבר 22, 2006	ilAA+\Negative		
נובמבר 22, 2002	ilAAA		
טווח קצר			
יוני 06, 2019	ilA-1+		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	16:44 07/06/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:44 07/06/2021		
יזום הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.