Maalot
S&P Global Ratings

רכבת ישראל בע"מ

2 במרץ 2023

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+'; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

קורן יום טוב, רמת גן, 972-3-7539742 koren.yom.tov@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

Stefania Belisario, מדריד, 34-91-4233193 stefania.belisario@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....2
תחזית הדירוג....3
התרחיש השלילי....4
התרחיש החיובי....4
תיאור החברה....4
תרחיש הבסיס....4
נזילות....5
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן....5
התאמות לדירוג....6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים....6
רשימת דירוגים....7

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+'; התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- פרופיל הסיכון הפיננסי של רכבת ישראל בע"מ ("החברה") צפוי להישאר ברמה ההולמת את הדירוג. אנו צופים שיפור הדרגתי ביחסים הפיננסיים עקב יישום הסכם ההפעלה שצפוי להיחתם עם הממשלה לשנים 2022-2026, ושצפוי לכלול כיסוי טוב יותר של הוצאות החברה, ובכך להביא בהדרגה את תחום המטען לאיזון תפעולי בשנת 2026. במקביל, החתימה על הסכם שכר קיבוצי צפויה לצמצם שביתות עובדים ולהביא ליציבות תפעולית.
- הערכתנו לגבי הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן נותרה ללא שינוי ונתמכת, בין היתר, בגידול של 14% בהכנסות מדמי הפעלה (סובסידיות) שקיבלה החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2022 בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2021.
- מספר הנוסעים ב-2023 צפוי לשוב לרמתו טרום מגפת הקורונה, כ-70 מיליון נסיעות בשנה (לעומת 53.5 מיליון ב-2022). במקביל תמשיך החברה לבצע השקעות בפיתוח רשת הרכבות ובחשמול הקווים.
- הערכתנו את נזילות החברה נותרה 'פחות מהולמת'. הסובסידיות מחושבות כך שכל ההוצאות וההשקעות השוטפות של החברה מכוסות, אך מותירות אותה עם מרווח נמוך, כך שהיא אינה מגיעה ליחס של יותר מ-1.2x בין מקורות לשימושים.
- ב-2 במרץ 2023 אשררנו את הדירוג 'ilAA+' לרכבת ישראל בע"מ, חברת הרכבות הלאומית של ישראל.
- התחזית היציבה משקפת את השקפתנו כי החברה תמשיך לקבל תמיכה שוטפת מהממשלה כמשתקף בהסכמי ההפעלה והפיתוח הקיימים והעתידיים, ותמשיך להציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

ב-2022 חלה התאוששות במספר הנוסעים לאחר מגפת הקורונה בשנים 2020-2021. בתשעת החודשים הראשונים של 2022 הסתכם מספר נוסעי הרכבת בכ-38.8 מיליון, לעומת כ-22.7 מיליון בתקופה המקבילה ב-2021, גידול של כ-71%. כתוצאה מכך עלו ההכנסות מתחום הנוסעים בכ-8%, לכ-219 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של 2022 לעומת כ-203 מיליון ₪ בתקופה המקבילה ב-2021. אנו מניחים שמספר הנוסעים ימשיך להתאושש ב-2023, ויגיע לרמתו שלפני המגפה. בנוסף, התמיכה הממשלתית נמשכה באמצעות הכנסות מדמי הפעלה המשקפות את הסובסידיה השוטפת. הכנסות אלו גדלו בכ-14%, לכ-1.755 מיליארד ₪ בתשעת החודשים הראשונים של 2022 לעומת כ-1.54 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה ב-2021.

אנו מניחים כי היחסים הפיננסיים של החברה ישתפרו משנת 2023 בשל הסכם ההפעלה החדש לשנים 2022-2026, שצפוי להיחתם עם הממשלה עד מרץ 2023. בעקבות יישום ההסכם החדש צפויה החברה

ליהנות מסבסוד שיכסה את הוצאותיה השוטפות בצורה טובה יותר, תוך שמירה על מרווח EBITDA גבוה מבעבר. בעקבות הנפקת האג"ח ב-2015, חתמה הממשלה עם החברה על הסכם הקובע כי הסבסוד יינתן בשיעור שישמור על מרווח EBITDA של כ-4% לעומת 2% בעבר, אך המרווח בפועל מעולם לא הגיע ל-4%, בעיקר בשל הפסדים בתחום המטענים. ההסכם החדש צפוי לשנות את אופן חישוב הסובסידיות ולתת תמיכה נוספת לתחום המטענים, והוגדר כפתרון להפחתת העומס על הכבישים, בעיקר כתחליף למשאיות. בתחזיתנו אנו מניחים כי המרווח יגדל לכ-2% בשנים הקרובות, בתנאי שההסכם החדש יבוצע ושתחום המטענים יוכל להשתפר בהדרגה ולהגיע לאיזון עד 2026. לכך יש להוסיף חתימה על הסכם שכר חדש ל-4.5 שנים הצפוי לצמצם שביתות ולשמור על יציבות תפעולית.

