



06/06/2018

לכבוד
גב' יודפת אפק – ארזי
סגנית מנהל רשות החברות

הנדון: איתנותה הפיננסית של חברת החשמל לישראל לאור הרפורמה

א. רקע

1. נתבקשנו על ידי רשות החברות, לחוות דעתנו אודות איתנותה הפיננסית של חברת החשמל לישראל ("החברה" ו/או "חח"י"), אגב יישום הרפורמה.
2. הרפורמה בחח"י, כוללת, בין היתר, מכירה חלקית של אתרי ייצור בגז, הקמת מחז"מים באורות רבין על ידי חברת בת בבעלות מלאה של חח"י. בנוסף, מנהל המערכת ונכסיו יירכשו על ידי חברה ממשלתית נפרדת מחברת החשמל, חח"י תיוותר מונופול במקטעי הרשת וכן מקטע האספקה יפתח לתחרות הדרגתית.
3. שינויים אלה, המוצגים גם במודל הפיננסי שהוצג למדינה ע"י החברה, צפויים להערכתנו לבסס את איתנותה ויציבותה הפיננסית של החברה באופן מובהק.
4. נייר זה יעסוק בניתוח השפעת הרפורמה על איתנותה הפיננסית של חח"י.

ב. גישת החברה

5. ביום 10.5.2018 אישר דירקטוריון חח"י את התכנית העסקית המהווה את הבסיס למודל הפיננסי, המבוסס על עקרונות השינוי המבני שגובשו במהלך דיוני הרפורמה.
6. על בסיס המודל, אישר דירקטוריון החברה את היעדים הפיננסיים הבאים:

תאריך יעד	יחס סך התחייבויות למאזן	יחס חוב נטו ל- EBITDA מתואמת
עד לסוף שנת 2021	68% לכל היותר	5.5 לכל היותר
עד לסוף שנת 2025	66% לכל היותר	4.6 לכל היותר

- "יחס סך התחייבויות למאזן" – מנת "סך ההתחייבויות" בתוספת "יתרות זכות של חשבונות פיקוח נדחים", בסך "נכסים ויתרות חובה של חשבונות פיקוח נדחים", כפי שמופיעים בדוחות הכספיים המאוחדים התקופתיים של חברת החשמל.
- "יחס חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מתואמת" – מנת סך החובות הפיננסיים לאחר ניכוי מזומנים, פקדונות לעסקאות הגנה והשקעות לזמן קצר, ב- EBITDA, לאחר ניכוי רווחים חד פעמיים ותנועות בנכסי פיקוח, כפי שמופיעים בדוחות הכספיים התקופתיים המאוחדים של חברת החשמל.



