



דירוג חברות הולכת חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה

דוח מתודולוגי | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

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

יובל סקורניק, ראש צוות
yuvals@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 הגלומים בדירוג חברות הולכת חשמל וגז טבעי תחת רגולציה בישראל (להלן: "החברה" או "החברות" או "חברות הולכה תחת רגולציה"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות הולכה תחת רגולציה 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 יולי 2014. הפרסום נועד לפרט ולחדד את הפרמטרים העיקריים המשמשים בדירוג, ואין בפרסום המתודולוגיה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

הדוח המתודולוגי שלהלן מפרט את המתודולוגיה לדירוג חברות הולכת חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה- Regulated Electric and Gas Networks¹. המתודולוגיה לחברות הולכה תחת רגולציה מכסה חברות מסחריות ברחבי העולם אשר הינן בעלות מאפיינים מגוונים, בין היתר, בהיבטי המודל העסקי (במקרים מסוימים הנכסים בבעלות החברה ובמקרים אחרים הנכסים מופעלים במסגרת רישיון/זיכיון), המסגרת הרגולטורית (מסגרת המצויה בהתהוות אל מול מסגרת יציבה ומפותחת) ומבנה המימון (מימון תאגידי לעומת מבנה מימון במינוף גבוה, הנתמך בהגנות מובנות- Structural Enhancement). חברות אלו עשויות להיות בבעלות פרטית או בבעלות ממשלתית.

מתודולוגיה זו איננה מתייחסת לחברות, אשר ליבת עיסוקן הינה הולכה ו/או חלוקה של חשמל או גז טבעי ללקוחות קצה (כדוגמת חח" או מחלקי הגז הטבעי), אשר פעילות ה- retail שלהן הינה עיקר הפעילות ולא ההולכה לכשעצמה. במסגרת המתודולוגיה שלהלן, נבחנות חברות אשר ליבת פעילותן הינה הולכת חשמל או גז טבעי, שעיקר פעילותן אינה מול ללקוחות קצה, ובהן, חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז").

במסגרת המתודולוגיה, נלקחים בחשבון ארבעה משתנים עיקריים: (1) המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה ומודל הבעלות על הנכס; (2) סיכוני יעילות ועמידה בביצועים- היקף ומורכבות ההשקעות, לרבות יעילות כלכלית; (3) יציבות המודל העסקי ומבנה המימון; (4) יחסים פיננסיים וניתוחים כלכליים אחרים, המעניקים מידע, מצד אחד, באשר למינוף החברה ונזילותה, ומצד שני, באשר לתלותה בהשגת אמצעי מימון חיצוניים לצורך פעילותה השוטפת או לצורך מחזור הלוואותיה וביצוע השקעות הוניות הנדרשות. ראוי לציין, כי היחסים הפיננסיים נבחנים בהתאם לדוחות כספיים נתונים בעוד שתחזיות עתידיות, בהתאם לרלוונטיות, נלקחות בחשבון על בסיס הנחות שונות. יש לציין, כי במסגרת המתודולוגיה קיימת התייחסות למספר היבטים נוספים שעשויים להשפיע על הדירוג, כתוצאה מהגנות מובנות שונות המשולבות במימון חברות אלו: (1) סיכון אירוע אשראי; (2) מבנה החוב והגנות מפני נזילות.

2. מסגרת רגולטורית ומודל הבעלות על הנכס

יכולת החיזוי והתמיכה של המסגרת הרגולטורית, בה פועלת חברת הולכה תחת רגולציה, הינה גורם מהותי בניתוח סיכוני האשראי. חברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, לרוב, מתפקדות כמונופול טבעי² עבור שירותי הולכה וחלוקה של חשמל וגז טבעי. חברות אלו פועלות, בדרך כלל, תחת מסגרת רגולטורית מוסדרת. לרוב, המסגרת הרגולטורית מסדירה מנגנון קביעת תעריף מובנה ומוסדר, בעל יכולת חיזוי גבוהה, המגביל את רמת התנודתיות בהכנסות ובפרט, מאפשרת לחברות לבצע התאמות תעריף, בהתאם להוצאות הצפויות, אף בטרם התרחשותן בפועל³. בנוסף לכך, למנגנון התעריף המובנה, קיימות דרכים נוספות בהן החלטות הרגולטור עשויות להשפיע על מיצוב העסקי של החברות, לרבות יכולת הרגולטור

¹ מתודולוגית Moody's בנושא: [Regulated Electric and Gas Networks](#)

² המונופול הטבעי מתייחס לרשת ההולכה.

