Maalot
S&P Global Ratings

# רכבת ישראל בע"מ

**14 במרץ 2024**

## אשרור דירוג

## אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית יציבה


**אנליסט אשראי ראשי:**

קורן יום טוב, 972-3-753972 koren.yom.tov@spglobal.com

**איש קשר נוסף:**

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgani.silishtian@spglobal.com


## תוכן עניינים


תמצית ..... 3
תחזית הדירוג ..... 4
התרחיש החיובי ..... 4
התרחיש השלילי ..... 4
תרחיש הבסיס ..... 4
הנחות עיקריות ..... 4
יחסים עיקריים ..... 5
תיאור החברה ..... 5
הפרופיל העסקי ..... 5
הפרופיל הפיננסי ..... 6
נזילות ..... 7
חלויות חוב לפי דוח מאוחד ..... 8
ניתוח התניות ..... 8
התאמות לדירוג ..... 8
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי ..... 9
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן 9
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות ..... 9

התאמות לדיווח הכספי ..... 10
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 10
רשימת דירוגים ..... 10

## אשרור דירוג

# אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית יציבה

**תמצית**

| חוזקות עיקריות | סיכונים עיקריים |
|---|---|
| • מעמד מונופוליסטי בענף הרכבות בישראל.<br>• תמיכה ממשלתית שוטפת באמצעות סובסידיה המגובה בהסכם הפעלה ופיתוח.<br>• סבירות גבוהה לתמיכה יוצאת דופן ממדינת ישראל.<br>• צפי ליציבות תפעולית ושיפור בתזרים המזומנים בעקבות יישום הסכם פיתוח והפעלה מול מדינת ישראל.<br>• צפי לרמת מינוף נמוכה מאוד בשנתיים הקרובות. | • נזילות פחות מהולמת בשל מנגנון סבסוד המכסה את הוצאות החברה במרווח קטן.<br>• תוצאות תפעוליות חלשות בתחום המטענים.<br>• בסיס EBITDA מוגבל, שעשוי להוביל לתנודתיות ביחסים הפיננסיים.<br>• ירידה בדירוג מדינת ישראל עשויה להפעיל לחץ שלילי על דירוג החברה. |

**ב-2023 המשיכה רכבת ישראל בע"מ ("רכבת ישראל" או "החברה") להציג התאוששות במספר הנוסעים.** מספר הנסיעות עלה לכ-60.4 מיליון מכ-54.7 מיליון ב-2022, בהמשך לעלייה בהשוואה לתקופת הקורונה בשנים 2021-2020 (כ-24.1 מיליון וכ-35 מיליון, בהתאמה). להערכתנו מספר הנוסעים ימשיך לעלות ב-2025-2024, ואף יגיע לרמה גבוהה מזו שלפני המגפה, בעיקר כתוצאה מהשקעות שמבצעת הרכבת בהוספת קווים חדשים. התמיכה הממשלתית נמשכה בהתאם לציפיותינו, כך שהחברה קיבלה הכנסות מדמי הפעלה המשקפות את הסובסידיה השוטפת.

**החתימה על הסכם הפיתוח וההפעלה החדש ועל הסכם השכר הקיבוצי צפויה לתמוך בביצועים התפעוליים והפיננסיים של החברה.** במאי 2023 חתמה החברה עם מדינת ישראל על הסכם הפיתוח וההפעלה לשנים 2026-2022. בעקבות יישום ההסכם החדש צפויה רכבת ישראל ליהנות מסבסוד שיכסה את הוצאותיה השוטפות בצורה טובה יותר, תוך שמירה על רווחיות גבוהה מבעבר. ההסכם החדש צפוי לשנות את אופן חישוב הסובסידיות ולתת תמיכה נוספת לתחום המטענים, שהוגדר כאמצעי להפחתת העומס על הכבישים, בעיקר כתחליף למשאיות, ואף כולל תמריצים להסעת מטענים באזורי גודש. בנוסף, בפברואר 2023 חתמה החברה על הסכם שכר קיבוצי ל-4.5 שנים, מה שצפוי לצמצם שביתות ולתמוך בשמירה על יציבות תפעולית.

