

או.פי.סי אנרגיה בע"מ

מעקב | מאי 2026

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

robert.a@midroog.co.il

אלון כהן

אנליסט, מעריך דירוג משני

alon.c@midroog.co.il

איריס שדה אור, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

iris.s@midroog.co.il

או.פי.סי אנרגיה בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: חיובי	A1.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A1.il לחברת או.פי.סי אנרגיה בע"מ (להלן "או.פי.סי" ו"או" החברה" ו"או" הקבוצה"), וכן דירוג זהה לאגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד') שהנפיקה החברה, ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. השינוי באופק הדירוג משקף את התחזקות הפרופיל הפיננסי של החברה, על רקע חיזוק משמעותי של בסיס ההון לצד שיפור מתמשך בתוצאות מגזר פעילות הגז הטבעי בארה"ב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.10.2028	חיובי	A1.il	1166057	או פי סי אגח ב
01.09.2030	חיובי	A1.il	1180355	או.פי.סי אגח ג
25.09.2034	חיובי	A1.il	1203264	או.פי.סי אגח ד

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות, במקביל לשינויים רגולטוריים בעקבות שינוי הממשל בארה"ב; (2) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ובאמצעות גז טבעי, בארץ ובארה"ב, המוערכים על ידי מידרוג כבעלי סיכון בינוני; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים בהשוואה לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות הפועלות בגז טבעי, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית, חשיפה לשינויים במחירי החשמל, זמני פיתוח ארוכים, וכן זמני המתנה ארוכים לציוד מצד ספקים מובילים (Top tier); (4) תמהיל גיאוגרפי מגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים ובעלי אסדרה תומכת ורגולציה שקופה; (5) פריסה רחבה של תחנות כוח בישראל הפועלות תחת אסדרות רגולטוריות שונות, תוך מיקוד במכירת חשמל ללקוחות פרטיים בהסכמים ארוכי טווח; (6) הביקוש לחשמל בארה"ב צפוי לעלות בשנים הבאות, במיוחד בשל הקמת חוות שרתים, בפרט עקב התרחבות יישומי הבינה מלאכותית ומעבר לתחבורה מבוססת חשמל. מגמות אלו, לצד אתגרים גוברים בשמירה על אמינות אספקת החשמל, עשויות, ככל שתחזיות הביקוש יתממשו, להוביל למחסור בצד ההיצע. גידול זה צפוי להשפיע לחיוב על מחירי החשמל כאשר נקבעו מחירי זמינות גבוהים בשנים הקרובות, ובשוק ה-PJM הוארכה רצועת הגבלת המחירים עד לשנת 2030, באופן המייצר רמת ודאות גבוהה ומשמעותית לטווח הארוך ביחס למקובל בשוק. כמו כן, מגמות אלו צפויות להרחיב את הייצור במשק החשמל ולהרחיב את אמצעי הייצור, בין היתר, באמצעות קידום הקמתן של תחנות כוח המונעות בגז טבעי; (7) הכנסות ממגוון מגזרי פעילות וטכנולוגיות, במקביל להקמה ופיתוח של פרויקטים עתידיים בישראל ובארה"ב, כאשר יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של הפרויקטים אותם מחזיקה החברה; (8) חשיפה לנתונים מאקרו-כלכליים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים אשראי של ארה"ב וישראל; (9) לחברה תכנית השקעות הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים מהותיים בארץ ובארה"ב, כאשר בהתאם הוצאות ה-Capex בשנים 2026-2027 צפויות לנוע בטווח שבין 3.5-5.7 מיליארד \$ לשנה; (10) יחסי הכיסוי של החברה ארוכים יחסית, התואם את הנהוג בענף, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החובות; (11) רמת המינוף הצפויה של החברה מוערכת על ידי מידרוג כנמוכה ביחס לחברות השוואה בענף, כאשר יחס החוב ברוטו ל-CAP¹ צפוי לנוע בשנים 2026-2027 בטווח שבין 58%-60% (באיחוד יחסי של חברות כלולות); (12) יתרות מזומנים מהותיות, לצד החלטת דירקטוריון החברה מחדש מרץ 2026 להשהות את מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה לפחות לשנתיים נוספות; (13) בעל השליטה בחברה, המוערך כבעל איתנות פיננסית, מאפשר הנפקות הון מרובות תוך השתתפות בחלקן, אשר תרמו לחיוב לשמירה על רמות מינוף נמוכות, חרף ביצוע השקעות מהותיות; (14) להערכת מידרוג, החברה פועלת בסביבת פעילות בטוחה יחסית, בדגש על שווקים מפותחים ובמדינות המאופיינות בסיכון אשראי

¹ בהתאם למתודולוגיית מידרוג, חישוב ה-CAP כולל את סך החוב ברוטו, ההון העצמי (לרבות זכויות המיעוט) והתחייבויות בגין מיסים נידחים.