³ בניגוד לחברות המוחזקות ע"י משקיעים פרטיים בהן היזמים נאלצים להתמודד עם גידול עלויות, לאחר התרחשותן.

להחליט על תכנית ההשקעות ולהחל במימונן בטרם ביצוען, קביעת מדדי יעילות ברי-השגה שיובילו לחיסכון בעלויות ועוד.

בבואנו לבחון את סיכוני האשראי של החברות, אחד הפרמטרים המהותיים שנבחן הינו יכולת השבת עלויות במועד בו הן מתרחשות, בהתאם לתמיכת המסגרת הרגולטורית, בה פועלת החברה. מעורבות הרגולטור הינה מאפיין מהותי המבדיל בין חברות אליהן מתייחסת מתודולוגיה זו וחברות אחרות הפועלות בתנאי שוק חופשי.

מודל הבעלות על הנכס של חברה מסיימת יכול להשתנות באופן מהותי מחברות אחרות המעניקות שירותים במסגרת פעילות דומה (בהיבטי אוכלוסייה או שטח) ברחבי העולם. קיימים מודלים עסקיים מגוונים בקשר עם מבנה הבעלות על הנכס, החל מבעלות ושליטה מלאים על הנכסים המהותיים לפעילות החברה, עובר במתן זיכיונות/רישיונות לזמן ארוך לניצול הנכסים וכלה במתן זיכיונות/רישיונות לזמן קצר הניתנים לביטול, בקלות יחסית, ע"י הרגולטור או הרשות הממונה. יש לציין כי החזקת הנכסים המהותיים של החברה במישרין, ללא מגבלות רגולטוריות, מאפשרת לחברה לממש את נכסיה, בעת הצורך, ומובילה לגמישות תפעולית מהותית. בנוסף, במסגרת הדירוג נלקחים בחשבון הסדרים שלטוניים מיוחדים בקשר עם חדלות פירעון, אם קיימים.

המסגרת הרגולטורית ומודל הבעלות על הנכס נבחנים באמצעות 4 פרמטרים עיקריים:

א. יציבות ויכולת חיזוי המסגרת הרגולטורית- במסגרת בדיקה זו נבחנות מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית באזור

הפעילות של החברה, שקיפותה, עקביות החלטות עבר של הרגולטור (Track-Record) ומידת עצמאותו, וזאת, כאמצעי לחיזוי וליציבות המסגרת הרגולטורית העתידית. חברות הפועלות במסגרת רגולטורית יציבה, אמינה ובעלת יכולת צפייה גבוהה, ידורגו גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, חברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית אשר אינה מפותחת דיה, או במסגרת רגולטורית המתאפיינת בעצמאות חלשה בקשר עם החלטות הרגולטור (לדוגמא, כזו הנתונה ללחצים פוליטיים), ידורגו נמוך יותר. במסגרת הדירוג, נלקחת בחשבון יציבות מוסדות השלטון באזור הפעילות של החברה, באופן שעלול לפגוע בדירוג בקטגוריה זו.

ב. מודל הבעלות על הנכס- במקרים בהם הנכסים המשמשים בפעילות חברת הולכה תחת רגולציה אינם

בעלותה הישירה, תיבחן ההסתברות לביטול הזיכיון/רישיון להפעלת הנכסים ע"י החברה, וכפועל יוצא, העברת הזיכיון/רישיון לחברה אחרת בטווח הקצר. חברה שמחזיקה באופן ישיר, לטווח ארוך, בנכסים המהותיים להפעלה, תדורג גבוה יותר בפרמטר זה. לעומת זאת, חברה המחזיקה בנכסים המהותיים להפעלה תחת הסכם חכירה או רישיון לטווח קצר, תדורג נמוך יותר. חברה הפועלת תחת הסכם זיכיון או רישיון קבוע לטווח בינוני, תדורג בטווח, בכפוף לבחינת האירועים בהם הרגולטור עלול לבטל את הזיכיון/רישיון של החברה, ואמידת ההסתברות להתרחשותם.

