



דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה

דוח מתודולוגי | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

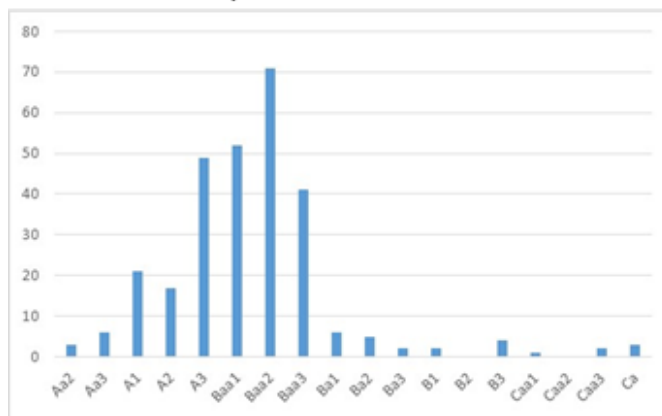
יובל סקורניק, ראש צוות
yuvals@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש צוות
yishait@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי של חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה (להלן: "החברה" או "החברות"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג החברות ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי חברות אלו. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה בחודש ינואר 2015 ופרסומה נועד לפרט ולחדד

התפלגות הדירוגים של Moody's



את הפרמטרים העיקריים המשמשים בדירוג. המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה מתבססת על המתודולוגיה של Moody's לדירוג Regulated Electric¹ and Gas Utilities, בהתאמות הנדרשות. המתודולוגיה מתייחסת לחברות אשר ליבת פעילותן הינה מכירת חשמל או גז טבעי ללקוחות קצה פרטיים, ואשר דירוג האשראי שלהן מושפע משמעותית מן המסגרת הרגולטורית בה הן פועלות. החברות עשויות

להיות בבעלות פרטית או בבעלות ממשלתית (בעלת אוריינטציה עסקית). בהתאם לאמור לעיל, המתודולוגיה אינה מכסה חברות שכל פעילותן הינה הולכת ו/או אספקת חשמל וגז טבעי, ואשר ליבת פעילותן אינה מכירה ללקוחות קצה פרטיים 2 או חברות חשמל וגז טבעי שאינן תחת רגולציה (הפועלות בתנאי שוק חופשי). נכון לשנת 2013, Moody's מדרגת 315 חברות במסגרת המתודולוגיה, אשר הינן חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה בעצמן, ו/או חברות המחזיקות בחברות חשמל וגז טבעי, אחת או יותר, הפועלות בסקטורים אלו, בהיקף חוב כולל של כ- 730 מיליארד דולר. דירוגי החוב עבור מנפיקים אלו, מתפרסים על פני טווח דירוג רחב (Aa2-Ca), כאשר עיקר הדירוגים הינם גבוהים מדירוג Baa3. במסגרת המתודולוגיה שלהלן, נבחנות חברות אשר ליבת פעילותן הינה מכירת חשמל או גז טבעי ללקוחות קצה, בין היתר, חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"מ") וחברות חלוקת גז טבעי בישראל. אין בפרסום המתודולוגיה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

¹ מתודולוגיית Moody's בנושא: [Regulated Electric and Gas Utilities](#)

² חברות אלו מקבלות התייחסות במסגרת מתודולוגיית: [Regulated Electric and Gas Networks](#)

2.1 פרמטרים עיקריים לדירוג

במסגרת המתודולוגיה נבחרים 4 משתנים עיקריים, המורכבים ממספר תתי-פרמטרים כמפורט להלן:

<ul style="list-style-type: none"> - חקיקה ומערכת משפטית תומכת רגולציה - עקביות וצפיות של הרגולציה 	<p>המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה</p>
<ul style="list-style-type: none"> - השבת עלויות באופן המגביל פערי עיתוי - קביעת תעריפים האופן ההולם את עלויות החברה והשגת תשואה 	<p>כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים</p>
<ul style="list-style-type: none"> - נתח שוק - פיזור נכסים וגיוון במקורות הדלקים 	<p>נתח שוק ופיזור נכסי המנפיק</p>
<ul style="list-style-type: none"> - יחס FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית - יחס FFO לסך החוב הפיננסי - יחס FFO בניכוי דיבידנדים לסך החוב הפיננסי - יחס סך החוב הפיננסי ל-CAP 	<p>יחסים פיננסיים</p>