נמוך (ישראל וארה"ב) ויציבות רגולטורית יחסית; (15) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה וממומנים בחוב בכיר; (16) סביבה עסקית תומכת בשוק החשמל בארה"ב; (17) חשיפה בינונית של החברה לסיכונים סביבתיים, הממותנת לנוכח פעילות החברה בתחום פרויקטים אשר אינם פולטים גזי חממה. חשיפה נמוכה לסיכונים חברתיים, בהקשרי ייצור אחראי והצורך בשמירה על אמינות אספקת החשמל מתחנות הכוח. כמו כן, החברה חשופה למגמת מעבר לאנרגיות ירוקות חלף אנרגיה פוסילית. בהקשר לפעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהן של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. להערכתנו, לחברה חשיפה נמוכה לסיכונים ממשל תאגידי.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות מהותיות², היקף ה-EBITDA השנתי צפוי לנוע בטווח של 1.55-1.80 מיליארד \$ בין השנים 2026-2027, לאחר הפעלתם המסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל ובארה"ב, לצד הערכות החברה לגידול נוסף במרווחי החשמל והכנסות הזמינות בחלק מהתחנות בארה"ב. במקביל, יחס כיסוי החוב ברוטו ל-EBITDA של החברה צפוי לנוע בשנים 2026-2027 בטווח שבין 8.0-9.2 (באיחוד יחסי של חברות כלולות). בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו צפוי לנוע בטווח שבין 1.6-2.0. הנחה כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בשנים 2026-2027 צפויות לנוע בטווח שבין 3.5-5.7 מיליארד \$ לשנה). כמון כן, הונח כי יחס החוב ברוטו ל-CAP צפוי לנוע בטווח שבין 60%-58% בשנים 2026-2027. נציין, כי במסגרת תרחיש הבסיס נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלוח הזמנים ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים בתקופת ההקמה לצד שמירה על יתרות נזילות מספקות. בנוסף, הבאנו בחשבון כי רוב הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי נתמך בחיזוק משמעותי של בסיס ההון, בשיפור מתמשך בפעילות מגזר הגז הטבעי בארה"ב, מעמדה העסקי של החברה, בפורטפוליו נכסים מניבים מגוון ובהיקף רחב, וכן ברמות נזילות והולמות ובוודאות גבוהה של תזרימי המזומנים מנכסי ייצור חשמל.

מבצע "שאגת האר" שהחל ב-28 בפברואר 2026 הוביל לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, סגירת התנועה האווירית האזרחית, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן גיוס מילואים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. 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.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הפרופיל העסקי של החברה, דרך הרחבת פעילותה ומקורותיה התזרימים
- שיפור ברמות המינוף וביחסי כיסוי החוב של החברה

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי שלילי מהותי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית ויחסי כיסוי החוב

² בפרויקטי החברה בארה"ב, שיעורי ההחזקה שנלקחו לצורך תרחיש הבסיס, הינם שיעורי ההחזקה של קבוצת CPV בפרויקט.

א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪³

31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	
1,927	2,552	2,779	3,002	הכנסות
244	511	600	393	EBITDA ⁴
286	242	166	523	חלק ברווחי חברות כלולות
217	169	197	457	רווח לשנה
974	1,007	962	2,913	מזומנים ושווי מזומנים ⁵
4,366	5,242	6,421	8,007	הון עצמי
4,209	5,804	4,722	5,628	חוב פיננסי ⁶
9,532	12,618	12,067	14,987	סך מאזן
952	2,424	1,997	1,585	Capex ⁷

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה במגזר ייצור ואספקת החשמל בישראל

החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי במשק הישראלי, כאשר ענף זה מוערך ע"י מידרוג בדרגת סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות, לצד סיכונים תפעול גבוהים ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. בהתאם לדוח משק החשמל⁸, בשנת 2024 עמד היקף ייצור החשמל בפועל של יצרנים פרטיים על כ-64% מכלל החשמל המיוצר במשק. הענף מאופיין בהיבטים של "כלכלת אי בודד" ובעל ביקושים צומחים על פני זמן, לאור העובדה כי מדובר בשירות חיוני ובסיסי, המושפע בין היתר, מגידול עקבי באוכלוסיית מדינת ישראל, המצויה בקורלציה גבוהה עם צריכת החשמל. בד בבד, נכון למועד כתיבת הדוח, משק החשמל בישראל נמצא במחסור בצד ההיצע, כאשר על פי התחזיות העדכניות, קיים צורך במספר תחנות כוח חדשות על מנת לספק את הביקוש העתידי. בנוסף, ניכרת השפעת מדיניות משרד האנרגיה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות, כאשר תהליך הסבת תחנות הכוח הפחמיות לבעלות חברת החשמל לישראל בע"מ⁹ (להלן: "חח"י") לגז טבעי צפוי להסתיים בשנים הקרובות, אם כי נבחנת הארכת שימור תחנות כוח הפועלות בגז בעת חירום¹⁰. בהתקשרויות עם הלקוחות הפרטיים של החברה גובה החברה את תעריף עומס וזמן (להלן: "התעו"ז") בניכוי הנחה מרכיב הייצור. מאחר שמחיר החשמל בהתקשרויות בין רותם, חדרה וגת (וכן של מתקני הייצור) לבין לקוחותיהן מושפע במישור מרכיב הייצור, וכן רכיב הייצור הינו הבסיס להצמדת מחיר הגז הטבעי בהתאם להסכמי אספקת הגז של חברות הקבוצה בישראל, חשופה החברה לשינויים ברכיב הייצור. בעבר הושפע רכיב הייצור, בין היתר, משינויים בעלויות הייצור ורכישת האנרגיה על ידי חח"י, לרבות עלות הגז ומחיר הפחם.

בחודש דצמבר 2025, פרסמה רשות החשמל החלטה לעדכון מבנה תעריף החשמל, במסגרת ההחלטה אשר עדכון מקיף לתעריף הייצור שמטרתו להתאים את התעריף למבנה תחרותי ולהגביר יציבות וודאות. בהתאם לשינויים, רכיב הייצור מפוצל לרכיב קבוע ורכיב משתנה, כאשר נקודת המוצא לשניהם מבוססת על תעריפי שנת 2025. בשלב זה טרם הוטמע מחיר שוק חצי שעתי (MCP), נושא אשר יבחן במהלך שנת 2026. התעריף ייקבע בראייה תלת-שנתית לשנים 2026-2028 ויעודכן באופן אוטומטי וחצי-שנתי באמצעות מנגנוני הצמדה למדדים רלוונטיים במקום חישובי תחזיות שנתיים מורכבים. רכיב הייצור המשתנה יוצמד למדד המחירים לצרכן, לשער החליפין, ולמחירי הפחם, בעוד הרכיב הקבוע יוצמד למדד ולריבית חסרת סיכון, תוך הכללת התאמות בגין החזרי עבר,

³ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

⁴ היקף ה-EBITDA אינו כולל את חלק החברה ברווחי חברות כלולות.