**אנו מעריכים כי החברה תמשיך ליישם תוכנית השקעות שאפתנית, הצפויה לגדול כחלק מהסכם הפיתוח וההפעלה.** אנו מעריכים כי היקף ההשקעות השנתי יגדל מכ-3.7-4.1 מיליארד ₪ ב-2022-2023 לכ-5.4-6.8 מיליארד ₪ בשנים 2025-2024. הפרויקטים המהותיים הצפויים ליישום ב-2024 הם פרויקט החשמול, רכישת

קרונות חדשים, מסילת 431 והמסילה המזרחית. אנו צופים כי הסכם ההפעלה החדש יאפשר לחברה לקבל כיסוי מלא של תוכנית ההשקעות באמצעות הסובסידיה, ללא פערי עיתוי משמעותיים.

## תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12-24 החודשים הקרובים תציג רכבת ישראל ביצועים תפעוליים ופיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו. זאת לאור מחויבותה של הממשלה לתמיכה שוטפת, המתבטאת בהסכם הפיתוח וההפעלה החדש לשנים 2022-2026, הצפוי לתמוך ביחסים הפיננסיים של החברה. הערכתנו משקפת גם את האיזון בין הביצועים הצפויים של החברה לבין האתגרים התפעוליים העומדים בפניה. כמו כן, התחזית היציבה משקפת את הערכתנו לסבירות גבוהה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן במקרה הצורך.

**התרחיש החיובי**

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תיישם בהצלחה ולאורך זמן את הסכם הפיתוח וההפעלה ותקבל את תשלומי הסובסידיה ללא פערי זמן משמעותיים, כך שיחסי המינוף ימשיכו להצביע על סיכון פיננסי מינימלי. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור ברווחיות לאורך זמן, תוך שמירה על רמת התמיכה הקיימת מהממשלה, ובכפוף להתמתנות הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים בישראל.

**התרחיש השלילי**

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם תשתנה הערכתנו לגבי תמיכה ממשלתית יוצאת דופן או כתוצאה מהורדת דירוג מדינת ישראל. אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית גם אם החברה לא תיישם בהצלחה את הסכם הפיתוח וההפעלה , כך שה-EBITDA והביצועים התפעוליים יהיו חלשים מהותית מציפיותינו. הרעה בפרופיל הנזילות של החברה עשויה גם היא להוביל לפעולת דירוג שלילית.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו שינוי תחזית הדירוג של מדינת ישראל לשלילית, 24 באוקטובר 2023). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

## תרחיש הבסיס

**הנחות עיקריות**

- חזרה לצמיחה בישראל החל מהרבעון הראשון של 2024, כך שהצמיחה בתמ"ג ב-2024 תעמוד על כ-0.5%, שיעור האינפלציה על כ-2.8% ושיעור האבטלה על כ-4.5%. ב-2025 צפויה האצה בצמיחה הכלכלית שתתבטא בגידול של כ-5% בתמ"ג ובירידה בשיעור אינפלציה לכ-2% ובשיעור האבטלה לכ-4%.

- גידול של כ-26% בהכנסות החברה ב-2023, ירידה של כ-4% ב-2024 ועלייה של כ-5% ב-2025. הגידול בשנת 2023 משקף את הגדלת הסבסוד, יחד עם תשלום רטרואקטיבי בגין שנת 2022, בעקבות חתימת הסכם התפעול החדש לשנים 2022-2026.
- שיעור EBITDA של כ-9%-10% בשנת 2023 (בעיקר לאור התשלום הרטרואקטיבי כאמור) ושל כ-2% בשנים 2024-2025.
- גידול בהוצאות השכר עקב חתימה על הסכם שכר קיבוצי חדש, שהחברה תישא בחלק ממנו.
- עלייה בהוצאות המימון עקב נטילת חוב בנקאי חדש בסך 70 מיליון ₪ ב-2024 למימון פרויקט הקמת מבנה למסחר ומשרדים בכרמיאל.
- הוצאות הוניות בהיקף כולל של כ-5.4-6.8 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2024-2025, בהתאם לתוכנית ההשקעות של החברה.
- התשלומים הממשלתיים יכסו את ההשקעות בהתאם להסכם הפיתוח וההפעלה.
- הימנעות מחלוקת דיבידנדים.

## יחסים עיקריים

| יחס פיננסי | 2022A | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|
| חוב/EBITDA | 4.7x | 0x | 0x |
| שיעור EBITDA | 1.3% | 10%-9% | 2.0%-1.5% |

A-בפועל. E-צפוי

## תיאור החברה

רכבת ישראל היא חברה ממשלתית הפועלת בתחום התחבורה ברכבת בישראל כמונופול באינטגרציה אנכית. נכון לסוף 2023, 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 עם כ-60 מיליון נסיעות וכ-6 מיליון טון מטענים. החברה נתמכת בסובסידיה שוטפת של המדינה המהווה כ-80% מהכנסותיה הכלליות, ומקבלת תמיכה מלאה בהשקעות הון בפיתוח תשתיות.

## הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של החברה נתמכת במעמדה 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 תוכנית פיתוח שאפתנית, הן בתחום התשתיות והן בתחום השירות, מה שעשוי להערכתנו להוות אתגר ליכולתה לעמוד ביעדים שהציבה לעצמה כדי לזכות במלוא התשלומים הממשלתיים.

בפברואר 2024 חתמו משרד התחבורה באמצעות רכבת ישראל, רשות מקרקעי ישראל והמדינה על הסכם לפיתוח שטחי מסחר ותעסוקה במתחמי הרכבת בכל רחבי הארץ. בשלב הראשון ישווקו שטחי מסחר, מגורים ותעסוקה במתחם תחנת הרכבת מודיעין מרכז במסגרת פיילוט, והחברה מקדמת במקביל פרויקטים נוספים המבוצעים כיום בתחנות מלחה, לוד, כרמיאל ועוד. להערכתנו הסכם זה ישפר את גיוון ההכנסות של רכבת ישראל, תוך שימוש במשאב הקרקע הקיים בתחנות וללא תלות בסבסוד.

פרופיל הסיכון העסקי משקף את התמיכה השוטפת של המדינה, ואת חשיבות השירות שרכבת ישראל מספקת לאוכלוסיות מגוונות. הרכבת מחברת את אזורי הספר למוקדי התעסוקה בשלושת המטרופולינים המרכזיים בישראל, ומאפשרת נסיעה בין-עירונית מהירה יותר מכלי תחבורה אחרים. עם יישום תכנית הפיתוח בהצלחה, אנו צופים כי יתרון תחרותי זה יתגבר.

מנגד, אנו סבורים כי בסיס ה-EBITDA הקטן יחסית ושיעורו הנמוך מההכנסות בשנים האחרונות מגבילים את פרופיל הסיכון העסקי ואת דירוג החברה.

## הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך במינוף נמוך יחסית הצפוי בשנתיים הקרובות. בעקבות החתימה על הסכם ההפעלה והפיתוח קיבלה החברה בשנת 2023 תשלומי סובסידיה מוגדלים וכן תשלום רטרואקטיבי בגין שנת 2022. בעקבות זאת אנו מעריכים כי בתום 2023 סך המזומן היה גבוה מהיקף החוב, מה שמעיד על שיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי.

הכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2023 הסתכמו בכ-2.8 מיליארד ₪, לעומת כ-2.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה ב-2022. הגידול בהכנסות נבע בעיקר מגידול של כ-9% בהכנסות מגזר הנוסעים, שהסתכמו בכ-239 מיליון ₪, כאשר מספר הנסיעות צמח בכ-35% והסתכם בכ-53 מיליון. העלייה בהכנסות מותנה בעקבות המעבר לאמצעי סליקה מתקדמים וגבייה ישירה על ידי משרד התחבורה. בתקופה זו ההכנסות מסובסידיות צמחו בכ-37% והסתכמו בכ-2.4 מיליארד ₪, בעיקר בשל חתימת הסכם הפיתוח וההפעלה וקבלת תשלומים רטרואקטיביים כאמור. ההכנסות משכירות הסתכמו בכ-64 מיליון ₪, גידול של כ-49%, בעיקר בשל צמצום הנחות שניתנו בתקופת הקורונה. מנגד, ההכנסות ממגזר המטענים ירדו בכ-11% והסתכמו בכ-110 מיליון ₪, בעקבות ירידה של כ-13% בכמות המטענים, שהסתכמה בכ-4.4 מיליון טון. עיקר הירידה נבעה מירידה בהכנסות מהובלת מכולות, עקב פתיחת נמלים חדשים ללא גישה מסילתית וירידה ביבוא הסחורות.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023 עלתה עלות המכירות בכ-15%, בעיקר בשל גידול בהוצאות השכר בעקבות חתימת הסכם קיבוצי חדש עם ועד העובדים, גידול בהוצאות על חלקי חילוף, וכן הוצאות חשמל כתוצאה מהתקדמות פרויקט החשמול. בהתבסס על תנאי הסכם התפעול והסכם השכר הקיבוצי החדשים, אנו צופים כי שיעור ה-EBITDA יעמוד על כ-2% בשנתיים הקרובות, אף שאיננו מניחים גידול משמעותי בכמות המטענים לאור עיכוב בחיבור הנמלים החדשים למסילת הרכבת, וכן לאור מתן עדיפות לרכבות נוסעים בשימוש ברשת המסילות כאשר מתבצעות עבודות במסגרת פרויקט החשמול. על אף ציפיותינו לרווחיות נמוכה יחסית, בהינתן המדיניות הפיננסית של החברה, תקציב ההשקעות שלה והסובסידיות הצפויות, אנו מעריכים כי המינוף יישאר מינימלי בשנתיים הקרובות.

