Maalot
S&P Global Ratings

רכבת ישראל בע"מ

24 בפברואר 2022

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+'; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

אלעד יורמן, 972-3-7539724 elad.urman@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

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

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+'; תחזית הדירוג יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- פרופיל הסיכון הפיננסי של רכבת ישראל בע"מ (החברה) ממשיך להתדרדר בשל מגזר המטענים המכביד על תוצאות החברה, אך עדיין תואם את הדירוג הנוכחי. המדינה והחברה שוקדות על הסכם הפעלה ופיתוח חדש שלהערכתנו צפוי לתת מענה לסוגיה זו.
- הערכתנו לגבי הסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן נשארת ללא שינוי ונתמכת, בין היתר, בגידול של כ-8% בהכנסות מדמי הפעלה (סובסידיה) שקיבלה החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2021 בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2020.
- משבר הקורונה ממשיך להוות אתגר לחברה בשל תנועת נוסעים פחותה בהשוואה לטרום מגפת הקורונה. עם זאת, הירידה במספר הנוסעים אפשרה לחברה להאיץ את פעילות הפיתוח של רשת המסילות.
- הערכתנו את נזילות החברה נשארת "פחות מהולמת" לפי הגדרתנו, מכיוון שמקורות הנזילות העומדים לרשות החברה לא השתפרו משנה שעברה ומשקפים יחס מקורות לשימושים נמוך מ-1.2x.
- ב-24 בפברואר 2022 אשררנו את הדירוג 'ilAA+' של רכבת ישראל בע"מ, חברת הרכבות הלאומית של ישראל.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את דעתנו כי החברה תמשיך לקבל תמיכה שוטפת מהממשלה כפי שזו באה לידי ביטוי בהסכמי ההפעלה והפיתוח הקיים והעתידי ותמשיך לעמוד ביחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג הנוכחי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

2021 הייתה שנה מאתגרת לרכבת ישראל בשל משבר הקורונה ושני גלי התחלואה שאירעו ברבעון הראשון והשלישי של השנה. בתשעת החודשים הראשונים של 2021 הסתכם מספר הנסיעות ברכבת בכ-22.7 מיליון, לעומת כ-18.9 מיליון בתקופה מקבילה ב-2020, גידול של כ-20%. כתוצאה מכך גדלו הכנסות מגזר הנוסעים בכ-4%, לכ-203 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של 2021 לעומת כ-195 מיליון ₪ בתקופה המקבילה ב-2020. עם זאת, מגזר הנוסעים עדיין לא התאושש לרמות ששררו טרם מגפת הקורונה. בנוסף, נמשכה תמיכתה של המדינה באמצעות הכנסות מדמי הפעלה אשר משקפות את הסובסידיה השוטפת, כך שבתשעת החודשים הראשונים של 2021 גדלו ההכנסות מדמי הפעלה בכ-8%, לכ-1,540 מיליון ₪ לעומת כ-1,422 מיליון ₪ בתקופה המקבילה ב-2020.

בשנה החולפת נחתמו תוספות להסכם ההפעלה והפיתוח, והאחרונה מביניהן נחתמה בדצמבר 2021 והאריכה את תוקפו של הסכם ההפעלה והפיתוח עד ל-31 במרץ 2022. לאחרונה פתח ועד העובדים בעיצומים הקשורים להערכתנו להסכם ההפעלה והפיתוח החדש שהמדינה והרכבת שוקדים עליו בימים אלו. עיצומים אלו, כמו גם גל הקורונה החמישי בתחילת השנה, צפויים להכביד על תוצאותיה הכספיות של החברה ברבעון הראשון.

אנו עדים להתדרדרות בפרופיל הפיננסי של החברה, אך הוא עדיין תואם את הדירוג הנוכחי. ההתדרדרות נובעת ממגזר המטענים שממשיך להכביד על הרכבת ועל תוצאותיה הפיננסיות ולהיות ממומן על ידי מגזר הנוסעים. להערכתנו הסכם ההפעלה והפיתוח החדש צפוי לתת מענה לסוגיה זו, אך אם הוא לא יוביל לשיפור במגזר המטענים בפרט ולתוצאות הפיננסיות של החברה בכלל אנו עשויים לשקול את הערכתנו בדבר התמיכה הממשלתית יוצאת הדופן המהווה בסיס עיקרי לדירוג הנוכחי. הערכה חלשה יותר לרמת התמיכה הממשלתית עלולה להוביל להורדת דירוג ביותר מרמת דירוג (נוץ') אחת.