⁵ כולל פיקדונות לזמן קצר אשר אינם מוגבלים.

⁶ מותאם בגין התחייבויות חכירה ובניכוי קרנות לשירות חוב.

⁷ מותאם בגין רכישת תאגידיים, השקעות בחברות כלולות ומקדמות לרכישת החזקות.

⁸ [דוח מצב משק החשמל לשנת 2024, רשות החשמל.](#)

⁹ [מדורגת Aaa באופק יציב.](#)

¹⁰ [עקרונות מדיניות - בחינת היקף ואופן הארכת השימור של יחידות ייצור חשמל 1-4 בתחנת הכוח "אורות רבין" - משרד האנרגיה והתשתיות, 01.12.2025.](#)

זמינות יחידות ייצור ונטרול קנסות. על מנת לוודא שהתעריף לא מתרחק באופן משמעותי מהעלויות בפועל, קבעה הרשות רצועה שנועדה לאפשר את עדכון התעריף כאשר נוצרים הפרשים המצטברים למעל סכום של 750 מיליון לחח"י ו-350 מיליון ₪ לנגה, וכן רצועות נוספות לכל מקטע פעילות ולחח"י ולנגה במשותף. פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי בישראל מתבצעת בהתאם לאסדרות שנקבעו על ידי רשות החשמל. תחנות הכוח של החברה בישראל, בהן היא מחזיקה בשרשרת בשיעור של 80%, עוסקות בייצור ואספקת חשמל ואנרגיה בעיקר ללקוחות פרטיים מלבד תחנת צומת, אשר במסגרת אסדרה מוכרת זמינות וחשמל לנגה.

נציין, כי החברה מנהלת את מכירות החשמל מתחנות הכוח רותם, חדרה וגת ופעילות ההספקה הווירטואלית (ועם השלמת הקמתם, גם באמצעות מתקני ייצור בחצרות צרכנים) באופן שנועד למקסם את הסינרגיה בתחום הפעילות. כך, בין היתר, פועלות חלק מהתחנות במודל של הספקה מאוחדת באופן שמכירת החשמל המיוצר במתקני הקבוצה ללקוחות קצה מתבצעת באמצעות חברה בקבוצה בעלת רישיון הספקה מותאם.

כמו כן, החברה מקדמת את הקמתו של פרויקט רמת בקע בטכנולוגיית PV בשילוב אגירה בהספק של כ-0.5 ג'גה-וואט וכ-3.8 ג'גה-וואט שעה באגירה. פרויקט רמת בקע, הצפוי לפעול במסגרת אסדרת מודל שוק מהווה חלק מאסטרטגיית הקבוצה להרחבת פעילותה בתחום ייצור ואספקת החשמל בישראל, ומהווה דריסת רגל בתחום ייצור אנרגיה סולארית ואגירה בישראל בכלל, ובתחום האנרגיות המתחדשות בפרט. יתר על כן, החברה מקדמת את הקמתו של פרויקט חדרה 2, תחנת כוח מונעת בגז טבעי במחזור משולב בהספק של כ-850 מגה וואט, אשר צפויה להיות ממוקמת בצמוד לתחנת הכוח חדרה. חדרה 2 צפויה לקום במסגרת החלטה מספר 69407 - אסדרה ליחידות ייצור קונבנציונליות.

המשך התפתחויות חיוביות בשוק החשמל בארה"ב

שוק החשמל בארה"ב מפוקח הן ברמה הפדראלית והן ברמה המדינתית. הרגולטור הפדראלי העיקרי הוא הנציבות הפדראלית לרגולציית אנרגיה - Federal Energy Regulatory Commission (להלן: "FERC"), לצד פיקוח רגולטורי נוסף ברמת המדינה של נציבויות ציבוריות מדינתיות נפרדות. שוק החשמל באזורים מסוימים בארה"ב פועל במסגרת מפעילי שוק אזוריים או מדינתיים, המכונים ארגוני הולכה אזוריים Regional Transmission Organizations (להלן: "RTO") או מנהל מערכת עצמאי Independent System Operator (להלן: "ISO"). תפעול שוטף של מערכת ההולכה, ניהול השווקים הסיטונאיים באזורי הפעילות, תכנון ארוך טווח של ההולכה ופונקציות של הלימות משאבים נעשה על ידי ה-ISOs וה-RTOs.¹¹

החברה פועלת בארבעה משוקי החשמל המרכזיים בארה"ב PJM, NYISO, ISO-NE, ERCOT. שוק ה-PJM¹² הינו ISO-RTO המכסה אזור של 13 מדינות במזרח ארה"ב בהיקף של כ-177 ג'גה-וואט, ואחראי, בין השאר, למנגנון מכרזי הזמינות, רכישת חשמל בשוק, אספקת חשמל, הולכה, ושירותים נלווים. מכרזי זמינות נערכים בד"כ במרכז שנתי, ככלל עבור תקופה של 3 שנים קדימה. ביום 14.04.2025 אישר ה-FERC ל-PJM להחיל מנגנון הגבלת מחיר, לפיו מחירי מכרזי הזמינות יוכלו לנוע בטווח של 175-325 דולר למגה-וואט ליום למכרזי הזמינות עבור השנים 2026-2027 וכן 2027-2028. נציין, כי במכרזי הזמינות לשנים 2024-2025 נעו מחירי הזמינות בין 28-55 דולר למגה-וואט ליום. במהלך השנים 2024-2025 פורסמו תוצאות מכרזי הזמינות לשנים 2026-2027 ולשנים 2027-2028 במחירים של 329 דולר למגה-וואט ליום ו-333 דולר למגה-וואט ליום, בהתאמה. יצוין, כי בהתאם לפרסומי PJM, המחירים התיאורטיים שנגזרו מתוצאות המכרזים, אלמלא התקרה האמורה, היו עומדים על כ-389 וכ-530 דולר למגה וואט ליום, בהתאמה. בחודש אפריל 2026, FERC אישר את הבקשה של PJM להאריך את תקרות המחיר עבור שני מכרזי זמינות נוספים לתקופות 2028-2029 וכן 2029-2030 במחיר של 325 דולר למגה-וואט ליום. להערכת מידרוג, מנגנון הגבלת המחיר צפוי לתרום לוודאות הכנסות הפרויקטים הפעילים באזור PJM. כמו כן, PJM פרסם באותו החודש הצעה ראשונית למנגנון RBP¹³ לרכישת הספק זמינות נוסף בהיקף התחלתי של כ-15 ג'גה-וואט, במטרה לתת מענה למחסור צפוי בזמינות חשמל, הכולל מתווה דו-שלבי של התקשרויות בילטרליות ורכש

¹¹ פרט לאזור טקסס אשר מפוקח על ידי Public Utility Commission.