היחסים הפיננסיים נבחרים בהתאם לדוחות כספיים נתונים בעוד שתחזיות עתידיות, נלקחות בחשבון על בסיס הנחות שונות. מעבר למשתנים אלו, מושם דגש על בחינת היבטים נוספים, לפי העניין, כגון: (1) נזילות וגמישות פיננסית; (2) ניסיון הנהלה בכירה; (3) חשיפה לריכוז צרכנים, אסונות טבע וסיכונים הקמה; (4) פעילות עסקית אשר איננה פעילות הליבה של החברה; (5) חשיפה לאירועי סיכון (Event Risk); (6) ממשל תאגידי; (7) אסטרטגיית מיזוגים ורכישות; בנוסף, במסגרת בחינת 3 יחסים פיננסיים מתוך ארבעת היחסים הפיננסיים המפורטים בטבלה לעיל, נעשית הבחנה בין חברות אשר פעילותן כוללת מגזר ייצור (אינטגרציה אנכית) לחברות אשר אינן כוללת מגזר פעילות זה (לפירוט ראה תת-פרק 2.5).

2.2 המסגרת הרגולטורית

תעריפים בקשר עם פעילות חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה נקבעים בהתאם להליך רגולטורי, ולא בהתאם לשוק חופשי תחרותי ולכן, בחינת המסגרת הרגולטורית הינה בעלת חשיבות עיקרית לפעילות חברות אלו. באופן כללי, המסגרת הרגולטורית הינה הבסיס לכלל ההחלטות המתקבלות בקשר עם פעילות החברות בבסיס המתודולוגיה, כך שחשיבותה העיקרית הינה אופן קבלת ההחלטות בקשר עם קביעת תעריפים שונים בני ייצור חשמל ושירותים נוספים (הולכה, חלוקה וכדומה), תוך בחינת מידת העקביות והצפיות של קבלת ההחלטות בבסיס מסגרת זו. יש לציין כי, נושא של כיסוי עלויות והשגת רווחים הנגזר, בין היתר, מהמסגרת הרגולטורית בה החברות פועלות, מתייחס באופן ישיר להחלטות הרגולטוריות בפועל, תוך בחינת העיתוי שבו הן מתבצעות והשפעת התעריפים שנקבעים - נושא זה נבחן במסגרת המשתנה 'כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים' המתואר בתת-פרק 2.3 שלהלן. בבחינת המסגרת הרגולטורית נבחרים היבטים מגוונים הכוללים, בין היתר, את ההיבטים שלהלן: (1) החקיקה הממשלתית בקשר עם פעילות החברה ו/או הצווים על פיהם היא פועלת; (2) האופן בו רגולטורים מתמנים לתפקידם; (3) החוקים והתהליכים על פיהם פועלת הרגולציה; (4) פעילותה של הרשות האחראית והאופן בו היא מפרשת את החוק לפיו פועלת החברה; (5) האופן בו החברה מנהלת את הסביבה הפוליטית והרגולטורית בה היא פועלת. בחינת המסגרת הרגולטורית נעשית באמצעות 2 פרמטרים:

א. **חקיקה ומערכת משפטית תומכת רגולציה** - בבחינת פרמטר זה נלקח בחשבון היקף, מידת השקיפות, והתמיכה החקיקתית בקשר עם פעילות החברה, לרבות בחינת הצווים והחוקים הקשורים לפעילותה. בנוסף, במסגרת פרמטר זה נבחנת מידת השפעתו העצמאית של הרגולטור על המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה בכלל, ויכולתו העצמאית בקשר עם קביעת תעריפים בפרט, לרבות בחינת אפקטיביות המערכת המשפטית, או גוף עצמאי אחר, בקשר עם ביצוע תהליכי בורות עצמאיים בין החברה לרגולטור. במסגרת פרמטר זה נבחנת מידת התפתחותה של המסגרת הרגולטורית, תוך בחינת נהירות התחיקה שעל בסיסה מושתתת המסגרת הרגולטורית, לרבות היסטוריית קבלת החלטות של הרגולטור על פיה. ההבחנה בפרמטר זה בין חברות שונות תעשה בהתאם לאפקטיביות בו החברה "מנווטת" את עיצוב המסגרת הרגולטורית בה היא פועלת, מידת השפעתה על עיצוב מסגרת זו ויכולת הסתגלותה למסגרת הרגולטורית המשתנה על פני זמן.

חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית המאופיינת בחקיקה התומכת בחברות תשתית באופן כללי, בה קיימים כללים ברורים ושקופים של כלל התהליכים הצפויים בקשר עם עדכון תעריף עתידי, מקיימת שקיפות באופן קביעת התעריפים לאורך זמן (Track Record), תוך התקיימות דוגמאות רבות ליעילות המערכת המשפטית בפתרון אי - בהירות בקשר עם החוקים ו/או הצווים הקשורים בפעילות החברה יוביל לדירוג גבוה בפרמטר זה. חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית, אשר בהתאם לחקיקה הקיימת או פעולות הרגולטור בפועל, מאפשרת לרגולטור למנוע מהחברה כיסוי עלויות ו/או תשואה נאותה על השקעותיה באופן שרירותי, או שקבלת החלטות ע"י הרגולטור נתונות להתערבות פוליטית יובילו לדירוג נמוך יותר.

ב. **עקביות וצפיית של הרגולציה** - בבחינת פרמטר זה תילקח בחשבון היסטוריית החלטות הרגולטור (Track Record) בקשר עם מידת העקביות, הצפיית והתמיכה שהן העניקו לחברות המדורגות תחת המתודולוגיה. במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת האינטראקציה של החברה בהליך הרגולטורי והשקפתו הכללית של הרגולטור כלפי החברה. לרוב, המסגרת הרגולטורית קובעת תהליך טכני לעדכון תעריפים, המבוסס על בחינת כלל העלויות של החברה והתשואה הנדרשת לחברה על השקעותיה, כך שהחברה תוכל לפתח תשתית חדשה ולשמר את התשתית הקיימת. מסגרת רגולטורית בה תהליך קביעת התעריפים הינו טכני ושקוף, באופן המאפשר לרגולטור לתמוך במבנה פיננסי "בריא" של החברה, תוך הבטחת אמינות שירותי התשתית שניתנים ע"י החברה בעלויות סבירות, בשילוב עם יכולת החברה להתאים את עצמה ליוזמות הרגולטוריות אליהן היא כפופה, תוביל לדירוג גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, תהליך קביעת תעריפים הנתון להתערבות פוליטית מהותית, העשוי להביא לפיטורי רגולטורים אשר אישרו העלאות תעריפים "לא פופולאריות" ומניעת עליית תעריפים נדרשת, או לחילופין, קבלת החלטות רגולטוריות בניגוד לחוקים ו/או לכללים הקבועים כתוצאה מהשפעות פוליטיות תוביל לדירוג נמוך יותר בפרמטר זה.

2.3 כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים

משתנה זה בוחן ישירות את יכולת החברה לכיסוי עלויותיה והשגת תשואה על פני זמן, לרבות פרקי זמן המשקפים תנאי שוק או תנאים כלכליים תנודתיים. בעוד שבפרמטר הקודם נבחנת מידת השקיפות והצפיית של החוקים והתקנות בבסיס קבלת החלטות של הרגולטור, פרמטר זה בוחן את האלמנטים הרגולטוריים המשפיעים באופן ישיר על יכולת החברה לייצר תזרים מזומנים הולם את שירות החוב שלה לאורך זמן. השבת עלויות במועד ובהיקף הנדרש, באופן שיוביל לנגישות גבוהה למערכת הפיננסית בכללותה (בקשר עם גיוס חוב ו/או הון) הינו רכיב מהותי הנבחן במסגרת פרמטר זה. חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות, לרוב, בתזרים מזומנים שלילי מפעילות (כתוצאה מהשקעות הוניות בהיקף משמעותי) הנדרשות לביצוע "מחזורי" חוב בעלי מח"מ ארוך ובהיקפים משמעותיים - חששות משקיעים מחוסר יכולת השבת עלויות בהיקף ובמועד, לרבות חוסר עקביות וצפיית בקשר עם קביעת תעריפים הולמים, עשויות, במקרי קיצון, למנוע נגישות למערכת הפיננסית ואף להוביל לחדלות פירעון. יש לציין כי, חוסר יכולת השבת עלויות בתקופות

