

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ

דירוג ראשוני | יולי 2024

אנשי קשר:

איריס שדה אור
ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל
ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לחברת ע.י. נופר אנרג'י בע"מ (להלן "נופר" ואו "החברה"), וכן דירוג זה לאגרות

החוב (סדרות א', ב' ו-ג') שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
נופר אנרג'י אג"ח	1179340	A3.il	יציב	31.12.2027
נופר אנרג'י אג"ב	1198035	A3.il	יציב	01.07.2029
נופר אנרג'י אג"ג	1198043	A3.il	יציב	30.06.2030

אודות החברה

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ התאגדה בשנת 2011 כחברה פרטית ובשנת 2020 הפכה החברה לציבורית. החברה עוסקת בעיקר בייזום, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של מיזמים לייצור חשמל מאנרגיה סולארית, ופרויקטי אגירת אנרגיה בסוללות, הן באופן עצמאי והן באמצעות חברות בנות ושותפיות המוחזקות על ידה. נכון למועד הדוח, פעילות החברה פרוסה על פני מספר אזורים בישראל, אירופה וארה"ב. החברה מוחזקת בשיעור של 42.12% על ידי בעלי עניין, שאינם גופים מוסדיים, מתוכם עופר ינאי בשיעור החזקה של 27.67%, נוי תשתיות בשיעור של 9.51%, נדב טנא בשיעור של 4.92% ובעלי עניין נוספים בשיעור החזקה זניח, כמו כן, מוחזקת החברה בשיעור של 43.02% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור.

לחברה פעילות בארץ ובח"ל כדלקמן:

ישראל - החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות תאגידים המוחזקים על-ידיה, בפעילות ייזום, החזקה, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מערכות סולאריות על גבי גגות, מאגרי מים, וקרקעות, ומערכות לאגירת חשמל בסוללות. למועד הדוח עיקר הפעילות בתחום זה מבוצעת באמצעות חברות כלולות, המחזיקות במאות מערכות סולאריות ומערכות אגירה, המייצרות ומוכרות חשמל לצרכנים פרטיים ומחלקי חשמל או לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י") ולנגה - ניהול מערכות חשמל בע"מ (להלן: "נגה" או "מנהל המערכת"). לחברה פעילות נוספת בתחום עמדות טעינה ואספקת חשמל, לרבות באמצעות חברת הבת Enova, אשר הינה בבעלות משותפת עם חברת מילגם.

ספרד - פעילות הייזום בספרד מבוצעת באמצעות נוי-נופר אירופה, בשיתוף עם יזמים מקומיים, המחזיקים בין 5%-10% מהזכויות בפרויקטים. למועד הדוח, החברה מחזיקה באמצעות נוי נופר אירופה בארבעה פרויקטים סולאריים בהיקף מצטבר של כ-447 מגה-וואט: פרויקט Olmedilla - מחובר, בהיקף של כ-169 מגה-וואט DC; פרויקט Sabinar I (מחובר), בהיקף של כ-155 מגה-וואט; פרויקט Sabinar II (מוכן לחיבור), בהיקף של כ-83 מגה-וואט; פרויקט Sabinar III (לקראת הקמה), בהיקף של כ-40 מגה-וואט. במהלך השנים חברות הפרויקט התקשרו בהסכמי מימון משמעותיים בספרד וכן בהסכמי PPA לתקופות של בין 9-3 שנים. חשמל שאינו נמכר מכוח הסכמי PPA, נמכר בשוק (Merchant) במחירי שוק.

רומניה - החברה הקימה פלטפורמת ייזום מקומית ברומניה (Nofar Energy SRL) שאחראית על ייזום, איתור, פיתוח, רכישה, הקמה ומימון של פרויקטים סולאריים ברומניה. במהלך שנת 2023 חובר ומומן פרויקט Ratesti בהיקף של כ-155 מגה-וואט לרשת החשמל. כמו כן, התקשרו חברות הקבוצה במספר הסכמים לרכישת צבר של חמישה פרויקטים בהיקף כולל של כ-816 מגה-וואט, ביניהם פרויקט Corbii Mari בהיקף של כ-266 מגה-וואט ופרויקט Lepuresti בהיקף של כ-170 מגה-וואט. מעבר לכך, למועד זה, הפלטפורמה המקומית בוחנת ייזום, רכישה ופיתוח של פרויקטי אגירה ברומניה, לרבות שילוב אגירה בפרויקטים הסולאריים.

בריטניה - במהלך שנת 2021 הקימה החברה בבריטניה, ביחד עם יזמים מקומיים, שתי פלטפורמות ייזום ייעודיות, Noventum העוסקת בייזום ופיתוח פרויקטים של אנרגיה מתחדשת (מוחזקת 80%), ו-Atlantic Green (מוחזקת 75%) העוסקת בייזום, הקמה

והחזקה של פרויקטי אגירה בסוללות (Stand Alone). למועד הדוח Atlantic Green מחזיקה בפרויקטים Buxton בהספק של כ-60 מגה-וואט שעה אגירה, אשר חלקו מחובר ומצוי בשלב הרצה וחלקו בשלבי חיבור לרשת, ו-Cellarhead בהספק של כ-624 מגה-וואט שעה, אשר הינו מהגדולים בבריטניה ונמצא בשלבי הקמה. במקביל, Atlantic Green ממשיכה בהיערכות לקבלת מימון פרויקטלי לפרויקט Cellarhead, וכן בוחנת רכישת פרויקטי אגירה נוספים בבריטניה. Noventum הינה פלטפורמה העוסקת בפיתוח פרויקטי אנרגיה מתחדשת בבריטניה. נציין, כי באמצעות הפלטפורמה מתכננת החברה פעילות RTB¹, כלומר פרויקטים אשר קיבלו היתרים והגיעו לשלב בו ניתן להקיםם, וזאת במטרה להקים ו/או למכור פרויקטים אלה בשלב זה לצדדים שלישיים. לדברי החברה, צבר הפרויקטים נאמד בכ-3.3 גיגה-וואט, כאשר לרובם אישור חיבור לרשת החשמל.