¹² מדורגת Aa2, אופק יציב על ידי Moody's.

¹³ Reliability Backstop Procurement.

מרכזי ארוך טווח. החברה, באמצעות קבוצת CPV, בוחנת אפשרות ליעד חלק מפרויקטי הפיתוח שלה, ובפרט פרויקט SHAY, כמתאימים להשתתפות במנגנון, ככל שיישם ובכפוף להתגבשותו הסופית.

שוק ה-NYISO מכסה את ניו יורק במזרח ארה"ב ומרכזי הזמינות בו נקבעים מדי חודש, במכרזים של עד 6 חודשים מראש. שוק ה-ISO-NE מכסה את אזור ניו אינגלנד במזרח ארה"ב. מאז מכרז הזמינות האחרון שהתקיים בחודש פברואר 2024 לתקופת האספקה 2022-2027, קיבל ISO-NE אישור מה-FERC להשעות מכרזים עוקבים בעודו מתכנן מחדש את שוק הזמינות למכרז מידי, שהראשון שבהם יתקיים במאי 2028 לתקופת אספקה עבור חודשים יוני 2028 עד מאי 2029. בהמשך בחודש דצמבר 2025 הגיש NE-ISO הצעה לשנות באופן קבוע את תכנון שוק הזמינות העתידי על מנת לעבור ממכרז שנתי לשני מכרזים עונתיים בני 6 חודשים, בדומה ל-NY-ISO, שינויים אלו צפויים להיות מיושמים בכפוף לאישור FERC.

שוק ERCOT מכסה את רוב מדינת טקסס ואינו כפוף לפיקוח של ה-FERC. ל-ERCOT שוק חשמל סיטונאי תחרותי, אשר אינו מפעיל שוק זמינות, ובמקום זאת מסתמך על התנדודתיות הגבוהה יותר במחירי האנרגיה.

תחנות הכוח המניבות של החברה פועלות באזורים PJM, NYISO ו-ISO-NE, ומשתתפות במכרזי זמינות פומביים, וכן מוכרות חשמל למנהל המערכת במחיר השוק. הכנסות התחנות מושפעות באופן מהותי ממחירי החשמל ומחירי הזמינות, כאשר אלו תלויים בביקוש, בכושר הייצור הזמין ובמחיר השוק של הגז הטבעי באזור הרלוונטי, בהתאם להסכמי הגז של כל תחנה. בנוסף, רווחיות התחנות מושפעת, בין היתר, ממרווח החשמל (Spark Spread), אשר הינו ההפרש בין מחיר החשמל באזור הרלוונטי לבין עלות הגז הטבעי המשמש לייצור החשמל באזור הרלוונטי. להערכת מידרוג, פעילות החברה בשוק החשמל בארה"ב נתמכת בסביבה ענפית מפותחת ומוסדרת, המאופיינת בביקושים יציבים ואף בצמיחה צפויה בטווח הבינוני-ארוך, בין היתר על רקע גידול בצריכת חשמל ממגזרי הדאטה סנטרים וחישובול התחבורה.

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות, במקביל לשינויים רגולטוריים בעקבות שינוי הממשל בארה"ב

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח. זאת במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. בהתאם לדוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה¹⁴, סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-4,600 ג'יגה-וואט עד לשנת 2030, המהווה ירידה של כ-5% לעומת התחזית שפורסמה בשנה שעברה. עדכון התחזית כלפי מטה משקף שינויים במדיניות, ברגולציה ובתנאי השוק מאז חודש אוקטובר 2024. עם זאת, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2026. 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.

בחודש אוקטובר 2020¹⁵ 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 שנת 2025. בחודש יולי 2021¹⁶ 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 הטלת מס פחמן וזאת על מנת לגלם את הנזק הנגרם על ידי פליטת גזי חממה¹⁷. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות. בהתאם לדוח הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל

¹⁴ דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2025.

¹⁵ החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".

¹⁶ החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.

¹⁷ החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.

(להלן: "רשות החשמל") לשנת 2024¹⁸, סך ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות מתוך כלל צריכת החשמל במשק, עמד בשנת 2024 על כ-14.6% בהשוואה לכ-12.5% וכ-10.4% בשנים 2023 ו-2022 בהתאמה. במהלך שנת 2022 אישר הממשל האמריקאי, בין היתר, את הארכת תקופת הזכאות להטבות מס בפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032, וכן העלה את שיעור ההטבה מ-26% ל-30% (להלן: "IRA"). תוך קביעת הטבות מס נוספות בכפוף לעמידה בתנאים מסוימים. עם זאת, כניסתו של ממשל טראמפ בחודש ינואר 2025 סימנה שינוי מגמה במדיניות האנרגיה עם צמצום התמיכה באנרגיות מתחדשות וקידום ייצור אנרגיה מדלקים פוסילים, וזאת באמצעות קידום צווים נשיאותיים. בחודש יולי 2025 אישר הקונגרס את חוק OBBBA¹⁹, במסגרתו בוצעו שינויים לתקופת הזכאות להטבות, לפיה פרויקטים שיחוברו לרשת החשמל עד ליום 31.12.2027 יהיו זכאים למלוא ההטבות. בנוסף, נקבע מנגנון Safe Harbor לפיו, פרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח יהיו זכאים למלוא שיעור הטבות המס ככל ויעמדו בתנאים המצטברים הבאים: (1) הפרויקט החל בשלב ההקמה עד 12 חודשים ממועד אימוץ החוק (חודש יולי 2026); (2) הפרויקט יחובר לחשמל בתוך תקופה של 4 שנים ממועד תחילת הקמתו, קרי לא מאוחר מיום 31.12.2030. בהמשך לכך, קבוצת CPV נקטה בצעדים שמטרתם לעמוד בתנאי ה-Safe Harbor בקשר עם מספר פרויקטים בפיתוח בתחום האנרגיה המתחדשת בהספק כולל של כ-1.9 ג'יגה-וואט.