ששילבו גידול בעלויות דלקים ללא התאמת תעריפים בהתאם, היוו אחד מהגורמים העיקריים למצוקה פיננסית של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה בעולם, ואף הובילו, בחלק מהמקרים, לחדלות פירעון. יש לציין כי למרות שיכולת השבת עלויות והשגת רווחים מושפעת בעיקר מבחינת המסגרת הרגולטורית, עשויה להיות השפעה מהותית על פרמטר זה הנובעת מהנהלת החברה והחלטותיה העסקיות על פני זמן. בחינת משתנה זה נעשית באמצעות בחינת 2 פרמטרים:

א. **השבת עלויות באופן המגביל פערי עיתוי** - בבחינת פרמטר זה נבחן את המכאניזם הקיים עבור השבת עלויות החברה, וקיומן של מגבלות החלות על התאמת התעריף באופן תקופתי ללא צורך בבקשת החברה לביצוע התאמת התעריף הנדרשת (File a Rate Case). בנוסף, במסגרת פרמטר זה מבוצעת בחינת תהליך ומסגרת הזמן הקבועה להתאמת התעריף (יישום התהליך, מקומה של החברה בהשפעה על התהליך, התקופה המקסימאלית שלאחריה חייבים לבצע בחינת תעריף). במסגרת בחינת פרמטר זה, נבחן את היסטוריית (Track Record) של החברות והרגולטור בקשר עם הגבלת פערי עיתוי - לדוגמא, בעוד קיום נוסחת תעריף ברורה הינה דבר חיובי לדירוג, תהליך קביעת תעריף בפועל המתאפיין בתהליך מתמשך הנפרס על פני זמן רב מהווה גורם מקזז בפרמטר זה. בנוסף, במסגרת ניתוח פרמטר זה, ייבחן פרק הזמן שעובר ממועד ביצוע השקעות הוניות ע"י החברה ועד למועד שבו היא החלה בהשבת עלויות בגין השקעות אלו.

ב. **קביעת תעריפים באופן ההולם את עלויות החברה והשגת תשואה** - בבחינת פרמטר זה נבחנות ההגנות הסטטוטוריות המבטיחות השבת עלויות מלאה והשגת תשואה נאותה לחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, המנגנון הרגולטורי הקובע מהו שיעור התשואה הנדרש לחברות אלו והיסטוריית חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה (Track – Record) בהשבת עלויות והשגת תשואה בפועל. בנוסף, בבחינת פרמטר זה ייבחנו המקרים בהם הרגולטור לא נתן את הסכמתו להכיר לחברה בעלויות או בהשקעות שונות, תוך התמקדות בהשפעת מקרים אלו על מצבה הפיננסי של החברה ונימוקי הרגולטור לאי - הסכמתו להכיר בעלויות או בהשקעות אלו, וזאת על מנת להעריך את הסבירות להישנות מקרים אלו בעתיד.