איטליה - פעילות החברה באיטליה מבוצעת באמצעות Sunprime, חברת C&I (המוחזקת בשרשרת, בשיעור של כ-33.3% על ידי החברה), העוסקת בפיתוח, תכנון, רישוי הקמה ותפעול של מערכות סולאריות על גבי גגות ומערכות קרקעיות, הפועלות בעיקר מכוח הליך מרכזי שמבצע מנהל שירות החשמל האיטלקי למכירת חשמל בתעריפים מובטחים באמצעות הסכמי הפרשים (CfD²).

פולין - עיקר פעילות החברה בפולין מבוצעת באמצעות Electrum Nofar, תאגיד המוחזק 80% על ידי נופר אירופה ו-20% על ידי Electrum SP. Z O.O., אשר הינה חברת הנדסה, הקמה ותחזוקה בתחום האנרגיה בפולין. נכון למועד הדוח, לחברה פרויקט מחובר לרשת בהספק של כ-20 מגה-וואט (פרויקט Krzywinski), ופרויקט בהספק של כ-19.7 מגה-וואט (פרויקט Dziejwoklucz), הממתין להשלמת עבודות שדרוג של מנהל הרשת הנדרשות לצורך חיבורו לרשת.

ארה"ב - פעילות החברה בארה"ב מבוצעת באמצעות חברת Blue Sky, המוחזקת בשיעור של 67% על ידי החברה, ועוסקת בייזום, פיתוח, רישוי, מימון, התקשרות עם שותפי מס, תכנון, ניהול, הקמה והחזקה של פרויקטים סולאריים על גבי גגות מבנים מסחריים ומערכות אגירה בארה"ב. פעילות Blue Sky מתמקדת בשיתופי פעולה והתקשרות בעיקר עם קרנות ריט המחזיקות במאות נכסי נדל"ן מסחריים, בהקמת מערכות סולאריות על גגות נכסיהן ומכירת החשמל המיוצר בהן לשוכרי חברות הנדלן. נציין, כי החברה פועלת להרחבת פעילות הייזום והשקעה באנרגיות מתחדשות ומערכות אגירה בסוללות בשווקים נוספים, בין היתר, הקמה, השקעה ופיתוח של פלטפורמות נוספות בגרמניה, סרביה, יוון וצ'כיה. עוד נציין, כי בגרמניה לחברה פרויקט אגירה בהיקף של כ-209 מגה-וואט שעה, המצוי בשלבי הקמה.

לחברה פרויקטים בשלבים שונים, כמפורט להלן:

פרויקטים מניבים - בהתאם לדוחות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של 2024, בבעלות החברה פרויקטים בהפעלה מסחרית, בהספק של כ-933 מגה-וואט DC וכ-29 מגה-וואט שעה באגירה (חלק יחסי בבעלות החברה כ-419 מגה-וואט וכ-12 מגה-וואט שעה באגירה), מתוכם כ-315 מגה-וואט מפרויקטים סולאריים בישראל, המייצרים ומוכרים חשמל לצרכנים פרטיים, מחלקי חשמל או לחח"י ונגה. לחברה אחוזי בעלות משתנים בפרויקטים, כמוצג להלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן MW או MWh (לפי העניין) במונחי החזקה של 100%	סוג הפרויקט
צבר פרויקטים	ישראל	40%	315.0	סולארי
מערכות אגירה	ישראל	37%	29.0	אגירה
Sunprime	איטליה	33%	101.0	סולארי
Olmedilla	ספרד	50%	169.0	סולארי
Sabinar I	ספרד	47%	155.0	סולארי
Blue Sky	ארה"ב	67%	18.0	סולארי
Krzywinski	פולין	72%	20.0	סולארי
Ratesti	רומניה	50%	155.0	סולארי

¹ Ready to build

² Contract For Differences

פרויקטים מוכנים לחיבור - לחברה פרויקטים מוכנים לחיבור במספר מדינות, בהספק כולל של כ-197 מגה-וואט DC וכ-122 מגה-וואט שעה באגירה (חלק החברה כ-89 מגה-וואט וכ-65 מגה וואט-שעה), ועתידיים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנת 2024, כלהלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן MW או MWh (לפי העניין) במונחי החזקה של 100%	סוג הפרויקט
צבר פרויקטים	ישראל	40%	34.9	סולארי
מערכות אגירה	ישראל	32%	61.8	אגירה
Sunprime	איטליה	33%	59.0	סולארי
Blue Sky	ארה"ב	67%	0.6	סולארי
Dziewoklucz I	פולין	80%	19.7	סולארי
Sabinar II	ספרד	47%	83.0	סולארי
Buxton	בריטניה	75%	60	אגירה