הכנסות ממגוון מגזרי פעילות וטכנולוגיות, במקביל להקמה ופיתוח של פרויקטים עתידיים בישראל ובארה"ב

נכון למועד כתיבת הדוח, החברה מחזיקה בפרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-5.8 ג'יגה-וואט, מתוכם חלק החברה²⁰ כ-3.6 ג'יגה-וואט, כאשר מתוך סך ההספק המותקן כ-1.1 ג'יגה-וואט בישראל וכ-4.7 ג'יגה-וואט בארה"ב. החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בתוך ענף ייצור החשמל, הכוללים תחנות כוח הפועלות באמצעות גז טבעי, מתקני PV²¹, וחוות רוח. להערכתנו, מגוון מגזרי הפעילות הרחב של החברה מחזק את הפרופיל העסקי שלה בהשוואה לחברות אחרות בקבוצת ההשוואה. בהתאם לדיווחי החברה, במגזר פעילותה בישראל, הושלמה במהותה ההקמה של תחנת הכוח שורק 2 בהספק של כ-87 מגה-וואט, הפעלתו המסחרית של המתקן צפויה במהלך שנת 2026, בכפוף להשלמת תנאים ועבודות באתר, אשר הושפעו בין היתר מהמצב הביטחוני. כמו כן, החברה מקדמת את הקמתו של פרויקט רמת בקע בטכנולוגיית PV בשילוב אגירה בהספק של כ-0.5 ג'יגה-וואט וכ-3.9 ג'יגה-וואט שעה באגירה. בנוסף, ביום 10.08.2025 אישרה ממשלת ישראל את תוכנית תת"ל²² 220' להקמת תחנת הכוח חדרה 2 לייצור חשמל בגז טבעי. תחנת הכוח חדרה 2 צפויה להיות בהספק של כ-850 מגה-וואט כאשר, ולהערכת החברה מועד תחילת ההקמה צפוי להיות עד תום רבעון שני לשנת 2026. בפעילות החברה בארה"ב, השלמת הרחבת פרויקט Backbone (סולארי) בארצות הברית, בהספק של כ-36 מגה-וואט בנוסף ל-179 מגה-וואט הקיים, צפויה להסתיים במחצית השנייה של 2026. במקביל, תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקט Rogue's Wind (רוח), בהספק של כ-114 מגה-וואט, צפויה במהלך שנת 2026. בד בבד, באמצעות קבוצת CPV, מקדמת החברה את פרויקט Basin Ranch, פרויקט גז טבעי עם פוטנציאל עתידי לתפיסת פחמן במערב טקסס בארה"ב, בהספק של כ-1.35 ג'יגה-וואט, כאשר מועד ההפעלה המסחרית צפוי להיות בשנת 2029. כמו כן, לחברה מספר פרויקטים מהותיים בשלבי פיתוח ראשוני²³, ובהם פרויקט אינטל, תחנת כוח בהספק של לפחות 450 מגה-וואט, הצפויה לספק חשמל למתקני אינטל בישראל ופרויקט SHAY בארה"ב בהיקף של כ-2.1 ג'יגה-וואט במערב וירג'יניה בשוק ה-PJM.

לחברה מספר לקוחות גדול בארץ ובחו"ל, כאשר למועד הדוח לחברה מספר לקוחות מהותיים, המתאפיינים בשיעור צריכה גבוה מתוך סך כושר הייצור בישראל (מתוכם שני לקוחות מהותיים, אשר היוו כ-13% וכ-10% מסך הכנסות החברה בשנת 2025). הכנסותיה של החברה מייצור חשמל בתחום הפעילות בישראל רגישות במידה גבוהה לצריכה של לקוחות מהותיים, במצב של אי תשלום מצד

¹⁸ דוח משק החשמל סיכום שנת 2024, ספטמבר 2025, רשות החשמל.

¹⁹ One Big Beautiful Bill Act.

²⁰ הפרויקטים בישראל מוצגים לפי חלקה היחסי של החברה ובארה"ב מוצגים בהתאם לחלקה היחסי של קבוצת CPV בכל פרויקט.

²¹ Photovoltaic.

²² תוכניות לתשתיות לאומיות.

²³ פרויקטים בגינם קיימת זיקה לקרקע (או המצויים בתהליכים לגיבושה) או התקבלה הסכמת ממשלה לקידום אישור תוכנית תשתית לאומית והקבוצה פועלת להשגת ההיתרים והאישורים הנדרשים להקמתם.

אותו לקוח, עשויות הכנסות החברה מתחום הפעילות להיפגע באופן משמעותי, עם זאת לקוחות אלו מוערכים כבעלי איתנות פיננסית. כמו כן, לתחנת הכוח חדרה קיימת תלות בחברת אינפיניה כצרכן בלעדי של קיטור וכצרכן מהותי של חשמל מתחנת הכוח חדרה. אובדן אינפיניה כלקוח חשמל וקיטור עשוי להשפיע מהותית על יכולתה של חדרה ליהנות מההסדרים הקבועים ליצרני חשמל בקונגרסיה. בארה"ב, הפרויקטים של קבוצת CPV מוכרים חשמל זמני לשווקים הסיטונאיים בארה"ב (ISO-NE, NYISO, PJM), כאשר מכירת החשמל בשווקים מבוצעת בהתאם להצעות מחיר של יצרני החשמל ובהתאם לדרישות השוק. כמו כן, פרויקטי האנרגיה הירוקה בארה"ב התקשרו בהסכמי PPA ארוכי טווח.

חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים ולסיכונים אשראי של מדינות הפעילות

השינויים בסביבה המאקרו כלכלית, באינפלציה ובשערי החליפין (בפרט בדולר למול השקל ובשינויים בשיעורי הריבית), עלולים להשפיע על פעילות הקבוצה באופנים שונים ובכלל כן, על רכיב ייצור החשמל (וכתוצאה מכך על הכנסות ועלויות הגז הטבעי של החברה), הכנסות צמודות מדד, הוצאות קבועות, עלויות תחזוקה ועלויות הקמה של פרויקטים, עלויות רכישת ציוד (הן בישראל והן בארה"ב) וכן הוצאות המימון בגין הלוואות ואג"ח אותן נטלו חברות הקבוצה (ושהינן בריבית משתנה ו/או צמודות למדד). כמו כן, לשינויים בשער הריבית עשויה להיות השפעה על כדאיות פרויקטים בפיתוח, על שיעורי היוון המשמשים לקביעת שווי פרויקטים ועלויות מימון בגין נטילת חובות חדשים. להערכתנו, סיכון החשיפה לשערי המטבע ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, הוצאות והחוב מתבצעות במטבע זהה) ומפעילות החברה בשערי מטבע שונים בהתאם לאזור הפעילות הרלוונטי. עוד נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים חושפים את החברה גם לסיכונים האשראי של ישראל²⁴ וארה"ב²⁵.

הגדלת החזקה בתחנות כוח מונעות גז טבעי בארה"ב לצד תכנית השקעות משמעותית, הצפויה לאפשר את המשך צמיחתה של החברה

במסגרת מימוש אסטרטגיית ההתרחבות של החברה בארה"ב, בחודש אוקטובר 2025 התקשרה קבוצת CPV בהסכם לרכישת יתרת הזכויות (כ-11%) בתחנת הכוח Shore תמורת סכום שאיננו מהותי. בחודש ינואר 2026, הושלמה עסקת הרכישה, כך שקבוצת CPV מחזיקה ב-100% מזכויות הבעלות ב-Shore. בנוסף בחודש מרץ 2026 התקשרה קבוצת CPV בהסכם רכישה עם שותף המחזיק ב-25% מהזכויות הנתרות בתחנת הכוח Maryland. בהתאם להסכם, בתמורה להחזקות השותף ב-Maryland, תעביר קבוצת CPV לשותף את החזקותיה (10%) בתחנת הכוח Three Rivers וכן סכום מזומן בהיקף שאיננו מהותי. בהתאם לדיווחי החברה ביום 12.05.2025 הושלמה העסקה. עם השלמת העסקה מחזיקה CPV במלוא הזכויות בתחנת הכוח Maryland ובמקביל חדלה להחזיק בתחנת הכוח Three Rivers.

לחברה תכנית השקעות משמעותית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובארה"ב. תכנית ההשקעות צפויה להביא לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים הקרובות. הוצאות ה-Capex בשנים 2026-2028 צפויות לנוע בטווח שבין 3.5-5.7 מיליארד \$ לשנה, זאת בהשוואה לכ-1.6 מיליארד \$ בשנת 2025. בהקשר זה נציין, כי יחס ה-Capex ל-PPE של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 15%-30% בשנים 2026-2028, זאת בהשוואה לכ-15% בשנת 2025. יתרות המזומנים של החברה, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הן או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה. בהקשר זה נציין, כי בחודש מרץ 2026, השלימה החברה גיוס הון בהיקף של כ-800 מיליון \$. תמורת ההנפקה נועדה להמשיך צמיחה ופיתוח של עסקי החברה.

²⁴ מדורגת Baa1 באופק יציב על ידי Moody's.

²⁵ מדורגת Aa1 באופק יציב על ידי Moody's.

יחסי החוב של החברה

בשנת 2025 נאמד היקף ה-EBITDA²⁶ (באיחוד חשבונאי) של החברה על סך של כ-393 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ-600 מיליון ₪ בשנת 2024, הקיטון בהיקף ה-EBITDA מיוחס, בין היתר, לתשלום מבוסס מניות בהיקף של כ-149 מיליון ₪ בשנת 2025. יחס החוב ברוטו ל-EBITDA נאמד על כ-14.3 בשנת 2025, בהשוואה לכ-7.9 בתקופה המקבילה אשתקד, ויחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו, הסתכם לכ-0.7, בהשוואה ל-0.9 בשנת 2024. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הנבחן על פי איחוד יחסי של כלל הפרויקטים בהם החברה מחזיקה על פי שיעור אחזקתה, היקף ה-EBITDA השנתי צפוי לנוע בטווח של 1.55-1.80 מיליארד ₪ בשנים 2022-2026, זאת בהשוואה ל-EBITDA באיחוד יחסי של כ-1.59 מיליארד בשנת 2025, הגידול בהיקף ה-EBITDA מיוחס להפעלתם המסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל ובארה"ב, לצד הערכות החברה לגידול נוסף במרווחי החשמל והכנסות הזמינות בחלק מהתחנות בארה"ב. בד בבד, יחס החוב ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 8.0-9.2 בשנים 2026-2027, בהשוואה ליחס מתואם באיחוד יחסי של כ-6.0 בשנת 2025, ויחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון צפוי לנוע בטווח שבין 2.0-1.6. העלייה ביחס החוב ל-EBITDA מיוחסת למשיכת חובות בהיקפים מהותיים לפרויקטים הנמצאים בהקמה וטרם החלה ההנבה בגינם.