ג. כיסוי עלויות והשקעות- משתנה זה בוחן את חלוקת הסיכונים בין החברה ללקוחותיה, במסגרת תמיכתה של

המסגרת הרגולטורית, ויכולתה להביא לכיסוי עלויותיה השוטפות של החברה והשקעותיה. לרוב, חברות הולכה תחת רגולציה, פועלות תחת אחד ממנגנוני התעריפים שלהלן: (1) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות בטרם ביצוען; (2) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות, לרבות שיעור רווח מסוים (Cost-plus); (3) כיסוי מלא של עלויות והשקעות הוניות, בכפוף לקביעת תמריצים כלכליים לעמידה ביעדים, על בסיס הערכה וניתוח העלויות השונות, בהשוואה למקובל בעולם (Benchmark). במילים אחרות, בחינה זו אומדת את מידת רצונו⁴ של הרגולטור למתן את הסיכון הכרוך בתגודתיות ובאי-הוודאות בקשר עם עלויות התפעול וההשקעות ההוניות שהחברה תישא בהן. חברות המתאפיינות בגמישות מלאה בקביעת התעריף, במסגרת הרגולציה, באופן המעניק כיסוי עלויות תפעול, השקעות הוניות והשגת רווח בהווה ובעתיד ללא מגבלה, ידורגו בחלק הגבוה

⁴ נציין, כי יכולתו של הרגולטור להעניק את תמיכתו לחברה נבחנת ע"י תת-פרמטר א'.

בפרמטר זה. כלומר, ככול שהחברה תפעל תחת רגולציה מוסדרת וברורה יותר אשר תומכת בכיסוי עלויות התפעול, השקעות הוניות והשגת רווח, כך תדורג החברה גבוה יותר בפרמטר זה.

ד. סיכון הכנסות - פרמטר זה בוחן את המכניזם, לפיו נקבעת הכנסת החברה, בהתאם לנוסחת התעריף. במסגרת בחינת מנגנון ההכנסות, והשפעתו על הכנסות החברה, ייבחן שיעור ההכנסות של החברה התלוי בהיקף הולכת חשמל/גז טבעי בפועל, והתנודתיות בהיקפי ההולכה. ככלל, ההנחה בבסיס המתודולוגיה הינה כי, התנודתיות בהכנסות תפחת הודות לפיזור באזורי הפעילות. עם זאת, חברות אשר הכנסותיהן אינן תלויות בסך החשמל/גז הטבעי המוזרם בפועל, כלומר, מנגנון תעריף המושת במלואו או כמעט במלואו על רכיב קיבולת, ידורגו גבוה יותר בפרמטר זה.

3. יעילות ועמידה בביצועים

משתנה זה מבקש לבחון את הביצועים התפעוליים של החברות, אל מול דרישות המסגרת הרגולטורית בה הן פועלות, ולנתח את החשיפות בהיבט זה. הגידול המתמשך בצריכת אנרגיה בעולם כשלצידה מודעות סביבתית עמוקה, מובילה להשקעות הוניות משמעותיות הקשורות בחיבור תחנות כוח חדשות ובשיפור התשתית הקיימת. השקעות הוניות אלו מהוות מרכיב משמעותי קבוע במודל העסקי של החברות. לרוב, קיימת קורלציה בין היקף השקעות ההוניות הנדרשות של החברות למידת המורכבות של השקעות אלו, בפרט כשמדובר בגידול משמעותי בקיבולת או בפרויקטים בעלי מורכבות טכנולוגית. ככל שתוכנית ההשקעות מורכבת יותר, כך ההסתברות לעיכובים בביצועה, תוך גידול בעלויות, גבוהה יותר. ההכנסות הצפויות מהשקעות ברשת ההולכה, לא יכסו בהכרח חריגה בעלויות ההקמה של הפרויקטים השונים המרכיבים את הרשת. כיסוי העלויות החריגות תלוי בעיקר במסגרת הרגולטורית בה פועלות חברות אלו.

סיכוי יעילות ועמידה בביצועים נבחנים באמצעות 2 פרמטרים עיקריים:

- א. יעילות ניהול עלויות** - בקטגוריה זו נבחנת יכולת החברה לעמוד ביעדי יעילות שונים, על בסיס בר-קיימא, הן בהיבט הוצאות התפעול וההשקעות ההוניות והן בהיבט ניהול העלויות השוטפות. הבדיקה על בסיס בר-קיימא הינו בעל חשיבות, וזאת, כיוון שביצועים העולים על הצפוי בטווח הקצר, אינם צפויים לשפר מהותית את מצבה הפיננסי של חברת הולכה תחת רגולציה בטווח הארוך⁵. יש לציין, כי בקטגוריה זו נבחנת יעילות ניהול העלויות של החברות ולא יעילותן התפעולית, המוגדרת, לרוב, במסגרת תנאי רישיון/זיכיון החברות. חברות אשר יעמדו ביעדי ניהול עלויות שוטפות בהתאם להנחות הרגולטור, על בסיס בר-קיימא, ידורגו בחלק הגבוה בקטגוריה זו.
- ב. היקף ומורכבות תכנית ההשקעות** - משתנה זה בוחן את תכנית ההשקעות של חברות, הן בהיבט היקפן, ביחס לסך הנכסים של החברה⁶, והן בהיבט מורכבות ההשקעות, כאשר מורכבות ההשקעות נבחנת עפ"י: (1) מורכבות ההקמה; (2) מורכבות טכנולוגית (לדוגמא, הקמת פרויקטים בלב-ים); (3) היקף ההשקעות המורכבות מסך תכנית ההשקעות של החברה. חברות המתאפיינות ביחס נמוך בין היקף תכנית ההשקעות לסך הרכוש הקבוע או סך הרכוש הקבוע הרגולטורי, ידורגו גבוה יותר בקטגוריה זו.

4. יציבות המודל העסקי ומבנה המימון

חברות הולכה תחת רגולציה מתאפיינות, לרוב, בתזרים מזומנים גבוה ויציב מפעילות, המשמש, בין היתר, לפירעון חוב לטווח ארוך, ולביצוע השקעות הוניות הקשורות לפעילותן. מימון החוב לטווח ארוך הינו מהותי למבנה הון יעיל של חברות בבעלות פרטית. עם זאת, המוטיבציה של חברות בבעלות פרטית להשגת תשואה לבעלי המניות, עלולה להוביל לגידול

⁵ ביצועים טובים מהצפוי בטווח הקצר, נבחנים במסגרת הניתוח הכמותי של המתודולוגיה (לפירוט, ראה פרק 5).
⁶ יחושב כיחס מסך הרכוש הקבוע או סך רכוש קבוע רגולטורי (Regulatory Asset Value) כפי שרשמו במאזן החברות.

ברמת המינוף (לעומת חברות בבעלות המדינה, בהן לרוב, הלחץ לדיבידנדים נמוך יותר). בנוסף, ביצוע השקעות שאינן קשורות בפעילות הליבה של החברות (פרטיות/בבעלות מדינה), עלול להוביל לפגיעה בתזרים המזומנים של חברות אלו או להגביר את תנודתיותן. לפיכך, מבנה המינוף, לרבות המגבלות בגין מינוף והשקעות בחברות מחוץ לפעילות הליבה שלהן (מגבלות רגולטוריות או חוזיות מול המממנים), הינן מהותיות לניתוח סיכון האשראי. במסגרת הדירוג נלקח בחשבון כי, לרוב, הגדלת המינוף וביצוע השקעות שאינן מוגדרות בפעילות הליבה של חברות בבעלות המדינה, מוגבלות עפ"י חוק ואינן נמצאות במסגרת קבלת ההחלטות העצמאית של החברה. במסגרת המתודולוגיה, נבחנת הסבירות לכך שחברה תבצע פעולות שונות, בהווה או בעתיד, שעשויות לפגוע בתזרים המזומנים שלה ומכאן, להוביל לפגיעה בנושים. יציבות המודל העסקי ומבנה המינוף נבחנים באמצעות 3 פרמטרים עיקריים:

- א. יכולת ורצון לבצע פעילויות עסקיות נוספות** - קטגוריה זו בוחנת האם קיימות מגבלות מהותיות על ההחלטות העסקיות של הנהלת החברות בקשר עם השקעות שאינן בליבת פעילותן, העלולות להוביל לגידול בסיכון האשראי. במסגרת זו, נעשית בחינה לגבי אופן חלוקת תזרים המזומנים העתידי של חברות אלו בין התזרים המופנה לפירעון חוב לבין התזרים המופנה להשקעות מוטות תשואה. דירוג גבוה בקטגוריה זו יינתן לחברות אשר קיים לגביהן איסור על עיסוק בפעילויות נוספות, מעבר לפעילות הליבה שלהן, המוגדר במסגרת: (1) זיכיון/רישיון; (2) חקיקה; (3) הסכמים קיימים (הסכם עם ממשלה); (4) התניות מפורשות המפורטות בהסכמי מימון.
- ב. יכולת ורצון להגדלת מינוף** - בקטגוריה זו נבחנת הסבירות לכך שחברה תשנה את מבנה ההון הקיים, בהתבסס על יכולת קבלת ההחלטות העצמאית הנתונה לה, התוכנית האסטרטגית שבבסיס פעילותה העסקית, ועל בסיס פעולותיה בעבר (Track-Record). דירוג גבוה בקטגוריה זו יינתן לחברות אשר קיים לגביהן איסור גיוס חוב המוביל להגדלת המינוף, המעוגן בהסכמים, חקיקה או מסגרת רגולטורית. לעומתן, דירוג נמוך יותר יינתן לחברות המוגבלות חלקית, בהיבט זה, באמצעות התניות פיננסיות המפורטות בהסכמי המינוף. חברות אשר לא קיימת לגביהן מגבלה מפורשת בקשר עם רמת המינוף ידורגו נמוך.
- ג. יעד היקף הרווח התפעולי מפעילות שאינה תחת רגולציה** - קטגוריה זו בוחנת את עומק ההשפעה של פעילות בסיכון עסקי גבוה יחסית, על הביצועים הפיננסיים של החברות. התשואה לבעלי המניות עשויה להיות גבוהה יותר כפועל יוצא מהשקעה בפעילויות עסקיות שאינן מוגדרות בפעילות הליבה תחת רגולציה. עם זאת, לצד התשואה הגבוהה יותר, פרופיל סיכון גבוה יחסית, מרע את סיכון האשראי של החברה. דירוג גבוה יותר בקטגוריה זו יינתן לחברות האסורות בביצוע השקעות מחוץ לפעילות הליבה תחת רגולציה, המעוגן ב: (1) מסגרת רגולטורית; (2) החלטות סטטוטוריות; (3) מגבלות חוזיות. לעומת זאת, במידה ולא קיים איסור מפורש כמפורט לעיל, החברות ידורגו נמוך יותר, בהתאם להערכתן בהיבט "התיאבון לסיכון". הערכת "התיאבון לסיכון" נאמדת בהתאם ליחס בין הרווח התפעולי הצפוי לחברה שאיננו מפעילויות ליבה לסך הרווח התפעולי הצפוי לה (בהתאם לתחזיות החברה ויעדיה).

5. ניתוח יחסים פיננסיים

במסגרת בחינת שלושת הפרמטרים שפורטו לעיל, נבחנו החוזקות והחולשות של החברות, בהינתן בסיס הפעילות העסקית והמדיניות הפיננסית. המשתנה הרביעי בוחן את היחסים הפיננסיים השונים של החברות, כפי שמשקפים בביצועי עבר ובתחזיות הכלכליות העתידיות. במסגרת בחינת היחסים הפיננסיים של החברות, נבחנים: (1) יכולת החברה לשירות החוב הפיננסי, לרבות היקף החוב הפיננסי ביחס לחברות אחרות; (2) יחסי מינוף, הבוחנים את יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי; (3) יחסי כיסוי, המתמקדים בבחינת יכולת החברה לפירעון הריבית של החוב הפיננסי, בטרם פירעון קרן. איתנות כלכלית, נזילות וניתוח כמותי נבחנים באמצעות היחסים הפיננסיים שלהן (היחסים מחושבים לפי ממוצע של מספר שנים):