פרויקטים בהקמה ולקראת הקמה - בהתאם לדוחות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של 2024, לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-1,162 מגה-וואט DC וכ-940 מגה-וואט שעה באגירה, הנמצאים בשלבי הקמה או לקראת הקמה (חלק החברה כ-948 מגה-וואט וכ-704 מגה-וואט שעה) ועתידיים להתחיל בהפעלה מסחרית בין השנים 2024-2026, מתוכם חמישה פרויקטים סולאריים בהיקף כולל של כ-816 מגה-וואט, הממוקמים ברומניה ופרויקט אגירה בבריטניה בהספק כולל של כ-624 מגה-וואט שעה, כמפורט להלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן MW או MWh (לפי העניין) במונחי החזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית
צבר פרויקטים	ישראל	43%	10.7	סולארי	2024
מערכות אגירה	ישראל	25%	107.3	אגירה	2024-2025
Lepuresti	רומניה	95%	169.9	סולארי	2025
Corbii Mari	רומניה	95%	265.9	סולארי	2025
Ghimpati	רומניה	95%	146.6	סולארי	2025
Slobozia	רומניה	95%	73.6	סולארי	2025
Cellarhead	בריטניה	75%	624	אגירה	2025
Ada	סרביה	85%	26.6	סולארי	2024
Stendal	גרמניה	100%	209.0	אגירה	2025
Sunprime	איטליה	33%	183.2	סולארי	2024-2025
Cybinka	פולין	100%	28.5	סולארי	2025
Blue Sky	ארה"ב	67%	23.7	סולארי	2024-2025
Sabinar III	ספרד	47%	40.0	סולארי	2025
Volter	רומניה	95%	160	סולארי	2025
Turners Farm	בריטניה	80%	33.1	סולארי	2025

בנוסף, לחברה פרויקטים נוספים בהיקף של עד 2.7 גיגה-וואט DC וכ-860 מגה-וואט שעה באגירה, הנמצאים בשלבי ייזום שונים ועשויים להבשיל לכדי פרויקטים בהקמה. הפרויקטים הינם בישראל, ארה"ב, איטליה, פולין ואנגליה.

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני; (2) בחלק מהמדינות בהן היא פועלת הסביבה הרגולטורית בענף מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים, ו/או תלות בתעריף משתנה ויוצרת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי לטווח ארוך. בחלק מהמדינות התקשרה החברה בהסכמי PPA³ למכירת חשמל המחזקים את הוודאות התזרימית לתקופת ההסכם; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים, בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, והנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) גידול מהותי בהספק המותקן ובפיזור הגיאוגרפי הרחב של הפרויקטים המניבים מכ-612 מגה-וואט DC (חלק יחסי בבעלות החברה כ-266 מגה-וואט) בסוף שנת 2022 לכ-933 מגה-וואט (חלק יחסי בבעלות החברה כ-419 מגה-וואט), נכון למועד הדוח. בשנים הקרובות צפויה להימשך מגמה זו, עם הפעלתם המסחרית הצפויה של פרויקטים נוספים בארה"ב, אירופה וישראל; (6) פיזור גיאוגרפי גבוה וריכוזיות הכנסות נמוכה, אשר צפויים אף להוסיף ולהשתפר, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים; (7) אסטרטגיית החברה ליצור תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים, לצד פעילות במדינות מתפתחות ובעלות רגולציה משתנה; (8) לחברה תכנית השקעות משמעותית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר גדול של פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות צפויה להוביל לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים הקרובות; (9) מבנה מימון פרויקטאלי (בחוב Non-Recourse או Limited Recourse) בחברות הבנות; (10) בפעילות החברה בארה"ב בוצעה הפרשה לירידת ערך, וישנה אי עמידה בהתניות פיננסיות של חלק מהפרויקטים; (11) חשיפה לריביות, שערי חליפין ולסיכונים האשראי של המדינות השונות בהן פועלת החברה באירופה ובארה"ב; (12) יחסי כיסוי החוב הינם איטיים ביחס לדירוג, אך צפויים להשתפר במידה מסוימת בשנים הקרובות, בזכות תוספת של פרויקטים חדשים הצפויים להיכנס להפעלה מסחרית ופעילויות נוספות; (13) גמישות פיננסית טובה ויתרות נזילות גבוהות, אשר נכון ליום 31.03.2024 עמדו על כ-903 מיליון ₪, בתוספת של מסגרות לא מחייבות בהיקף של כ-155 מיליון ₪, אשר רובן לא מנוצלות; (14) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה, הממתנת בפיזור רחב של פרויקטים איכותיים באזורים גיאוגרפיים שונים; (15) סיכונים מימון מחדש ועומס פירעונות החל משנת 2027; (16) להערכתנו, לפרויקטים ליצור חשמל מאנרגיה מתחדשת חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברתיים, זאת לאור אסדרה תומכת ומגמות ביקושים התומכות בהם. בנוסף, אנו רואים חשיפה נמוכה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים, אשר נמצאים טרם שלב הסגירה הפיננסית, בארץ ובחו"ל. הנחנו כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 2.0-1.0 מיליארד ₪ בשנים 2024-2026). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלוח הזמנים ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים בתקופת ההקמה, לצד שמירה על יתרות נזילות מספקות. בנוסף, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 170-540 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2024-2026, לאחר הפעלה מסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל, אירופה וארה"ב. בד בבד, יחס חוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 12.5-25.0 בשנים 2024-2026 ויחס כיסוי הריבית צפוי להיות חלש יחסית ולנוע בטווח שבין 0.3-0.8 בשנים אלו. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), צפויה לעלות לעומת רמתה הנוכחית ולנוע בטווח שבין 72%-60% בשנים הקרובות. נציין כי, החברה צופה הכנסות מהותיות מפעילות ה-RTB, אשר שוקללו באופן חלקי בתרחיש הבסיס, לאור חוסר בניסיון מוכח של פעילות זו.