2.4 נתח השוק ופיזור נכסי המנפיק

פיזור בפעילותה של חברה ממתן את החשיפה לכך שמגזר פעילות מסוים, הנקלע לקשיים, יוביל להשפעה שלילית חריפה על תזרים המזומנים ואיכות האשראי. בנוסף, המצב הכלכלי באזורי הפעילות של החברה עשוי להשפיע על הסביבה הרגולטורית והפוליטית בקשר עם העלאת תעריפים, לחיוב או לשלילה. בנוסף, לחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה בעלות מגזר פעילות של ייצור חשמל, גיוון במקורות הדלקים עשוי למתן השפעות הקשורות במחירי סחורות, רבות השפעות הנגזרות מהחלטות רגולטוריות בנושאי איכות הסביבה ואחרות העשויות להשפיע על סביבת פעילותן. חשוב לציין כי בהתאם לניסיון Moody's בעולם, לרוב, הסביבה הרגולטורית בה פועלות החברות מתערערת בתקופות בהן מתבצעות העלאות תעריפים תכופות, בעוד גיוון במקורות הדלקים מוביל ליציבות תעריפים לאורך זמן - לפיכך, גיוון במקורות הדלקים הינו גורם מהותי בבחינת סיכוני האשראי של חברות אלו, גם במידה ועלויות הדלקים מגולגלות במלואן ישירות לצרכני הקצה של החברות. בחינת משתנה זה נעשית באמצעות בחינת 2 פרמטרים:

א. **נתח שוק** - בחינת פרמטר זה מבוססת בעיקר על בחינת גיוון האזור הכלכלי והמסטר הרגולטורי באזורי הפעילות בהם החברות פועלות. בנוסף, במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת גיוון מגזרי הפעילות של החברה (מכירת חשמל, גז טבעי, מים, קיטור וכד') במידה וקיימת פעילות מהותית בשני מגזרי פעילות לפחות. גיוון כלכלי מתבטא, לרוב, בגודל האוכלוסייה, היקף השטח הגיאוגרפי בו מתקיימת פעילות החברות ומנוע הצמיחה העיקרי באזור זה, המוביל לגידול בתמ"ג ובתעסוקה. עבור בחינת היקף שטח הפעילות, ייבחן סך לקוחות החברה באזור פעילותה והיקף התפוקה ו/או הייצור שלה. בנוסף, במסגרת ניתוח השטח הגיאוגרפי בו החברות

פועלות, ייבחנו מספר הערים הגדולות (מטרופולין) בשטח הפעילות, הגיוון הכלכלי הנובע מהפעילות במרכזים אלו, לרבות בחינת ריכוז פעילות באזור או בתעשייה מסוימת. במסגרת בחינת גיוון המשטר הרגולטורי הקיים באזור הפעילות של החברה, נבחן את מספר המשטרים הרגולטוריים, לרבות שיעור ההכנסות והנכסים של החברות תחת כל משטר רגולטורי בו היא פועלת. עם זאת, במידה והחברות פועלות באזור פעילות המשויך למשטר רגולטורי יחיד, תיבחן מידת יציבות הרגולציה באזור זה. פעילות החברות תחת מספר מגוון של משטרים רגולטוריים תומכים ונפרדים, בעלות גיוון צרכנים מאוזן (צרכנים פרטיים, מסחריים, תעשייתיים וממשלתיים) באזור גיאוגרפי רחב המאופיין בפעילות כלכלית יציבה ומגוונת תוביל לדירוג גבוה יותר בפרמטר זה. פעילות החברות בשטח פעילות קטן יחסית (גיאוגרפית וכלכלית), כך שהכנסותיהן נסמכות על 2 ענפי פעילות עיקריים, בפרט כאלו המאופיינים במחזוריות עסקים תנודתית, תוביל לדירוג נמוך יותר בפרמטר זה.

ב. **פיזור נכסים וגיוון במקורות הדלקים** - במסגרת פרמטר זה תבוצע בחינה לגבי גיוון מקורות הדלקים של החברות, מידת הגמישות התפעולית שלהן בקשר עם הסטת פונקציית הייצור באופן כלכלי, בהתאם לשינויים במחירי הדלקים, ומידת החשיפה של החברות וצרכניה לשינויים במחירי סחורות (אשר באים לידי ביטוי בתעריף). בנוסף, בבחינת פרמטר זה ייבחן היקף תחנות הכוח של החברה החשוף למשוכות כלכליות שונות הנובעות, בין היתר, מפעילות הכרוכה בהשקעות מהותיות בקשר עם עמידה בדרישות רגולציה סביבתית (לדוגמה, תחנות כוח פחמיות), לרבות תחנות כוח אשר אינן כשירות להפעלה, בהווה או בעתיד, כתוצאה מאי-עמידה בדרישות רגולטוריות הקבועות ברשיון ההפעלה של תחנות הכוח הספציפיות. חברות בעלות גיוון מאוזן במקורות הדלקים (הידרו, פחם, גז טבעי, גרעיני ואנרגיה מתחדשת), לרבות שיעור מינימאלי של תחנות כוח החשופות למשוכות כלכליות או תפעוליות יקבלו דירוג גבוה יותר בפרמטר זה. חברות אשר פונקציית הייצור שלהן מתאפיינת בריכוז במקורות דלקים ספציפיים, תוך שיעור חשיפה גבוה של תחנות הכוח למשוכות כלכליות או תפעוליות, ידורגו נמוך יותר בפרמטר זה.