הדירוג משקף את הערכתנו לגבי מעמדה המונופוליסטי של רכבת ישראל בענף הרכבות המקומי. החברה היא היחידה הפועלת בתחום הסעות הנוסעים הבינעירוניות ברכבת, ויש לה תפקיד הולך וגדל בתחבורה הציבורית בישראל ובהפחתת העומס בכבישים. הדירוג משקף גם את חבילת התמיכה הממשלתית השוטפת המגובה בהסכם ההפעלה והפיתוח עם המדינה, המאפשרת להערכתנו החזר עלויות הפיתוח והסעת הנוסעים במסגרת זמנים טובה יחסית. עם זאת, החברה מיישמת בימים אלה תוכנית פיתוח שאפתנית, הן בתחום התשתיות והן בתחום השירות, המאתגרת אותה לעמוד ביעדים שהציבה לעצמה כדי לזכות במלוא התשלומים הממשלתיים.

פרופיל הסיכון העסקי נתמך בחוזקות המפורטות לעיל, לרבות התמיכה השוטפת של המדינה. הפרופיל העסקי משקף גם את אזור השירות של החברה, הממוקד במרכז הארץ, ואת חשיבות השירות שהיא מספקת, בעיקר לאוכלוסיות כגון כוחות הביטחון וסטודנטים. הרכבת מחברת את אזורי הספר למוקדי התעסוקה בשלושת המטרופולינים המרכזיים בישראל ומאפשרת נסיעה בין-עירונית מהירה יותר מכלי תחבורה אחרים. עם יישום תכנית הפיתוח, אנו צופים כי יתרון זה יגדל.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את דעתנו כי החברה תצליח ליישם את תרחיש הבסיס שלנו לאור מחויבותה של הממשלה לתמיכה שוטפת, המתבטאת בהסכם ההפעלה החדש לשנים 2022-2026 שעומד להיחתם במרץ 2023 ושצפוי לתמוך ביחסים הפיננסיים של החברה, וכן את הערכתנו לסבירות גבוהה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן במקרה הצורך.

בתחזיותינו אנו מביאים בחשבון השפעות מסוימות של תמיכה זו על ההון החוזר, כגון פערי תזמון בין תשלום הוצאות הוניות לבין קבלת המענקים הממשלתיים בגין תשלומים אלו, ואת האתגרים הטכניים והבירוקרטיים שהחברה עשויה להיתקל בהם בשל התלות שלה בתמיכה זו. התחזית משקפת גם את האיזון בין ציפיותינו מביצועי החברה לבין האתגרים התפעוליים העומדים בפניה.

התרחיש השלילי

הסיכונים העיקריים שעשויים להוביל לפעולת דירוג שלילית הם:

- שינוי בהערכתנו לגבי תמיכה ממשלתית יוצאת דופן. לדוגמה, אם ההסכם החדש לא יוכל לתמוך ב-EBITDA שחזינו או בביצועי תחום המטענים.
- פעולת דירוג שלילית על מדינת ישראל.
- הרעה בנזילות החברה.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג אינה סבירה בהתחשב בנזילות הפחות מהולמת בשל מבנה הסובסידיה השומר על מרווח נמוך והיעדר שיפור במדדים הפיננסיים.