³ Power Purchase Agreement

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במעמדה העסקי של החברה, בפיזור אזורי הפעילות וביתרות נזילות הולמות, המעניקים לחברה גמישות פיננסית ובוודאות תזרים המזומנים הנובעים מנכסי ייצור חשמל, בעיקר מאנרגיה סולארית.

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת 'חרבות ברזל' על כושר החזר האשראי של מפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).⁴

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הפרופיל העסקי של החברה, באמצעות הרחבת פעילותה ומקורותיה התזרימיים
- שיפור מהותי באיתנות הפיננסית וביחסי כיסוי החוב של החברה

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית ויחסי כיסוי החוב של החברה
- חריגות מהותיות בלוח הזמנים ובמסגרת התקציב שנקבעה לפיתוח הפרויקטים הנמצאים בהקמה
- גידול בסיכון הפעילות של נכסי הבסיס של החברה

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪⁵

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024	
360,762	332,197	344,361	93,823	66,097	הכנסות
16,033	(22,203)	26,850	6,881	1,985	EBITDA
1,065,370	736,626	671,399	522,419	904,902	מזומנים ושווי מזומנים ⁶
1,446,873	2,524,619	2,771,121	2,646,048	2,722,716	הון עצמי
587,555	1,700,809	2,531,987	1,769,685	3,092,707	חוב פיננסי
2,177,773	4,597,703	5,668,267	4,787,961	6,181,948	סך מאזן
28.2%	38.6%	45.9%	38.4%	51.3%	חוב פיננסי ל-Cap
302,652	707,403	1,067,471	170,517	159,090	Capex ⁷

⁴ הדוח מפורסם באתר מידרוג.

⁵ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

⁶ כולל פיקדונות לזמן קצר בתאגידים בנקאיים ואחרים.

⁷ מתואם בגין פרעון קרן התחייבויות חכירה, השקעות ברכוש קבוע ובכרישת תאגידים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-3,700 גיגה-וואט עד לשנת 2028, עלייה של כ-70% לעומת התחזית שפורסמה בשנת 2022.⁸ כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות. בנוסף, אנו מעריכים כי המשך המלחמה הניטשת בין רוסיה לאוקראינה צפויה להמשיך ולהגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, עקב שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה.

בחודש אוקטובר 2020⁹ החליטה ממשלת ישראל להגדיל את יעד ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות ל-30% עד שנת 2030, חלף יעד קודם של 17%, ובכלל זה, יעד ביניים של 20% עד 2025. בחודש יולי 2021¹⁰ נקבע יעד לאומי להפחתת פליטות גזי חממה בישראל עד שנת 2050, כך שסך הפליטות בשנה זו יפחת ב-85% לעומת הכמות שנמדדה בשנת 2015. כמו כן, לראשונה בישראל הוחלט על מס פחמן וזאת על מנת לגלם את הנזק הנגרם על ידי פליטת גזי חממה.¹¹ בחודש ספטמבר 2023 אושרה בוועדת השרים לחקיקה יעד לאומי לאיפוס פליטות גזי חממה בישראל עד שנת 2050. בנוסף, נקבע כי עד לשנת 2030 כמות הפליטות של גזי החממה תפחת בשיעור של 30% לעומת שנת 2015.¹² בחודש יולי 2024 פרסמה רשות החשמל קול קורא לקבלת התייחסות הציבור בנושא יעדי האנרגיה המתחדשת לשנת 2035, הכוללת בחינת יעדים גבוהים יותר בטווח של 35%-45% לכל הפחות מסך צריכת החשמל.¹³ להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות. בהתאם לדיווחי החברה, קיימים יעדי ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות עד לשנת 2030 גם במדינות בהן פועלת החברה בעולם. בספרד היעד עומד על כ-56% (מתוכם כ-24% מאנרגיה סולארית וכ-32% ממערכות רוח), ברומניה יעד של כ-36%, באיטליה יעד של כ-28% ובפולין על שיעור שיעמוד על כ-23% לכל הפחות מסך ייצור החשמל. במהלך שנת 2022 אישר הממשל האמריקאי, בין היתר, את הארכת התקופה לזכאות להטבת מס בפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032 ואת העלאת שיעור ההטבה מ-26% ל-30%. כמו כן אושרו הטבות מס נוספות ומשמעותיות, אשר יינתנו תחת עמידה בתנאים מסוימים.

גידול בהספק המותקן ובפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה, מגמת התרחבות ומיקוד בתחום האגירה

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לרבעון הראשון לשנת 2024, מפעילה החברה פרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-933 מגה-וואט DC וכ-29 מגה-וואט שעה באגירה (חלק יחסי בבעלות החברה כ-419 מגה-וואט וכ-12 מגה-וואט שעה באגירה), זאת בהשוואה לכ-628 מגה-וואט DC וכ-21 מגה-וואט שעה באגירה (חלק יחסי בבעלות החברה כ-272 מגה-וואט וכ-8 מגה-וואט שעה באגירה) בתקופה המקבילה אשתקד. במהלך התקופה נכנסו להפעלה מסחרית פרויקט סולארי Ratesti ברומניה, בהספק של כ-155 מגה-וואט ופרויקט סולארי Krzywinski בפולין בהספק של כ-20 מגה-וואט, זאת לצד גידול בצבר הפרויקטים של החברה בישראל בהספק של כ-52 מגה-וואט וכ-8 מגה-וואט שעה באגירה, וצבר החברה באיטליה בכ-75 מגה-וואט. בד בבד, לחברה צבר פרויקטים בהספק כולל של כ-197 מגה-וואט וכ-122 מגה-וואט שעה באגירה, אשר לדברי החברה חוברו לאחר מועד פרסום הדוח או הנמצאים בשלבי חיבור ועתידיים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך שנת 2024. הפרויקטים המהותיים ממוקמים בישראל (צבר