- ג. **ניתוח איתנותה הפיננסית של חח"י והיעדים הפיננסיים שהציבה החברה**
7. על מנת לאמוד את איתנותה הפיננסית של החברה ויעדי האיתנות הפיננסית אשר נקבעו על ידי דירקטוריון החברה, בחנו את המודל הפיננסי שאישר דירקטוריון חברת החשמל בתאריך 10 במאי 2018 ומתבסס על היישום המלא של השינוי המבני.
8. כמשתקף במודל הפיננסי תשלומי הריבית, הצמדה והפרשי שער פוחתים בהיקף של **סכום מסוים [השמטה 2.1]** לשנה בממוצע בין שנים 2018-2025. **[השמטה 2.2]**
9. מצבת כח האדם של החברה תקטן ב-1,803 עובדים קבועים וזאת בנוסף לעובדים שיעברו לחברת מנהל המערכת וליצרני החשמל הפרטיים במסגרת התחנות שנמכרות.
10. פירעון האג"ח הצמית במסגרת הסדר הנכסים צפוי להפחית את היקף החוב בכ-2.5 מיליארד ש"ח, החוב האבסולוטי של החברה מהווה מדד לאיתנותה הפיננסית והפחתתו משפרת את האיתנות הפיננסית של החברה.
11. במסגרת התחזיות הפיננסיות, כפי שאלו משתקפות במודל הפיננסי, לצד המשך השקעות, חברת החשמל תמשיך להפחית את חובה הפיננסי ולשמור על רווחיות.
12. על פי הצעת ההחלטה לממשלה - "רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל – נספח 614 – נוסח מתוקן", סעיף 13, "ככל שדירקטוריון חברת החשמל יחליט שלא לחלק דיבידנדים, הממשלה לא תחייב את החברה לחלק דיבידנדים לפי סעיף 33(ג) לחוק החברות הממשלתיות, עד לסוף שנת 2025 או עד להגעה ליעדי האיתנות הפיננסיים הסופיים כפי שאושרו בהחלטת דירקטוריון חברת החשמל מיום 10 במאי 2018, המוקדם מבניהם". אי החיוב למשיכת דיבידנד יכול להותיר את יתרת המזומנים בחברה ברמה גבוהה יותר לעומת חלופת משיכת הדיבידנד ועל כן מקטין את הצורך בגיוס חוב נוסף ו/או מאפשר פירעון חובות קיימים. היעדר גיוס חוב נוסף ו/או פירעון חובות קיימים משפיע בין היתר על החוב האבסולוטי והיחסים הפיננסיים ומשפר את האיתנות הפיננסית.
13. על פי דברי החסבר המופיעים בהצעת ההחלטה לממשלה - "רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל – נספח 614 – נוסח מתוקן", סעיף איתנות פיננסית, תת סעיף ג', "בנוסף, כאמור בסעיף (8) להחלטה, הממשלה רושמת בפניה את הודעת רשות החשמל לפיה במסגרת האסדרה שבכוונתה לפרסם לקראת ההליך התחרותי שתקיים חברת החשמל לישראל למכירת תחנות הכוח, התמורה לחברה בעד מכירת האתרים תהיה בשווי הוגן, וכי התמורה האמורה לא תפחת משווי המכירה של האתר בתוספת שווי הקרקע. לעניין זה "שווי המכירה" – השווי התעריפי של האתר בתוספת כל עלות שתוכר על ידי הרשות ואשר תיווצר באופן ישיר בשל הליך המכירה, לרבות בשל פינוי ובינוי של תשתיות חברת החשמל שיפוננו מהאתר האמור, בכפוף לבקרת עלויות."
14. על פי דברי החסבר המופיעים בהצעת ההחלטה לממשלה - "רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל – נספח 614 – נוסח מתוקן", סעיף עלויות, "ביום 17.5.2018 פרסם שר האנרגיה עקרונות מדיניות המצורפים להצעת ההחלטה, שייכנסו לתוקף עם קבלת החלטת הממשלה ותיקוני החקיקה הדרושים ובהם נקבעה הרפורמה במשק החשמל והשינוי המבני בחברת חשמל כחלק עקרונות המדיניות. בהתאם לסעיף 31(ב) לחוק משק החשמל, עלויות הנובעות מיישום עקרונות המדיניות, המפורטות לעיל, יוכרו בתעריף החשמל".
15. דירוג האשראי של החברה אושרר בעקבות ההכרזה על רפורמות במשק החשמל על ידי סוכנות דירוג האשראי S&P ביום 24 במאי 2018. בין היתר צופה חברת הדירוג כי חברת החשמל תשפר בהדרגה את יעילותה הכלכלית ואינה צופה כי הרפורמה תשנה במידה ניכרת את איכות האשראי של החברה בשנים 2018-2020.
16. חוב פיננסי נטו ללא השפעת נכסי פיקוח על פי המודל הפיננסי – חוב זה צפוי לרדת מכ-42.1 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2017 **[השמטה 2.3]**



GIZA SINGER EVEN

17. זאת ועוד, על פי המודל הפיננסי סך התחייבות למאזן משתפר מכ-76% נכון לסוף שנת 2017 לכ-68% בשנת 2021 וכ-63% בשנת 2025. הנייל משקף ירידה של כ-14% בערכים אבסולוטיים בסך ההתחייבות למאזן.

18. יחס חוב ל-EBITDA מתואמת צפוי אף הוא להשתפר מכ-5.7 נכון לסוף שנת 2017 לכ-5.5 בשנת 2021 וכ-4.6 בשנת 2025 כמשתקף במודל הפיננסי. הנייל משקף ירידה של כ-1.1 ביחס חוב ל-EBITDA מתואמת.