**Table 2.**
**Israel Railways. -- Financial Summary (Mil. NIS)**
**Industry Sector: Railroads**

| | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 2,841.3 | 2,558.4 | 2,397.2 | 2,563.7 | 2,434.3 |
| EBITDA | 38.3 | 24.6 | 103.2 | 239.4 | 199.7 |
| Funds from operations (FFO) | 36.5 | 22.9 | 101.6 | 237.8 | 198.7 |
| Interest expense | 21.7 | 7.3 | 7.1 | 6.6 | 13.0 |
| Cash interest paid | 1.8 | 1.8 | 2.6 | 5.2 | 6.7 |
| Cash flow from operations | 103.3 | 109.4 | 86.5 | 227.1 | 177.3 |
| Capital expenditure | 3,721.5 | 3,169.0 | 3,362.7 | 2,655.5 | 2,761.0 |
| Free operating cash flow (FOCF) | (3,618.2) | (3,059.6) | (3,276.2) | (2,428.5) | (2,583.7) |
| Discretionary cash flow (DCF) | (3,618.2) | (3,059.6) | (3,276.2) | (2,428.5) | (2,583.7) |
| Cash and short-term investments | 306.0 | 109.4 | 177.8 | 232.5 | 121.8 |
| Gross available cash | 158.9 | 153.8 | 207.1 | 267.9 | 313.3 |
| Debt | 179.9 | 198.7 | 155.7 | 130.7 | 281.7 |
| Equity | 719.2 | 816.2 | 809.0 | 799.2 | 763.4 |
| **Adjusted ratios** | | | | | |
| EBITDA margin (%) | 1.3 | 1.0 | 4.3 | 9.3 | 8.2 |
| Return on capital (%) | (1.5) | (1.4) | 5.0 | 21.0 | 10.7 |
| EBITDA interest coverage (x) | 1.8 | 3.4 | 14.5 | 36.2 | 15.4 |
| FFO cash interest coverage (x) | 21.3 | 13.9 | 40.1 | 46.4 | 30.9 |
| Debt/EBITDA (x) | 4.7 | 8.1 | 1.5 | 0.5 | 1.4 |
| FFO/debt (%) | 20.3 | 11.5 | 65.2 | 181.9 | 70.5 |
| Cash flow from operations/debt (%) | 57.4 | 55.1 | 55.5 | 173.7 | 63.0 |
| FOCF/debt (%) | (2,011.8) | (1,540.0) | (2,103.5) | (1,857.9) | (917.2) |
| DCF/debt (%) | (2,011.8) | (1,540.0) | (2,103.5) | (1,857.9) | (917.2) |

## נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כ"פחות מהולמת". אנו מעריכים כי גם לאחר יישום הסכם הפיתוח וההפעלה והסכם השכר הקיבוצי, רווחיות החברה תיוותר נמוכה, ומנגנון הסבסוד יכסה את ההוצאות ההוניות הגבוהות של החברה במרווח קטן. אנו צופים שהיחס בין מקורות החברה לשימושיה יישאר כ-1x.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים מימוש של תוכנית ההשקעות של החברה ב-2024 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:

| מקורות עיקריים | שימושים עיקריים |
|---|---|
| • מזומנים והשקעות פיננסיות סחירות בהיקף של כ-45 מיליון ₪.<br>• FFO (funds from operations) של כ-30-40 מיליון ₪<br>• תשלומים ממשלתיים בגין השקעות בסך של כ-5.0-5.5 מיליארד ₪.<br>• קבלת תשלום רטרואקטיבי עבור שנת 2022 בעקבות חתימה על הסכם הפיתוח וההפעלה. | • תשלומים בגין השקעות בסך כולל של כ-5.0-5.5 מיליארד ₪.<br>• תשלום חלויות חוב בסך כ-11 מיליון ₪. |