⁸ [דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, ינואר 2024](#)

⁹ [אנרגיה מתחדשת בישראל - רקע וסוגיות לדיון - 19.10.2020](#)

¹⁰ [החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021](#)

¹¹ [החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021](#)

¹² [אישור חוק האקלים, ספטמבר 2023](#)

¹³ [קול קורא לקבלת התייחסות הציבור בנושא יעדי האנרגיה המתחדשת לשנת 2035](#)

פרויקטים סולאריים ואגירה עם הספק כולל של כ-35 מגה-וואט וכ-62 מגה-וואט שעה באגירה), באיטליה (צבר פרויקטים סולאריים עם הספק כולל של כ-59 מגה-וואט), בספרד (פרויקט Sabinar II עם הספק כולל של כ-83 מגה-וואט) ובבריטניה (פרויקט אגירה Buxton בהספק כולל של כ-60 מגה וואט שעה. בנוסף, לחברה פרויקטים נוספים בהיקף כולל של כ-1.2 גיגה-וואט DC ועוד כ-940 מגה-וואט שעה באגירה, אשר נמצאים בהליכי הקמה ולקראת הקמה, וצפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2024-2026. נכון למועד כתיבת הדוח, הפרויקטים המהותיים ביותר של החברה, אשר נמצאים לקראת הקמה, הינם, בין היתר, פרויקט אגירה Cellarhead בבריטניה, בהספק כולל של כ-624 מגה-וואט שעה באגירה וצבר של חמישה פרויקטים הנמצאים בהקמה או לקראת הקמה ברומניה בהיקף כולל של כ-816 מגה-וואט DC.

בשנים הקרובות, לחברה תוכנית השקעות משמעותית בתחום האגירה. נכון למועד הדוח סך צבר פרויקטי האגירה בחיבור, בהקמה, לקראת הקמה וברישי נאמד על כ-1.92 גיגה-וואט שעה (חלק החברה כ-1.16 גיגה-וואט שעה), כאשר צבר הפרויקטים מפוזר בין המדינות ישראל, גרמניה ובריטניה. בישראל צבר הנאמד בכ-772 מגה-וואט שעה, בגרמניה פרויקט אגירה Stendal בהיקף של כ-209 מגה-וואט שעה ובבריטניה צבר פרויקטי אגירה בהיקף כולל של כ-945 מגה-וואט שעה, ביניהם פרויקט Toton בהספק של כ-260 מגה-וואט שעה, ופרויקט Cellarhead, כפי שפורט לעיל.

לחברה פיזור לקוחות נרחב בארץ ובח"ל, כאשר בישראל הלקוחות של חברות הקבוצה הינם בעיקר הצרכנים (שותפים בתאגידי הפרויקט המשותף או בעלי הנכסים אשר בשטחם מוקמות המערכות הפוטו-וולטאיות), מחלקי חשמל הרוכשים את החשמל המיוצר במערכות המצויות בשטחם מתאגידי הפרויקט המשותף, מנהל המערכת וחח"י, ולא קיים צרכן חשמל אשר ההכנסות ממנו בישראל היוו 10% או יותר. בחו"ל ההכנסות ממכירת החשמל המיוצר בפרויקטי Olmedilla ו-Sabinar בספרד, הינן מכוח הסמכי מכירת חשמל (PPA¹⁴), בהם התקשרו חברות אלו עם TELECOR S.A, ומקצתן בשוק הפתוח (Merchant) במחירי Spot. להערכתנו TELECOR S.A הינו לקוח מהותי, לאור היקף ההכנסות שהתקבלו מלקוח זה, הנאמדות על כ-103 מיליון ₪ לשנת 2023. מכירות החשמל על ידי חברות הפרויקט Ratesti ו-Krzywinski ברומניה ובפולין בהתאמה, מבוצעת בשוק הפתוח על או בסיס תעריפי השוק הפתוח. חברת Blue Sky בארה"ב מתקשרת לרוב בהסכמים עם שוכרים בנכס למכירת הזיכוי בגין החשמל המוזרם לרשת עד לסיום הסכם השכירות של השוכר. ב-Sunprime באיטליה החברה פועלת מכוח הליך מכרזי שמבצע מנהל שירותי החשמל האיטלקי למכירת חשמל בצורה של הסכמי הפרשים (CfD).

פיתוח פעילות RTB - החברה פועלת האמצעות חברות Noventum, פלטפורמה בריטית, המוחזקת בשיעור של 80% על ידי נופר והוקמה על ידה בשנת 2021, ו-Electrum Nofar המפתחות פרויקטי אנרגיה מתחדשת, עד להגעתם לשלב RTB, כלומר פרויקטים אשר הבשילו מבחינת אישורים והגיעו לשלב בו ניתן להקים אותם, וזאת במטרה להקים או למכור את הפרויקטים בשלב זה לצדדים שלישיים בתשואות המוערכות כגבוהות על ידי החברה. פיתוח של פעילות מהותית בתחום זה יכול ליצור זרוע מהותית נוספת ולשפר את הגיוון העסקי של החברה בשנים הקרובות.