- א. יחס FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית-** המונה ביחס זה מורכב מ FFO (סך תזרים המזומנים מפעילות שוטפת (CFO) בניכוי שינויים בהון החוזר) והוצאות ריבית- במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית התזרימיות של החברות. המכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית התזרימיות. יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות מימונה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הוניות משמעותיות וגיוסי חוב.
- ב. יחס חוב פיננסי, לסך רכוש קבוע/רכוש קבוע רגולטורי (RAV)-** המונה ביחס זה מורכב מסך החוב הפיננסי של החברה, לרבות התאמות (לדוגמא, הסכמי חכירה), והמכנה מורכב מסך רכוש קבוע או רכוש קבוע רגולטורי RAV. יחס זה משמש לבחינת רמת המינוף של חברות הולכה תחת רגולציה. היקף החוב הפיננסי של החברות נאמד ביחס להיקף רכוש קבוע או RAV, במידה והוגדר כך במסגרת הדוחות הכספיים של החברות. ה- RAV מהווה את בסיס ההון לחישוב מרכיב התשואה המאושר ע"י הרגולטור ולמעשה, משקף את תזרים המזומנים המהוון של חברת הולכה תחת רגולציה (בהתאם לשיעור ההיוון שאושר ע"י הרגולטור). המכנה ביחס זה מורכב מהיקף ה- RAV במאזן החברה או סך הרכוש הקבוע, לפי העניין.
- ג. יחס FFO לחוב הפיננסי:** המונה ביחס זה מורכב מה- FFO, והמכנה מורכב מהחוב הפיננסי. יחס זה נועד לבטא את היקף תזרים מזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים. בסביבה ענפית מוטת מינוף גבוה, יחס זה מאפשר להשוות רמות מינוף בין חברות שונות בענף.
- ד. יחס תזרים מזומנים פנוי (RCF) להשקעות הוניות (CAPEX)-** המונה של יחס נלקח בחשבון ה- FFO בניכוי תשלום דיבידנדים, ובמכנה נלקח בחשבון כלל ההשקעות הוניות של החברה. יחס זה בוחן את יכולת החברות לממן את ההשקעות הוניות המתוכננות באופן עצמאי. במסגרת המתודולוגיה, גמישות פיננסית המתאפיינת בתוכנית השקעות מצומצמת, שמימונה מתאפשר באמצעות תזרים המזומנים שהחברה מייצרת, הינו חיובי לדירוג. בנוסף, מימון השקעות הוניות באמצעות תזרים מזומנים מפעילות בלבד, מאפשר לחברות להתמודד עם שינויים רגולטורים עתידיים בצורה טובה יותר.

6. היבטים נוספים הנלקחים בחשבון בדירוג

חברות הולכה תחת רגולציה ממומנות באופן שונה אחת מהשנייה. בענף התשתיות בכלל, ובענף חברות ההולכה תחת רגולציה בפרט, הגנות מובנות עשויות לספק הגנה משמעותית לנושים, ומהוות מקור להעלאת הדירוג בהשוואה לנושים אשר אינם מוגנים ע"י הגנות אלו. במתודולוגיה זו, נעשה שימוש בהגנות מובנות שמופו ע"י Moody's בעבר, ושימוש במתודולוגיות דירוג נוספות. להלן סוגי ההגנות העיקריים:

- א. סיכון אירוע אשראי-** במסגרת זו נבחנות התניות המקיימות מגבלות שונות על החברה, בין היתר: (1) מגבלות בקשר עם פעילות עסקית שאינה בתחום הליבה; (2) מגבלות בקשר עם רכישת/מכירת חברות; (3) מגבלות על השקעות; (4) מגבלות בקשר עם גיוס חוב נוסף. יש לציין, כי לרוב, במימון פרויקטים, משולב מנגנון הפרדה משפטי-כלכלי מלא (Ring Fencing) המיועד להפריד את סיכון האשראי של הפרויקט מחברת האם. הפרדה מסוג זה מאפשרת הגדרה מדויקת של סיכונים האשראי של הפרויקטים השונים, ועשויה להשפיע מהותית על דירוג החוב של החברות.
- ב. מבנה החוב והגנות מפני קשיי נזילות-** במסגרת זו נבחנות הגנות מובנות בקשר עם סיכונים פיננסיים כגון: נזילות, שיעור ריבית החוב וסיכון מימון מחדש. לרוב, הגנות מובנות בקשר עם סיכונים אלו יכללו: (1) קרנות ביטחון מיועדות לכיסוי עלויות מוגדרות; (2) קרנות ביטחון לגישור על פערי עיתוי, למשל עבור הוצאות תפעול ותחזוקה; (3) מתווה חוב נפרע לשיעורין (לעומת הלוואת בלון); (4) מדיניות גידור שע"ח/ריבית.

מסמך זה סוקר את המתודולוגיה לדירוג חברות הולכת חשמל וגז טבעי אשר ליבת פעילותן הינה הולכת חשמל או גז טבעי, ללא מכירה ללקוחות קצה, החל מפירוט ארבעת המשתנים עיקריים: (1) המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה ומודל הבעלות על הנכס; (2) סיכוני יעילות ועמידה בביצועים; (3) יציבות המודל העסקי ומבנה המימון; (4) יחסים פיננסיים וניתוחים כלכליים אחרים, וכן אופן כימותם וחישובם, וכלה בהתאמת המתודולוגיה הבינלאומית של Moody's לשוק המקומי בישראל. המתודולוגיה המוצגת במסמך זה נועדה ליצור ולהגדיר תהליך דירוג אחוד וסדור בכל הנוגע לדירוג חברות הולכת חשמל וגז טבעי במדינת ישראל.