19. למותר לציין כי ירידה בסך התחייבות למאזן ו/או בחוב ל-EBITDA מתואמת מייצגים שיפור באיתנות הפיננסית.

20. על מנת לאמוד את איכותם של מדדי האיתנות הפיננסית אשר נקבעו על ידי דירקטוריון החברה, בחנו מדדים אלו בחברות השוואה כמשתקף בנספח א'.

להלן תיאור גרפי על בסיס המודל הפיננסי של: חוב פיננסי נטו ללא נכסי פיקוח ויחס המינוף (יחס סך התחייבות למאזן) וכן של יחס חוב ל-EBITDA מתואמת.

[השמטה 3.1 - תרשימים המציגים נתונים עתידיים מוערכים]



ד. סיכום

1. לאור עקרונות הרפורמה שגובשו, פרופיל הסיכון של החברה צפוי לקטון לאור התמקדותה בפעילויות בה לחברה יתרון יחסי, הקמת תחנות חדשות אשר יהיו בעלות נצילות גבוהה תייצר תקבולים משמעותיים לחברה, הפחתת מצבת כוח האדם של החברה תקטין את עלויות השכר ואף צפויה הפחתה עקבית וניכרת בהיקף החוב של החברה.
2. לאור השיפור בכל המדדים הפיננסיים ובכלל זה, הפחתת משמעותית של החוב הפיננסי נטו של החברה, אנו מעריכים כי יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה ולבצע מיחזור של החוב צפויה להשתפר.
3. **[השמטה 4.1].**
4. בדומה להערכתנו, חברות הדירוג אינן צופות הרעה במצבה הפיננסי של החברה וזאת חרף עלויות משמעותיות בשנים 2018-2020 בין היתר, כפי שתואר על ידי S&P.
5. להערכתנו, בהתייחס ליעד הפיננסי "יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מתואמת" – היעד הינו מעל הבנצ'מרק העולמי, אך בטווח הסביר ביחס לבנצ'מרק המקומי. כמו כן, בהתייחס ליעד הפיננסי "יחס סך התחייבויות למאזן", היעד הינו בטווח הסביר.
6. לסיכום, אנו מעריכים כי עקב השינוי המבני בפרט והרפורמה בכלל, איתנותה הפיננסית של החברה צפויה להשתפר באופן מובהק.

בברכה,

צ'י אס אי יו סלס ג'י

**א. המתודולוגיה לקביעת איכות מדדי האיתנות הפיננסית**

1. על מנת לאמוד את איכותם של מדדי האיתנות הפיננסית אשר נקבעו על ידי דירקטוריון החברה, בחנו מדדים אלו בחברות השוואה.
2. להלן חברות השוואה שנבחרו על ידינו:

חברה	מדינה	תחום פעילות
Engie Energia Chile S.A.	צ'ילה	ייצור, הולכה ומכירה
Enel Generación Chile S.A.	צ'ילה	ייצור, הולכה והפצה
AES Gener S.A.	צ'ילה, קולומביה וארגנטינה	ייצור, הולכה והפצה
Colbún S.A.	פרו וצ'ילה	ייצור, הולכה, הפצה ואספקה
Enel SpA	אירופה, אמריקה הלטינית וברחבי העולם	ייצור, הולכה, הפצה ומכירה
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	פולין	ייצור, הולכה והפצה
Public Power Corporation S.A.	יוון	ייצור, הולכה והפצה
TAURON Polska Energia S.A.	פולין	ייצור, הולכה, הפצה ומכירה
CEZ, a. s.	מדינות מרכז ודרום אירופה, טורקיה	ייצור, הפצה, מסחר ומכירה
Endesa, S.A.	ספרד, פורטוגל, צרפת, גרמניה, אנגליה הולנד וברחבי העולם	ייצור, הולכה, הפצה ואספקה
Polenergia SA	פולין	ייצור, הולכה והפצה
Energa SA	פולין	ייצור, הפצה ומכירה
Pampa Energía S.A.	ארגנטינה	ייצור, הולכה והפצה
Enerjisa Enerji A.S.	טורקיה	ייצור, מכירה והפצה

3. חברות אלו נמצאו על ידינו כבנות השוואה לחח"י לאור הזהות בתחומי הפעילות (כולן עם פעילות ייצור).
4. בחנו את יחס סך התחייבויות למאזן ואת יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מתואמת (להלן: "היחסים") בין השנים 2008 עד 2017.
5. את אומדן סבירות היחסים בחנו מול ממוצעי היחסים בחברות השוואה לתקופה של 3 שנים, 5 שנים, ו-10 שנים. כאשר לא היו נתונים לגבי מלוא התקופה, חושב הממוצע בהתאם לתקופה המקסימלית אשר היו קיימים נתונים.