אסטרטגיית החברה ליצירת תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים, במקביל לפעילות במדינות מתפתחות עם מדיניות רגולטורית משתנה

החברה פועלת כיום, מפתח ובעלים של מתקנים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת. המודל העסקי מבוסס על השקעה בייזום והקמת פרויקטים, והחזר ההשקעה מתוך ההכנסות ממכירת החשמל לרשת החשמל ו/או ממימוש הנכסים שברשותה, על ידי מכירת זכויותיה במתקנים. הפרויקטים ממומנים באמצעות שילוב של רכיב הון עצמי ורכיב חוב בכיר ו/או ציבורי. לחברה ניסיון במימון פרויקטאלי בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידי בנקאיים מקומיים ובינלאומיים. בשוק הישראלי, על פי רוב, החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של המתקנים. בשוק הבינלאומי, אסטרטגיית החברה הינה לחבור לשותפים מקומיים ולקדם עמם את תהליך הייזום והפיתוח של המתקנים או לפתח באופן עצמאי את הפרויקטים. מבחינה גיאוגרפית,

¹⁴ Power Purchase Agreement.

אסטרטגיית החברה הינה ליצור תמהיל רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים, במקביל לפעילות במדינות מתפתחות אשר מאמצות רגולציה שקופה וברורה יחסית.

במהלך חודש אוקטובר 2022 אישר האיחוד האירופי תקנות זמניות¹⁵ לטיפול במחירי האנרגיה, במסגרתם נקבע כי מדינות החברות באיחוד האירופאי יקבעו תקנות זמניות במטרה לצמצם את צריכת החשמל ולהפחית את מחירי החשמל. במסגרת זו אושרה תקנה הקובעת הפחתת תעריף החשמל לאזרחי האיחוד וביניהם קביעת מחיר תקרה להכנסותיהן של חברות מתחום האנרגיה המתחדשת, כך שיעמוד לכל היותר על 180 אירו למגה-וואט שעה וזאת עד לסוף חודש ינואר 2024¹⁶. כמו כן, בדצמבר 2023 אישר האיחוד האירופי את הארכת התקנה עד לסוף ינואר 2025¹⁷. נציין, כי באיטליה פועלות החברה מכוח הליך מכרזי, לתעריף מובטח לתקופה של 20 שנה, שמבצע מנהל שירות החשמל ולא צפויה השפעה של הגבלת המחיר על הכנסות החברה. במדינות פולין, רומניה, ספרד ובריטניה, בהן נמצאת עיקר פעילותה של החברה, למיטב ידיעת החברה הגבלת המחיר לא צפויה להשפיע על ההכנסות. להערכתנו, המדיניות הרגולטורית בארה"ב הנוגעת לאנרגיה מתחדשת, כמפורט לעיל, צפויה לתמוך בצמיחת פעילות החברה במדינה במהלך השנים הקרובות.

לחברה תכנית השקעות משמעותית ומאתגרת, הצפויה לאפשר את המשך צמיחתה המואצת

לחברה תכנית השקעות משמעותית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר גדול של פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים האחרונות, כאשר הוצאות ה-Capex בשנים 2024-2026 צפויות לנוע בטווח שבין 1.0-2.0 מיליארד ש"ח בשנים 2024-2026, זאת בהשוואה לכ-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2023 (כולל רכישת חברות). כאשר חלק ניכר מההשקעות צפויות להתבצע בפרויקטים באירופה, כמפורט לעיל. עם זאת, יתרות הנזילות הגבוהות של החברה, אשר עמדו על כ-903 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.2024, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הן או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה. לדברי החברה, קיימת גמישות בתוכנית ההשקעות, כאשר ההשקעות מובצעות רק כאשר יש בידיה את מקורות המימון הנדרשים לפרויקטים, והיא צופה כי תוכל להשלים את הקמתם, בעיקר בפרויקטים בהם החברה בעלת שליטה.

גידול בתזרים המזומנים של החברה, הנשען על הסכמים ארוכי טווח לאספקת חשמל, לצד יחסי כיסוי חוב איטיים, אשר צפויים להשתפר בשנים הקרובות

מתקנים לייצור חשמל מהווים תשתית חיונית ונדבך משמעותי במשק החשמל, כאשר מכירת החשמל המיוצר בהם מובצעת מכוח הסכמי PPA, אסדרות תעריפיות, או CfD מול חברות החשמל ו/או מנהל המערכת המקומי ו/או בשוק החשמל. הסכמי מכירת חשמל, אסדרות תעריפיות ואסדרות CfD כוללים, בין היתר, תעריף קבוע המשולם בתמורה לאספקת החשמל, ולהערכתנו, תורמים רבות ליציבות ולוודאות תזרים המזומנים של החברה. בשנת 2023 הסתכם היקף ה-EBITDA המתואם בכ-26.9 מיליון ש"ח, בהשוואה ל-EBITDA מתואם שלילי בסכום של כ-22.2 מיליון ש"ח בשנת 2022. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA (באיחוד יחסי) צפוי לגדול משמעותית ולנוע בטווח שבין 170-550 מיליון ש"ח בשנים 2024-2026, זאת בעיקר לאור הצפי להפעלה מסחרית של פרויקטים מהותיים חדשים, כמפורט לעיל. נציין, כי יחסי כיסוי החוב של החברה נמצאים במגמת שיפור, אך הינם איטיים ביחס לרמת הדירוג ומאופיינים בשיעור מינוף גבוה, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החובות הפרויקטאלי. הנושא בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס החוב ל-EBITDA, אשר צפוי לעמוד על כ-25.0 בשנת 2024, כאשר בשנים 2025-2026 היחס צפוי להשתפר במידה מסוימת ולנוע בטווח שבין 18.0-12.0. כמו כן, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון, צפוי לעמוד עד כ-0.3 בשנת 2024 וצפוי להשתפר מעט ולנוע בטווח שבין 0.7-0.8 בשנים 2025-2026. עוד ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי כיסוי החוב באופן מהותי, אולם הפעלתם המסחרית של אותם פרויקטים (מספר שנים לאחר מכן), צפויה לקצר אותם.