רמת מינוף מאזני נמוכה ביחס לחברות השוואה

רמת המינוף של החברה נמוכה בהשוואה לחברות דומות הפועלות בענף. מבנה המימון של פרויקטי החברה בארה"ב מבוסס בעיקרו על מימון פרויקטלי, המאופיין ברמות מינוף גבוהות יחסית, הנעות בדרך כלל בטווח שבין 80%-60%. עם זאת, התחנות המניבות של החברה בישראל, למעט תחנת הכוח בחדרה, ממומנות באמצעות מימון תאגידי (ברמת אופי.סי ישראל). נכון לשנת 2025 יחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) עמד על כ-39.7% (באיחוד חשבונאי) בהשוואה לכ-40.4% בשנת 2024. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הנבחן על פי איחוד יחסי של כל הפרויקטים המהותיים בהם מחזיקה החברה, יחס החוב ברוטו ל-CAP צפוי לנוע בטווח שבין 60%-58% בשנים 2026-2027.

מדיניות פיננסית שמרנית

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה הינה שמרנית, ומאופיינת, בין היתר, ברמות מינוף נמוכות, רמות נזילות גבוהות ומדיניות חלוקת דיבידנדים התואמת את תכנית ההשקעות של החברה. נכון ליום 31.12.2025 עמדו יתרות המזומנים של החברה במאוחד על כ-2.9 מיליארד ₪ (וכ-1.9 מיליארד ₪ בסולו), לעומת כ-1.0 מיליארד ₪ (כ-219 מיליון ₪ בסולו) בתקופה המקבילה אשתקד. בהקשר זה נציין, כי בחודש מרץ 2026, השלימה החברה גיוס הון בהיקף של כ-800 מיליון ₪. תמורת ההנפקה נועדה להמשך צמיחה ופיתוח של עסקי החברה. להערכתנו, יתרות המזומן ימשיכו להיות גבוהות באופן יחסי גם בשנים הבאות. לחברה קיימת מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה בכל שנה קלנדרית יחולק דיבידנד בשיעור של 50% לפחות מהרווח הנקי של החברה, כאשר דירקטוריון החברה רשאי בכל עת לשנות את שיעור הדיבידנד או להחליט שלא לחלקו כלל, וזאת בהתחשב בצרכיה העסקיים של החברה. בהקשר זה נציין, כי בחודש מרץ 2026 החליט דירקטוריון החברה להשהות את מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה לפחות לשנתיים נוספות. לאחר תקופת ההשהיה האמורה ידון הדירקטוריון בחידוש מדיניות חלוקת הדיבידנד והתאמתה לנסיבות כפי שתהיינה. כמו כן, נכון למועד הדוח, הקבוצה והחברות המוחזקות שלה עומדות בכל אמות המידה הפיננסיות שנקבעו בהסכמי המימון ושטרי הנאמנות שלהן. שמירה על יתרות נזילות אלו, לצד מדיניות הדיבידנד הנוכחית, תומכים בדירוג החברה, בדגש על השנים הקרובות, המאופיינות בתוכנית השקעות משמעותיות.

²⁶ היקף ה-EBITDA לא כולל את חלק החברה ברווחי חברות כלולות.

שיקולים נוספים לדירוג

מדיניות החברה לשמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

המדיניות הפיננסית של החברה כוללת, בין השאר, שמירה על יתרות נזילות מהותיות, אשר יבטיחו, לכל הפחות, את יכולת החברה לעמוד בהחזרי אגרות חוב (קרן בלבד), בהיקף שיכסה את שירות אגרות החוב למשך 12 חודשים רצופים. כמו כן, לקבוצה מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בסך של כ-600 מיליון ש. להערכתנו, שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות חוב תומכת בדירוג החברה.

מבנה השליטה בחברה מאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

בעלת המניות העיקרית ובעלת השליטה בחברה הינה Kenon Holdings Ltd (להלן: "קנון"), המחזיקה בכ-45.80% מסך מניות החברה. בעלת השליטה בחברה מאפשרת בשנים האחרונות גיוסי הון מהותיים, אשר תרמו לשמירה על רמות מינוף נמוכות, חרף ביצוע השקעות מהותיות. במהלך שנת 2025 וברבעון הראשון של שנת 2026 גייסה החברה הון מניות בשני הנפקות בהיקף כולל של כ-2.9 מיליארד ש, כאשר בעלת השליטה תרמה את חלקה בחלק מגיוסים אלו. כמו כן, להערכתנו, בעלת השליטה אינה מצפה לדיבידנדים בשנים הקרובות. 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.

פעילות הקבוצה בשווקים יציבים

להערכת מידרוג, החברה פועלת בסביבת פעילות בטוחה יחסית, בדגש על שווקים מפותחים ובמדינות המאופיינות בסיכון אשראי נמוך (ישראל וארה"ב) ויציבות רגולטורית יחסית. עם זאת, שינויים מהותיים במדיניות הממשלתית, עדכונים רגולטוריים או שינויים במבנה השוק באותן טריטוריות עלולים להשפיע באופן שלילי על רווחיות החברה ועל תנאי פעילותה בשווקים המרכזיים בהם היא פועלת.

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים, בפרט בפעילות החברה בארה"ב, בדומה לחברות דומות הפועלות בענף, כאשר להערכתנו בפעילות החברה בישראל, רוב הפרויקטים אינם נחותים, פרט לחדרה. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה, בכפוף לעמידה בתנאים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין, כי החובות הינם במסגרת מימון פרויקטאלי Non-Recourse וכי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית בעלי מרווח מספק ביחס לתנאים לחלוקת העודפים לחברה. להערכתנו, סיכון זה ממותן בחלקו על ידי הודאות התזרימית ויחסי כיסוי החוב הגבוהים באופן יחסי לפרויקטים אלו, על ידי סוג וכמות יחידות הייצור בכל פרויקט וזאת במקביל לאחזקת יתרות נזילות מהותיות ברמת הסולו, כמתואר לעיל.