במסגרת סקירת המתודולוגיה, ניתן לראות כי קיימת שונות מסוימת בקביעת הדירוג המקומי לחברות הולכת חשמל וגז טבעי תחת רגולציה לעומת הדירוג הבינלאומי שניתן ע"י Moody's. בראש ובראשונה, במסגרת הדירוג המקומי במתודולוגיה זו, נעשית השוואה לחברות תשתית אחרות במדינת ישראל, במסגרת בחינת יציבות ויכולת חיזוי המסגרת הרגולטורית, כיוסי עלויות והשקעות וסיכון הכנסות. לעומת זאת, במסגרת הדירוג הבינלאומי של Moody's נעשית השוואה בינלאומית לחברות הולכת חשמל וגז טבעי תחת רגולציה, בכלל הפרמטרים הנבחים במסגרת המתודולוגיה, במדינות שונות. בקביעת הדירוג המקומי נבחן משך הזמן בו קיימת המסגרת הרגולטורית, שקיפותה בקשר עם מועדי עדכון התעריף והאם בוצעו בהיקף ובמועד שנקבע, וכן זהות האינטרסים בין הרגולטור לחברות. עוד נלקח בחשבון מחלוקות מהותיות מול הרגולטור, אם ישנן, בהיבטי מקצועיות, שקיפות ועדכון תעריף, בהתאם לצורך ובמועד. במסגרת הדירוג המקומי נבחן הסיכון בכך שבעלות על הנכסים המשמשים להפעלת רשת ההולכה אינם בבעלותה הישירה אל מול הצהרות הרגולטור.

יכולת החיזוי והתמיכה של המסגרת הרגולטורית הינה גורם מהותי בניתוח סיכוני האשראי. חברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו, לרוב, מתפקדות כמונופול טבעי⁷ עבור שירותי הולכה וחלוקה של חשמל וגז טבעי. חברות אלו פועלות, בדרך כלל, תחת מסגרת רגולטורית מוסדרת. מעורבות הרגולטור הינה מאפיין מהותי המבדיל בין חברות אליהן מתייחסת מתודולוגיה זו וחברות אחרות הפועלות בתנאי שוק חופשי.

היעילות והעמידה ביעדים נבחים על בסיס הביצועים התפעוליים של החברות, אל מול דרישות הרגולטור. חברות אשר פועלות בתחום הולכת חשמל וגז טבעי מאופיינות בתכניות השקעה ענפות ומורכבות. לאור האמור, נלקח בחשבון גובה חשיפתן של החברות בכול הקשור לבצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות, אל מול מנגנון קביעת תעריף הולכה, לרבות הכרה בעלויות בצ"מ בפועל, הנהלה מקצועית ושימוש ביועצים מומחים בתחום ועוד.

מבנה המימון, לרבות המגבלות בגין מינוף והשקעות בחברות מחוץ לפעילות הליבה שלהן (מגבלות רגולטוריות או חוזיות מול המממנים), הינן מהותיות לניתוח סיכון האשראי. יש לבחון את תחום פעילות חברת ההולכה- הקמה ותפעול תשתית ההולכה או שמא פעילויות נוספות אשר אינה פעילות הליבה של החברה, אשר מוגדר, מפורט ומעוגן ברישיון אשר מתקבל ממדינת ישראל. כמו כן, יש לבחון את רמת המינוף של החברה, וכן אופן אישור הגדלת המינוף הקיים. כלומר, האם מעוגן בהסכם/רישיון/חקיקה אל מול החברה כי הגדלת מינוף החברה כפופה לאישור משרדי הממשלה.

בחינת דירוג האשראי של החברות בוחן את היחסים הפיננסיים השונים של החברות, כפי שמשקפים בביצועי עבר ובתחזיות הכלכליות העתידיות במטרה לבחון את האיתנות הכלכלית והנזילות של החברות. בנוסף, נבחנות הגנות מובנות בבסיס המימון של החברות; הגנות מובנות עשויות לספק הגנה משמעותית לנושים, ומהוות מקור להעלאת הדירוג בהשוואה לנושים אשר אינם מוגנים ע"י הגנות אלו.

⁷ המונופול הטבעי מתייחס לרשת ההולכה.

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 במישרין 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 מנפיק, 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