תיאור החברה

רכבת ישראל היא חברה ממשלתית הפועלת בתחום התחבורה ברכבת בארץ כמונופול באינטגרציה אנכית. נכון לסוף 2022, החברה מחזיקה, מפתחת ומתחזקת מסילות נוסעים באורך כולל של כ-1,547 קילומטרים, 67 תחנות נוסעים ו-10 מסופי מטענים. על תשתית זו מפעילה החברה 16 קווי נוסעים ומסיעה מדי שנה כ-53.5 מיליון נוסעים וכ-7 מיליון טון מטענים. החברה נתמכת בסובסידיה שוטפת של המדינה המהווה כ-80% מהכנסותיה הכלליות, ומקבלת תמיכה מלאה בהשקעות הון בפיתוח תשתיות.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- גידול בהכנסות של כ-11% ב-2022, 8% ב-2023 וללא שינוי ב-2024. הגידול משקף את חזרת מספר הנוסעים לרמות טרום המגפה וכן את הגדלת הסבסוד בעקבות חתימת הסכם התפעול החדש לשנים 2022-2026.
- גידול בהוצאות השכר עקב חתימה על הסכם שכר חדש, שהחברה תישא בחלק ממנו. ועלייה בהוצאות המימון עקב הנפקת חוב חדש בסך 70 מיליון ₪ ב-2023 למימון פרויקט כרמיאל, פרויקט הקמת בניין למסחר ומשרדים והוצאות הוניות של כ-5-7 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2022-2024, בהתאם לתוכנית ההשקעות של החברה.
- תשלומים ממשלתיים המכסים את ההשקעות בהתאם להסכם ההפעלה והפיתוח.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- אנו מניחים שהחברה תוכל לשמור על יחס FFO (funds from operations) לחוב מותאם של לפחות 23% בממוצע בשנים 2023-2024.

נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כ"פחות מהולמת" ואיננו צופים שיפור בכך בעתיד הקרוב. אנו מעריכים כי גם לאחר יישום הסכם המסגרת החדש עם המדינה, החברה תמשיך לפעול באותה רמת נזילות וזאת בשל מנגנון סבסוד המכסה את הוצאות החברה במרווח קטן. אנו צופים שהיחס בין מקורות החברה לשימושיה יישאר נמוך מ-1.2x.

בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו אנו מניחים מימוש של תוכנית ההשקעות של החברה ב-2023 כנגד תשלומי הממשלה (למעט פרויקט כרמיאל שימומן בנפרד באמצעות הנפקת חוב חדש). איננו צופים כי החברה תפחית את השקעותיה כל עוד יש אישור ומימון ממשלתיים לביצוע ההשקעות.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהמקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2023 הם:

- מזומנים והשקעות פיננסיות סחירות בהיקף של כ-144 מיליון ₪.
- FFO של כ-53.48 מיליון ₪
- תשלומים ממשלתיים בגין השקעות בסך של כ-4.97 מיליארד ₪.

הנחותינו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן כדלקמן:

- תשלומים בגין השקעות בסך כולל של כ-4.89 מיליארד ₪.
- תשלום חלויות חוב בסך כ-10.8 מיליון ₪.
- הון חוזר שלילי בסך כ-30 מיליון ₪.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מעריכים שקיימת סבירות גבוהה שמדינת ישראל תספק לרכבת ישראל תמיכה יוצאת דופן מספיקה ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית.

בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות עם זיקה ממשלתית, אנו מבססים את דעתנו זאת על הערכתנו כי רכבת ישראל:

- חשובה לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי, החשיבות הגוברת שלה כאמצעי להסעת המונים ולקישור בין הפריפריה לבין המרכז וההשקעה הממשלתית הגדולה הצפויה בחברה בשנים הקרובות.
- בעלת קשר חזק מאוד עם מדינת ישראל, המחזיקה בבעלות מלאה בחברה ומפקחת באופן הדוק על תוכניות הפיתוח שלה ועל הביצועים התפעוליים השוטפים שלה.

להערכתנו לא צפויה הפרטה של הרכבת בטווח המיידי. אנו עשויים לשנות את הערכתנו לגבי תמיכה ממשלתית יוצאת דופן אם המדינה תנקוט הליך הפרטה שישנה את הערכתנו לגבי חשיבותה של החברה

לכלכלה או הקשר שלה למדינה או הקשר שלה למדינה או אם ניווכח בהיחלשות של התמיכה הממשלתית השוטפת.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: פחות מהולמת

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- 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: 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

רכבת ישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA+\Stable	26/02/2015	24/02/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ג	ilAA+	13/06/2021	24/02/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מרץ 04, 2019	ilAA+\Stable		
מרץ 02, 2017	ilAA+\Positive		
פברואר 26, 2015	ilAA+\Stable		
פברואר 20, 2015	ilAA+\Negative		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	09:40 02/03/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:40 02/03/2023		
יוזם 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 ישמש 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 האיכות 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.

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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.