סביבה עסקית תומכת בשוק החשמל בארה"ב

החברה בולטת ביחס לחברות השוואה, בין היתר, בזכות פעילותה הייחודית בתחום תחנות הכוח מבוססות הגז הטבעי בארה"ב. מגזר זה נהנה ממגמות שוק חיוביות, ובראשן גידול בביקושים לחשמל הנובע מהתרחבות מואצת של מרכזי נתונים, התפתחות בתחום הבינה המלאכותית והמעבר ההדרגתי לתחבורה מבוססת חשמל. על רקע זה, ובהינתן קצב מוגבל של תוספת היצע, קיים שיפור מהותי ומתמשך בתנאי השוק, התומך בהתרחבות מרווחי החשמל. מגמות אלו, להערכתנו, צפויות להמשיך ולתרום באופן משמעותי לשיפור תוצאות החברה בשנים הקרובות.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. מחד, פליטת גזי חממה בתהליך ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה פחותה באופן משמעותי לעומת ייצור בפחם. על כן, בטווח הזמן הבינוני, ייצור אנרגיה באמצעות גז טבעי תומך במדיניות הממשלתית לפיתוח ולשילוב של ייצור אנרגיות מתחדשות, במקביל לתכנון להגדלת ייצור חשמל באמצעות גז טבעי במשק האנרגיה בישראל, לצד התוכניות לסגירה ו/או הסבה לייצור באמצעות גז של תחנות הכוח הפחמיות בשנים הקרובות. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית מסוימת, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את התלות בגז. חשיפה זו ממונתת באופן מסוים נוכח פעילות החברה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית, אשר אינם פולטים גזי חממה. בנוסף, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. בבחינת סיכונים חברתיים, אנו מעריכים כי החברה חשופה אליהם במידה נמוכה בהקשרי ייצור אחראי והצורך בשמירה על אמינות אספקת החשמל מתחנות הכוח. כמו כן, החברה חשופה למגמת מעבר לאנרגיות ירוקות חלף אנרגיה פוסלית. סיכון זה ממותן לאור היסטוריה תפעולית חיובית של תחנות הכוח בהן החברה מחזיקה. בהקשר לפעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאיפוס פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה. החברה פועלת בשווקים מפותחים, תוך שמירה על ניהול סיכונים הולם.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג ²⁸		LTM ²⁷ - 31.12.25		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה		
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
Aa.il	---	Aa.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aaa.il	23.5-31.0 מיליארד ₪	Aa.il	כ-15.0 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	15%-30%	A.il	19%	Capex/PPE	פרופיל פיננסי
A.il	8.0-9.2	Baa.il	14.3	חוב ברוטו / EBITDA	
Baa.il	1.6-2.0	Ba.il	0.7	EBIT / Int	
A.il	58%-60%	Aa.il	39.7%	חוב ברוטו/CAP	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
				דירוג נגזר	A2.il
				דירוג בפועל	A1.il

[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.

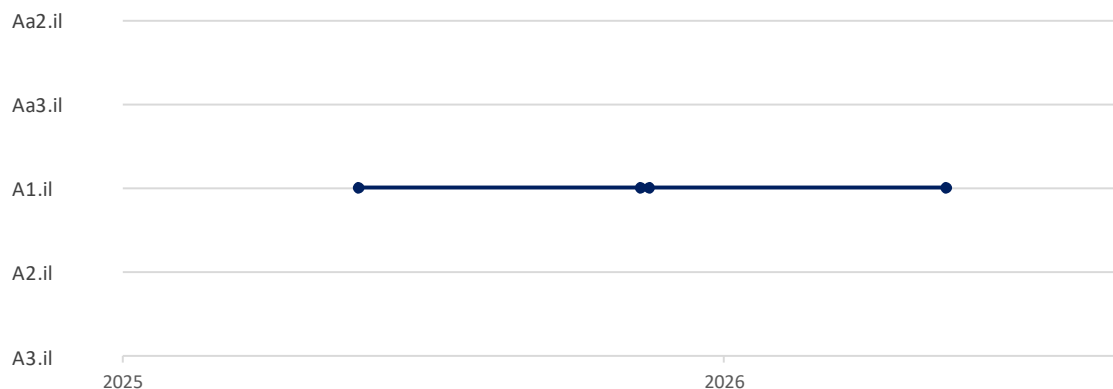
אודות החברה

א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ התאגדה בשנת 2010 כחברה פרטית ובשנת 2017 הונפקו לראשונה מניות החברה לציבור. החברה והחברות המוחזקות שלה עוסקות בייזום, פיתוח, מימון, הקמה, הפעלה של תחנות כוח ומתקנים לייצור אנרגיה ממקורות מתחדשים וקונבנציונליים והספקת חשמל ואנרגיה. החברה מוחזקת בשיעור של 45.80% על ידי קנון, בשיעור של 21.62% על ידי גופים מוסדיים וקרנות, והיתרה הינה החזקות ציבור. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה פועלת בישראל וארה"ב בשלושה מגזרי פעילות עיקריים: הקמה והפעלה של תחנות כוח ומתקנים לייצור אנרגיה באמצעות גז טבעי ואנרגיה מתחדשת בשילוב אגירה בישראל, הפעלה והקמה של תחנות קונבנציונליות בארה"ב והפעלה והקמה של מתקני ייצור חשמל באנרגיה מתחדשת בארה"ב (בעיקר סולארי ורוח).

²⁷ הנתונים מוצגים באיחוד חשבונאי ללא איחוד החברות הכלולות.

²⁸ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[התפתחויות בתחום חברות האנרגיה - דו"ח מיוחד, פברואר 2026](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 19.05.2026

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 19.11.2025

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 18.05.2025

שם יום הדירוג: א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים 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 מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר 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, הערכות 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 בתהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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 בזדון 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.