2.5 יחסים פיננסיים

חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות בפעילות לטווח ארוך, תחת הסדרות רגולטוריות שונות, המסדירות את אופן הפעלת נכסיהן ופעילותן הפיננסית לאורך זמן. הצורך בקיום השקעות נרחבות באמצעי ייצור, הולכה וחלוקה, הן לצורך הגדלת נפח פעילות והן לשם תחזוקת פעילות קיימת, מוביל לכך כי חברות בענפי החשמל והגז הטבעי הינן מהמנפיקות הגדולות ביותר של חוב לצורכי פיתוח, ונזקקות לביצוע גיוסי חוב שוטפים, מהותיים ועקביים מהמערכת הפיננסית. בהינתן אופי פעילותן של חברות אלו, ישנה חשיבות מכרעת בניתוח ביצועיהן הפיננסיים ההיסטוריים של החברות, לרבות תחזיות ביצועים פיננסיים עתידיים בטווח הבינוני, אשר עשויות להיות שונות באופן מהותי מהביצועים ההיסטוריים עקב סיבות שונות ומגוונות הכוללות, בין היתר, שינויים רגולטוריים, התפתחות טכנולוגית ועוד. בחינת היחסים הפיננסיים ההיסטוריים של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מתבצעת על פני ממוצע של מספר שנות פעילות, וזאת על מנת לנטרל תנודתיות נקודתית בתוצאות הפיננסיות שנגרמו מאירועים חד - פעמיים להן חשופות החברות המדורגות בבסיס מתודולוגיה זו.

בחינת היחסים הפיננסיים נעשית באמצעות 4 פרמטרים עיקריים אך עשויה להכיל בחינות נוספות עקב השונות הגבוהה בין חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה. להלן 4 הפרמטרים העיקריים הנבחנו במסגרת היחסים הפיננסיים של המתודולוגיה:

א. **FFO on** **והוצאות ריבית להוצאות ריבית**: יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות המימון שלה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הוניות משמעותיות וגיוסי חוב.

³ לפירוט מינוחים והגדרות פיננסיות, ראה בנספח א'.

המונה ביחס זה מורכב מ- FFO (סך תזרים המזומנים מפעילות שוטפת (CFO) בניכוי שינויים בהון החוזר), בתוספת הוצאות ריבית- במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית התזרימיות של החברות. המכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית התזרימיות.

ב. **יחס FFO לסך חוב הפיננסי:** יחס זה נועד לבטא את היקף תזרים מזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ביחס להיקף החוב הפיננסי שברשותה, ומאפשר להשוות רמות מינוף בין חברות שונות בענף. המונה ביחס זה מורכב מה- FFO, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה.

ג. **יחס FFO בניכוי דיבידנדים לסך החוב הפיננסי:** יחס זה מבטא את רמת המינוף של החברה, לאחר תשלומי דיבידנדים לבעלי מניותיה. המונה ביחס זה מורכב מה- FFO בניכוי דיבידנדים, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה. בחברות מסוימות, היקף חלוקת הדיבידנדים הינו מהותי ביחס לתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ועשוי להשפיע באופן מהותי על יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי שברשותה.