ג. תוצאות

6. יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מתואמת:

ממוצע 5 שנים	חברה	
6.7	Enerjisa Enerji A.S.	1
4.7	Public Power Corporation S.A.	2
4.4	AES Gener S.A.	3
2.6	Enel SpA	4
2.6	Engie Energia Chile S.A.	5
2.3	Enel Generación Chile S.A.	6
2.3	Pampa Energía S.A.	7
2.3	Polenergia SA	8
2.2	Colbún S.A.	9
2.0	CEZ, a. s.	10
1.7	TAURON Polska Energia S.A.	11
1.6	Energa SA	12
1.3	Endesa, S.A.	13
0.2	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	14

7. יחס סך התחייבויות למאזן:

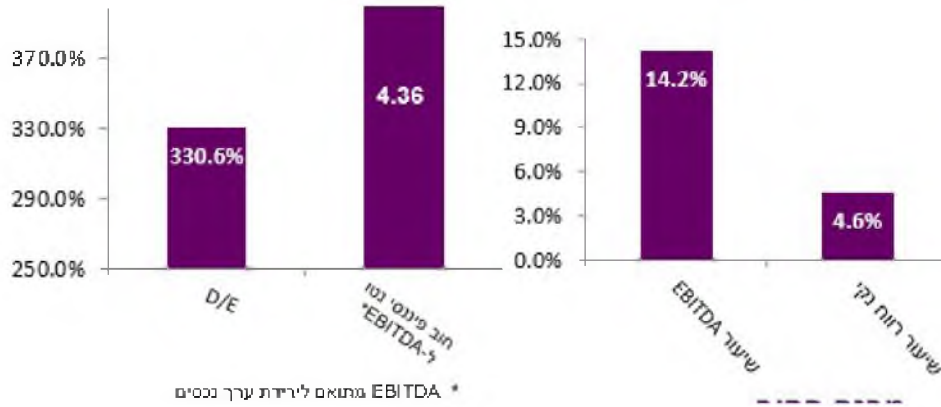
ממוצע 5 שנים	חברה	
78%	Pampa Energía S.A.	1
68%	Enel SpA	2
67%	Endesa, S.A.	3
67%	Enerjisa Enerji A.S.	4
66%	AES Gener S.A.	5
65%	Public Power Corporation S.A.	6
58%	CEZ, a. s.	7
53%	Polenergia SA	8
53%	Energa SA	9
49%	Enel Generación Chile S.A.	10
49%	TAURON Polska Energia S.A.	11
45%	Colbún S.A.	12
40%	Engie Energia Chile S.A.	13
33%	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	14



GIZA SINGER EVEN

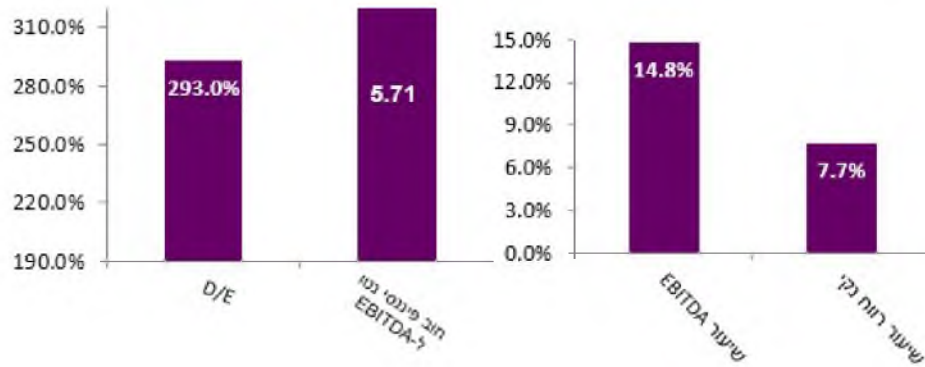
כמו כן, להלן פירוט היחסים הפיננסיים של חברות השוואה בשוק המקומי, שיכון ובינוי בע"מ:

תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)



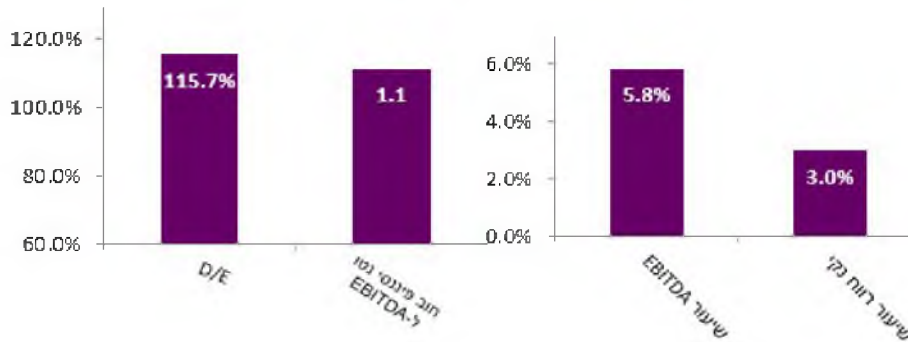
שפיר הנדסה ותעשייה בע"מ:

תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)



אלקטרה בע"מ:

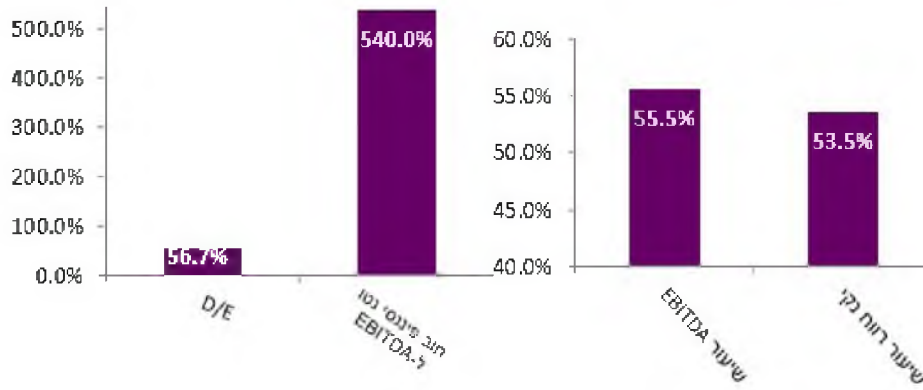
תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)



קבוצת עזריאלי בע"מ:

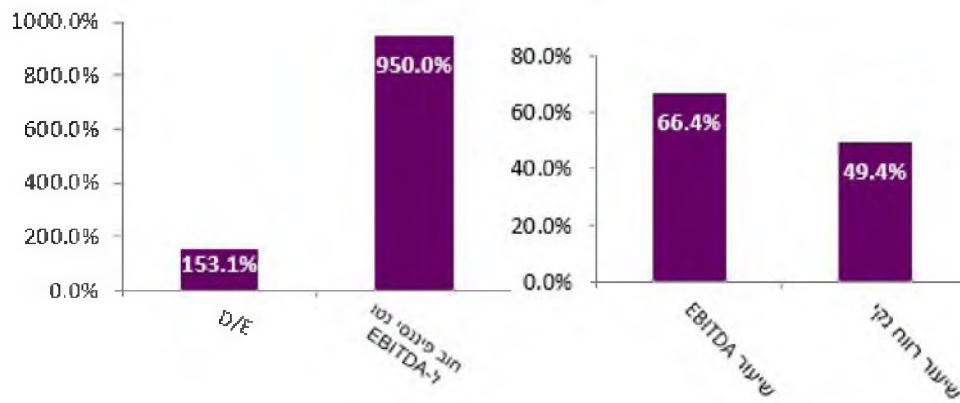


תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)



מליסרון בע"מ:

תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)



או.פי.סי אנרגיה בע"מ:

תמצית יחסים פיננסיים (31/12/2017)