הדירוג משקף את הערכתנו לגבי המעמד המונופוליסטי של רכבת ישראל בענף הרכבות המקומי. החברה היא היחידה הפועלת בתחום הסעת הנוסעים הבינעירונית ברכבת ויש לה תפקיד הולך וגדל בתחבורה הציבורית בישראל ובהפחתת הגודש בכבישים. הדירוג משקף גם את חבילת התמיכה הממשלתית השוטפת המגובה בהסכם ההפעלה והפיתוח מול המדינה, שלדעתנו מאפשר השבה של עלויות הפיתוח והובלת הנוסעים במסגרת זמנים טובה יחסית. עם זאת, החברה מיישמת כעת תוכנית פיתוח שאפתנית, הן בתחום התשתיות והן בתחום השירות, המאתגרת אותה לעמוד ביעדים שקבעה לעצמה כדי לזכות במלוא התשלומים הממשלתיים.

פרופיל הסיכון העסקי נתמך בחוזקות האמורות לעיל, לרבות התמיכה השוטפת של המדינה. הפרופיל העסקי משקף גם את אזור השירות של החברה, הממוקד במרכז הארץ, ואת חשיבות השירות שמספקת החברה, במיוחד לאוכלוסיות מסוימות כגון כוחות הביטחון וסטודנטים. הרכבת גם מחברת את אזורי הספר של המדינה אל מרכזה ומאפשרת נסיעה מהירה יותר בין ערים לעומת אמצעי תחבורה אחרים. עם התממשות תוכנית הפיתוח אנו צופים כי יתרון זה יגדל.

התפשטותו המהירה של וריאנט אומיקרון מעידה על אי הוודאות הגלומה במגפה ועל חשיבותם ותועלתם של החיסונים. אף שלא ניתן לשלול את האפשרות שוריאנטים חדשים ומסוכנים יותר יחליפו את וריאנט אומיקרון ויהיו עמידים לחיסונים הקיימים, בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו אנו מניחים שחיסונים אלו ימשיכו לספק הגנה מספקת ממחלה קשה. יתר על כן, ממשלות, עסקים ומשקי בית רבים ברחבי העולם נוקטים אמצעים שונים כדי להגביל את הפגיעה הכלכלית מגלי קורונה חוזרים ונשנים. כתוצאה מכך, איננו צופים שההתכווצות הכלכלית הגלובלית המשמעותית שנרשמה ברבעון השני של 2020 תחזור על עצמה. במקביל, אנו ממשיכים לבדוק כיצד כל מנפיק מתאים את עצמו לגלים חדשים באזור ובענף שלו.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תצליח ליישם את תרחיש הבסיס שלנו לאור התמיכה המתמשכת שאנו מצפים שתקבל מהמדינה, כפי שזו באה לידי ביטוי בהסכם ההפעלה והפיתוח הקיים, שתוקפו הוארך עד סוף מרץ, או ההסכם שיחליפו בהמשך. אנו מביאים בחשבון את התנודתיות ביחסים הפיננסיים הנובעת מתמיכה זו, בשל פערי התזמון שבין קבלת תשלומים מהמדינה לבין תשלום הוצאות, ואת האתגרים הטכניים או הבירוקרטיים שהחברה עשויה להיתקל בהם בשל התלות שלה בתמיכה זו. תחזית הדירוג משקפת גם את האיזון שבין ציפיותינו לגבי ביצועי החברה לבין האתגרים התפעוליים שהיא צפויה להתמודד עימם, ואת הערכתנו לגבי סבירות גבוהה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן.