ד. **יחס סך החוב פיננסי ל-Cap⁴:** יחס זה הינו יחס נוסף עבור בחינת רמת המינוף של החברה. היקף חוב פיננסי משמעותי ביחס ל- Cap עשוי להוביל לעלויות מימון גבוהות יותר, להגביל את יכולת החברה לגייס חוב נוסף במקרה הצורך, ועלול להוביל להפרת התניות פיננסיות בקשר עם חוב פיננסי קיים. בנוסף, יחס חוב פיננסי ל- Cap גבוה יחסית עשוי להיגרם כתוצאה מקיום מסגרת רגולטורית אשר איננה תואמת את צרכי החברה בקשר עם מבנה ההון הנדרש לה, או לחילופין, כתוצאה מביצוע מחיקות נכסים במאזן אשר אינן באות לידי ביטוי בתזרימי המזומנים בהווה, אך עשויות להשפיע באופן מהותי על תזרימי המזומנים עתידיים ביחס להיקף החוב הפיננסי הקיים. המונה ביחס זה מורכב מהחוב הפיננסי, והמכנה מורכב מה- Cap.

במסגרת בחינת היחסים הפיננסיים המפורטים בסעיפים ב' - ד' לעיל, מתבצעת הבחנה בין חברות חשמל וגז תחת רגולציה אשר פעילותן כוללת מגזר ייצור (אינטגרציה אנכית) לחברות אשר פעילותן איננה כוללת מגזר פעילות זה (פעילות במגזרי הולכה ו/או חלוקה בלבד) - חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה אשר פעילותן במגזר הייצור יידרשו לעמידה ביחסים פיננסיים גבוהים יותר מחברות אשר אינן פעילות במגזר זה, על מנת לקבל דירוג גבוה יותר בפרמטר הספציפי. הבחנה זו מבוצעת לאור הסיכון העסקי המהותי הגלום בחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה הפעילות במגזר הייצור, מגזר אשר, לרוב, מהווה את עיקר העלויות הכרוכות בפעילות חברות אלו, נתון לסיכונים מגוונים בקשר עם פעולות הקמה ותפעול, ומגלם סיכון מהותי בקשר עם היקף ומועד קבלת כיסוי הולם לעלויות באמצעות עדכון תעריפי.

3. גורמים מטיבי / מרעי דירוג

במסגרת דירוג חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה נלקחים בחשבון שיקולים נוספים אשר עשויים (מטיבי דירוג) או עלולים (מרעי דירוג) להשפיע על הדירוג הסופי, ואינם באים לידי ביטוי במסגרת הניתוח של הפרמטרים לעיל. השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון במתודולוגיה זו הם:

א. **נזילות וגמישות פיננסית** - חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מתאפיינות כחברות מוטות השקעות הונית מהותיות על פני תקופות זמן ממושכות אשר מתבטאות, לרוב, ביצירת תזרים מזומנים שלילי מפעילות. בחינת משתנה זה מבטאת את יכולת החברה לייצר תזרים מזומנים עבור פעילותה, הן ממקורות עצמיים והן ממקורות חיצוניים כגון המערכת הבנקאית וגופים מוסדיים, כך שתזרים המזומנים של החברה יתאים להיקף פירעון החוב הפיננסי, בהיקף ובמועד הנדרש. בחינת משתנה זה מתבצעת על פי תחזית תזרים המזומנים של החברה לטווח

⁴ Capitalization

הקצר, במסגרתה מתבצעת בחינה של כלל מקורות החברה, הכוללים את סך גיוסי החוב וההון הצפויים, בתוספת יתרת המזומנים הקיימת ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, אל מול סך השימושים הצפויים של החברה, הכוללים השקעות הוניות, חלוקת דיבידנדים ופירעון חוב.

ב. **ניסיון הנהלה בכירה** - בחינת ביצוע התוכנית העסקית של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מסייעת בבחינת אסטרטגיה, מדיניות והערכת ביצועי הנהלה לאורך זמן. ניסיון הנהלה הבכירה עשוי לסייע בקיום התוכנית העסקית לאורך זמן באופן כללי, ובפרט בתקופות הנתונות ללחצים פיננסיים וכלכליים. בנוסף, במסגרת פרמטר זה תיבחן המדיניות הפיננסית של החברות, תוך בחינת יכולתה של הנהלה לאזן אינטרסים מנוגדים של בעלי מניות, משקיעים ובעלי עניין אחרים, אם ישנם.