¹⁵ [COUNCIL REGULATION \(EU\) 2022/1854, October 2022](#)

¹⁶ [COUNCIL REGULATION \(EU\) 2022/2578, December 2022](#)

¹⁷ [COUNCIL REGULATION \(EU\) 2023/2920, December 2023](#)

חשיפה לשינויים בשער הריבית, בשערי החליפין וכן, לסיכוני האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

הפרויקטים בהחזקת החברה חשופים לשינויים בשער הריבית, כאשר חלק מההלוואות הינן בריבית משתנה. לדברי החברה בוצע עבור חלק מהפרויקטים גידור ריבית של החוב הבכיר ויבוצעו מהלכי גידור נוספים כנגד עליה בשיעור הריבית על החוב הבכיר, כאלה הצפויים להקיף את מירב החוב הבכיר, אך להביא בחשבון גם את עקום הריבית הצפוי והשפעת הגידור על תשואות הפרויקטים. נוסף על כך, פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לשערי החליפין של המטבעות המקומיים ולהפרשי שער, ככל שייוצרו, בקשר עם המרת פעילויות החוץ וכן בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. החשיפה קיימת הן ברמת החברה, אשר מקבלת תזרימים במטבעות שונים, והן ברמת הפרויקטים בהם ישנן עלויות הקמה ו/או תפעול הנקובות במטבע שאינו המטבע בו נקוב התעריף למכירת החשמל. סיכון זה ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זה). להערכתנו, חשיפת החברה לשינויים בשער החליפין אף צפויה לגדול בשנים הקרובות, נוכח תזרימים מהותיים הצפויים להתקבל מן הפרויקטים באירופה ובארה"ב, הנמצאים בתקופת ההקמה. בד בבד, נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים לאספקת חשמל חושפים את החברה גם לסיכוני האשראי של המדינות בהן היא פועלת, בין היתר: ארה"ב (מדרגת Aaa עם אופק שלילי ע"י מודיט), גרמניה (Aaa אופק יציב), פולין (A2 אופק יציב), בריטניה (Aa3 אופק יציב), סרביה (Ba2 אופק יציב), רומניה (Baa3 אופק יציב), ספרד (Baa1 אופק יציב) ואיטליה (Baa3 אופק יציב).

המשך עלייה ברמת המינוף של החברה נוכח תכנית השקעות משמעותית

החברה פועלת באמצעות החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, הנע בטווח שבין 50%-85%. רמת המינוף המאזני של החברה גדלה במידה מסוימת בשנת 2023, בין היתר, בעקבות הנפקת סדרות אג"ח ב' ו-ג' והרחבת סדרה א', בתמורה כוללת של כ-874 מיליון ₪. יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) עמד ביום 31.03.2024 על כ-51.3%, לעומת כ-45.9% בסוף שנת 2023. נציין, כי נוכח תכנית ההשקעות המשמעותית של החברה, רמת המינוף הנוכחית צפויה לעלות, כך שבהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לעלות לכ-60% בסוף שנת 2024 ולנוע בטווח שבין 68%-72% בשנים 2025-2026 (באיחוד יחסי). הפגיעה הצפויה בסביבת המינוף, נובעת בעיקר כתוצאה מייזום פרויקטים חדשים בהיקף משמעותי, אשר כוללים הוצאות מהותיות עבור פיתוחם, תוך הגדלת החוב המאוחד.

פעילות החברה בארה"ב כוללת הפרשה לירידת ערך ואי עמידה בהתניות פיננסיות של פרויקטים

נכון למועד הדוחות הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2024, לחברה פעילות בארה"ב בהספק כולל של כ-18 מגה-וואט, בנוסף לצבר פרויקטים בהקמה ולקראת הקמה, בהספק כולל של כ-24 מגה-וואט. לאור תוצאות הפעילות בארה"ב, ביצעה החברה בחינה לירידת ערך מוניטין במהלך הרבעון האחרון לשנת 2023. במסגרת הבחינה לירידת ערך, אותה ביצעה החברה על ידי מעריך שווי חיצוני, נמצא כי סכום בר ההשבה של המערכות לפי שווי שימוש, נמוך מערכם הפנקסני של המערכות. לפיכך הכירה החברה בירידת ערך של המערכות, ובהתאם בוצעה הפרשה לירידת ערך רכוש קבוע בסך של כ-21 מיליון ₪, וכן הפרשה לירידת נכס בלתי מוחשי בהיקף של כ-13 מיליון ₪. בנוסף, בחודש דצמבר 2023 חתמה חברת הבת בארה"ב עם הבנק המלווה על הסכם פריסה מחדש אשר כלל פירעון חלקי של 5 מתוך 11 הלוואות לפרויקטים, שהחל מסוף שנת 2022 לא עמדו באמות המידה מול הבנק המממן. כמו כן, למועד זה החברה מנהלת משא ומתן עם הבנק בנוגע להסכם פריסה מחדש בתנאים דומים ליתרת הלוואות (בסכום כולל של כ-4.6 מיליון דולר). לדברי החברה הבנק לא דרש פירעון מיידי של הלוואות אלו נכון למועד הדוחות הכספיים לשנת 2023, זאת למרות שהינו רשאי לעשות זאת בהתאם להסכם המימון.