התרחיש השלילי

פעולת דירוג שלילית תיתכן אם הביצועים התפעוליים של החברה יתדרדרו כך שהיחסים הפיננסיים יהיו חלשים מהצפוי, למשל אם החברה לא תעמוד ביעדי השירות באופן מתמשך ותקבל קנסות גבוהים או אם יירשמו ביצועים חלשים במגזר המטענים. מצב זה יוביל לשחיקת כרית המזומנים, והחברה תהיה פגיעה לאירועים בלתי צפויים עם השלכות שליליות ללא תמיכת מדינה. במקרה כזה אנו עשויים גם לשנות את הערכתנו לגבי התמיכה הממשלתית יוצאת הדופן ממנה נהנית החברה, כך שהורדת הדירוג עשויה להיות ביותר מרמת דירוג (נוץ') אחת. ירידה בדירוג של מדינת ישראל עלולה להוביל גם היא לירידה בדירוג של רכבת ישראל. ירידה ביחס ה-FFO (funds from operations) לחוב המתואם מתחת ל-25% או התדרדרות בנזילות החברה עשויות גם הן להוביל לפעולת דירוג שלילית.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג אינה סבירה לאור אי הוודאות לגבי השפעתו של הסכם ההפעלה והפיתוח החדש שצפוי להיחתם בחודשים הקרובים על הפרופיל הפיננסי של החברה. העלאת דירוג גם אינה צפויה ללא שיפור ביחסים הפיננסיים של החברה.

תיאור החברה

רכבת ישראל היא חברה ממשלתית הפועלת בתחום התחבורה הרכבתית בארץ כמונופול באינטגרציה אנכית. נכון לסוף 2020, החברה מחזיקה, מפתחת ומתחזקת מסילות נוסעים באורך כולל של כ-1,547 קילומטרים, 69 תחנות נוסעים ו-10 מסופי מטענים. על תשתית זו מפעילה החברה 15 קווי נוסעים והסיעה כ-24.2 מיליון נוסעים וכ-8 מיליון טונות מטענים בשנת 2020. החברה נתמכת בסובסידיה שוטפת של המדינה המהווה כ-80% מהכנסותיה הכלליות בשנת 2020, ומקבלת תמיכה מלאה בהשקעות הוניות בפיתוח התשתית.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- עלייה של כ-12% בהכנסות ב-2021 ושל כ-2% עד 3% ב-2022-2023. הצמיחה משקפת את מגמת הגידול בנסועה במחצית השנייה של 2021, עד לרמות הדומות לטרום מגפת הקורונה.
- שמירה על מבנה עלויות דומה.
- השקעות הוניות (capex) של כ-3-3.5 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2021-2023, 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, כקו מנחה, כי החברה תשמור לאורך זמן על יחס FFO לחוב מתואם של לפחות 25%.

נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כ"פחות מהולמת" ואיננו צופים שיפור בכך בעתיד הקרוב. אנו מעריכים כי בהיעדר הסכם מסגרת חדש עם המדינה, החברה תמשיך לפעול על פי ההסכם הקיים. במצב זה, יחס המקורות לשימושים של החברה נמוך מ-1.2x.

בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו אנו מניחים מימוש של תוכנית ההשקעות של החברה ב-2022 כנגד תשלומים ממשלתיים. איננו צופים כי החברה תפחית את השקעותיה כל עוד יש אישור ומימון ממשלתיים לביצוע ההשקעות.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2022 הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-109 מיליון ₪.
- תשלומים ממשלתיים בגין השקעות בסך כ-2.9 מיליארד ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- תשלומים בגין השקעות בסך כולל של כ-2.9 מיליארד ₪.
- תשלום חלויות חוב בסך כ-10 מיליון ₪.
- הון חוזר שלילי בסך כ-15 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 הערכה זו על דעתנו 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 המידי. אנו עשויים לשנות את הערכתנו לגבי תמיכה יוצאת דופן של המדינה אם המדינה תנקוט הליך הפרטה שישנה את הערכתנו לגבי החשיבות של החברה לכלכלה או הקשר שלה למדינה.

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: 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: 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	13/06/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ג	ilAA+	13/06/2021	13/06/2021
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	16:53 24/02/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:53 24/02/2022		
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.