ג. **חשיפת פעילות החברה לריכוז צרכנים, אסונות טבע וסיכונים הקמה** - פרמטר זה משמש בבחינת מידת החשיפה של החברה וההשפעה האפשרית על פעילותה כתוצאה מהתרחשות אסונות טבע ו/או ריכוז צרכני קצה בענף פעילות או באזור מסוים. על אף בחינת פרמטר זה במסגרת הפרמטר 'נתח שוק' המפורט במשתנים העיקריים לעיל, ישנן חברות אשר פעילותן עשויה להיות מושפעת באופן מהותי מריכוז פעילות באזור/ענף מסוים ו/או אסונות טבע, באופן שהמשקל שניתן לפרמטר זה במסגרת המשתנים העיקריים אינו משקף באופן מלא את הסיכון הכרוך בחשיפה זו. בנוסף, במסגרת פרמטר זה נבחנת חשיפת החברה לסיכונים הקמה של פרויקטי תשתית, וזאת לאור העלויות המשמעותיות והמורכבות הכרוכה בהקמת פרויקטים בענף זה, העשויה להביא לפגיעה מהותית בתזרימי המזומנים של החברה כתוצאה מעיכובים ו/או חריגות תקציביות.

ד. **פעילות עסקית אשר איננה פעילות הליבה של החברה** - לרוב, חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה מאופיינות בסיכון עסקי נמוך יחסית, לאור הסביבה הרגולטורית במסגרתה הן פועלות, לרבות היקף פעילותן, הגיאוגרפי והכלכלי הרחב. לפיכך, פעילות מהותית במגזרים אשר אינם קשורים לפעילות הליבה של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, יובילו, לרוב, לגידול בסיכון העסקי של חברות אלו.

ה. **אירוע סיכון (Event Risk)** - כחלק מהדירוג נלקח בחשבון סיכונים לאירועים בלתי צפויים אשר עלולים לפגוע ולסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

ו. **ממשל תאגידי** - פרמטר זה בוחן את הרכב ועבודתה המקצועית של וועדת הביקורת, קיום מנגנוני ביקורת, מידת השקיפות של החברה, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות אל מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.

ז. **אסטרטגיית מיזוגים ורכישות** - בפרמטר זה נבחנת אסטרטגיית הצמיחה של החברה בטווח הארוך, בקשר עם ביצוע מיזוגים ורכישות. במסגרת פרמטר זה נבחנים הנושאים שלהלן: (1) "תיאבון" לסיכון של הנהלה, לרבות הסבירות לביצוע רכישות ומיזוגים בטווח הבינוני; (2) רכישה חוזרת של מניות (Share Buy Back); (3) התחייבות החברה ליחסי מינוף מוגדרים; (4) תנודתיות תזרימי המזומנים בפעילות העסקית שנרכשה, לרבות תנודתיות תזרימי המזומנים של פעילויות עסקיות הצפויות להירכש בטווח הזמן הבינוני.

מעבר למשתנים שצוינו לעיל, נלקחים בחשבון בדירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה משתנים נוספים הקשורים לחשיפת החברות לאירועים שליליים אשר עשויים להבדיל באופן מהותי בין החברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, וכוללים, בין היתר, את טיבן של הבקורות פיננסיות, חשיפה לסיכונים פוליטיים ורגולטוריים בקשר עם מדינות מסוימות, סיכונים רגולציה, תחיקה, טכנולוגיה ומוניטין הקשורים בחברה, סיכונים הקשורים בפרופיל הצריכה והתשלומים של צרכני קצה ו/או לקוחות עסקיים באזור הפעילות של החברה, אסטרטגיית הפעילות של המתחרים ותחזיות מאקרו - כלכליות והשפעותיהן החזיות על פעילות החברה.

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, נקבע ביחס לדירוג החוב של חברות חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחת חברת האחזקות. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת הנזילות, המינוף ומידת הגמישות הפיננסית, תוך התחשבות בחסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית. למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.