מדיניות פיננסית סדורה, גמישות פיננסית טובה, לצד נזילות חזקה, אי-חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני

נכון ליום 31.03.2024 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-903 מיליון ₪ (וכ-722 מיליון ₪ בסולו) לעומת כ-661 מיליון ₪ בסוף שנת 2023. להערכתנו, יתרות המזומן ימשיכו להיות גבוהות באופן יחסי גם בשנים הבאות. נציין, כי נכון למועד הדוח, לחברה מסגרות אשראי לא מחייבות, אשר רובן לא מנוצלות בסך של כ-155 מיליון ₪. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד והיא לא חילקה דיבידנדים בין השנים 2012-2024, כאשר בהתאם לדברי הנהלת החברה, היא אינה צפויה לחלק גם דיבידנדים בשנים הקרובות. שמירה על יתרות נזילות אלו, לצד מדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים תומכים בדירוג החברה, בדגש לתקופה הקרובה, המלווה

בתוכנית השקעות משמעותית.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה השליטה בחברה מאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

בעל המניות העיקרי ובעל השליטה בחברה הינו מר עופר ינאי, המחזיק בכ-27.7% מסך מניות החברה. בעלי מניות עיקריים נוספים הינם קרן נוי (9.51%), הפניקס, מור, מגדל, אלטשולר, מיטב דש, הראל ונדב טנא - מנכ"ל החברה (4.92%). בעלי השליטה בחברה מאפשרים בשנים האחרונות גיוסי הון מהותיים, אשר תרמו לשמירה על רמות מינוף סבירות, חרף ביצוע השקעות מהותיות, כאשר בשנים 2020-2023 החברה גייסה כ-1.5 מיליארד ש"ח בהון מניות. כמו כן, בהתאם לדברי החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות. להערכתנו, ככל ומדיניות בעלי השליטה בחברה תישאר עקבית, היא צפויה להמשיך ולתמוך בתוכנית ההשקעות של החברה, ולחזק את המשך צמיחתה, תוך שמירה על יחס הולם בין החוב להון.

סיכון מימון מחדש מהותי ועומס פירעונות החל משנת 2027

בשנים 2027-2029 החברה צפויה לעמוד בפני עומס פירעונות, הנובע מתשלומי סדרות האג"ח, בסכום של כ-1.3 מיליארד ש"ח, בין היתר, כתוצאה מפירעון רכיבי בולט, בסדרה א' בסוף שנת 2027 בסך של כ-540 מיליון ש"ח, וסדרה ב' על סך כ-408 מיליון ש"ח בשנים 2028-2029.

כמו כן, לחברה צפויים תשלומי חוב מהותיים מרכיבי בולט במספר פרויקטים בשנים 2031-2036 בהיקף כולל מהותי. עומסים אלו נלקחו בחשבון במסגרת הדירוג. להערכת מידרוג, סכום הפירעונות צפוי להוות תשלום משמעותי ויוצר סיכון של מימון מחדש, אשר ניצב בפני החברה במהלך שנים אלו. להערכתנו ועל פי תרחיש הבסיס, סיכון המימון מחדש בפרויקטים ממותן חלקית על ידי מאפייני החוב הפרויקטלי, אשר מגויס על ידי חברת הפרויקט כחוב נון-ריקורס לחברה.

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה, הממותנת בפיזור רחב של פרויקטים באזורים

גיאוגרפיים שונים

לחברה קיימות נחיתות מבנית ותזרימית נוכח החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים ונחותים. נכסי הבסיס בחברות הפרויקטים, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטאלית בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה. להערכתנו, נחיתות זו ממותנת בפיזור הרחב של פרויקטי החברה, הממוקמים באזורים גיאוגרפיים שונים ובמספר גדול של מדינות ובטכנולוגיות שונות של PV ואגירה.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית ומערכות אגירה. הפרויקטים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. עם זאת, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כאשר אירועים סביבתיים שאינם ניתנים לחיזוי, כגון שיטפונות, סערות חול ורעידות אדמה, עלולים לגרום להשבתה והרס המערכות שהוקמו ובכך לפגוע בתקופת הפעלת הפרויקטים וברווחיותם. עם זאת, סיכון זה ממותן בפיזור גיאוגרפי נרחב. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. כמו כן, להערכתנו, סיכונים ממשל תאגידי אינם נושאים השפעה מהותית על החברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג ¹⁹		LTM ¹⁸ - 31.12.23			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il-Aa.il	---	A.il-Aa.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aa.il	8.9 מיליארד ₪	A.il	6.2 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
A.il	---	A.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	21%	Aa.il	9.9%	Capex/PPE	
Ba.il	18.3	Caa.il	37.7	חוב ברטו / EBITDA	רווחיות
Ba.il	0.6	Ca.il	(0.1)	EBIT / Int	
Baa.il	66.6%	A.il	48.3%	חוב / CAP	פרופיל פיננסי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

דוחות קשורים

[דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[השלכות מלחמת "חברות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28.07.2024

תאריך דוח הדירוג:

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ

שם יוזם הדירוג:

ע.י. נופר אנרג'י בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

¹⁸ הנתונים מוצגים באיחוד יחסי לא מבוקר.

¹⁹ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.