**חלויות חוב לפי דוח מאוחד**

| שנה | 10/2023-<br>9/2024 | 10/2024-<br>9/2025 | 10/2025-<br>9/2026 | 10/2026-<br>9/2027 | 10/2027<br>ואילך |
|---|---|---|---|---|---|
| חלויות (אלף ₪) | 10,944 | 10,944 | 10,944 | 10,944 | 43,776 |

## ניתוח התניות

לחברה אין התניות פיננסיות.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: פחות מהולמת

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים נמוכה, בעיקר בשל מדיניות החברה לניהול סיכונים סביבתיים, השקעות ניכרות בפרויקט החשמול ועמידה בתקנים סביבתיים מחמירים. פעילות החברה כרוכה בסיכונים סביבתיים שונים, לרבות אחסון חומרים מסוכנים ושימוש בדלקים, שינוע חומרים מסוכנים, רעש, קרינה, פסולת, פליטת מזהמים לאוויר, זיהום קרקע ומקורות מים והזרמת שפכים תעשייתיים למערכת הביוב. להערכתנו, סיכונים אלה מתמתנים על ידי השקעות גדולות של החברה בפרויקט חשמול הרכבת ורכישת קטרים חשמליים שיחליפו בהדרגה את קטרי הדיזל המזהמים. בנוסף, החברה כפופה לרגולציה סביבתית ולתקנות שונות כגון היתר רעלים לשינוע ואחסון חומרים מסוכנים, תקנות זיהום מים, עמידה בכללי תאגידי מים וביוב, חוק אוויר נקי וחוק הקרינה, לצד ביצוע בקרות ודגימות לזיהוי זיהום קרקע או אוויר בתחנות רכבת ברחבי הארץ.

## תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מעריכים כי קיימת 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 על הערכתנו כי רכבת ישראל:

- חשובה לכלכלת ישראל, לאור מעמדה המונופוליסטי, החשיבות הגוברת שלה כאמצעי להסעת המונים ולקישור בין הפריפריה לבין המרכז.
- תמשיך ליהנות מהיקפי השקעה גבוהים על ידי מדינת ישראל 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 שיוביל לשינוי בהערכתנו לגבי חשיבותה של החברה לכלכלה המקומית, אם נעריך כי הקשר שלה למדינה פחת, או אם נעריך כי חלה שחיקה בתמיכה הממשלתית השוטפת.

## דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

החוב של רכבת ישראל מדורג בדירוג 'ilAA+', זהה לדירוג המנפיק, מכיוון שאין אלמנטים משמעותיים של סיכון נחיתות במבנה ההון.

## התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של רכבת ישראל בע"מ לשנת 2022:

- קיזוז מזומנים ושווי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת התחייבויות בגין תביעות משפטיות ודרישות לתשלום בקיזוז הפרשות בגין פיתוח.
- הוספת התחייבויות חכירה לחוב המתואם.
- הוספת התחייבויות הטבות לעובדים לחוב המתואם (נטו ממס).
- סיווג תשלומי הריבית במזומן כחלק מהתזרים מפעילות שוטפת.

**Table 2.**

**Israel Railways Ltd.—Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2022**

| | Debt | S&P Global Ratings' adjusted EBITDA | Cash flow from operations |
|---|---|---|---|
| **Reported Amounts** | **101.2** | **38.3** | **105.1** |
| **S&P Global Ratings adjustments** | | | |
| Cash taxes paid | -- | (1.8) | -- |
| Cash interest paid | 64.7 | -- | -- |
| Accessible cash and liquid investments | 84.0 | -- | -- |
| Capitalized interest | (135.0) | -- | -- |
| Share-based compensation expense | -- | -- | -- |
| Income (expense) of unconsolidated companies | -- | -- | (1.8) |
| Nonoperating income (expense) | 64.9 | -- | -- |
| Noncontrolling interest/minority interest | -- | -- | -- |
| EBITDA: Other | 78.7 | (1.8) | (1.8) |
| Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Interest expense: Other | -- | (1.8) | -- |
| **Total adjustments** | **(2,550)** | **435** | **(81)** |
| **S&P Global Ratings adjusted amounts** | | | |
| | **Debt** | **Funds from operations** | **Cash flow from operations** |
| **Adjusted** | 179.9 | 36.5 | 103.3 |

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- 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: 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

## 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 | 02/03/2023 |
| **דירוג(י) הנפקה** | | | |
| חוב בכיר בלתי מובטח | | | |
| סדרה ג ' | ilAA+ | 13/06/2021 | 02/03/2023 |
| **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 | 13/03/2024 23:54 |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 13/03/2024 23:54 |
| 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.