

א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ

דירוג ראשוני | מאי 2025

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
robert.a@midroog.co.il

ניצן שחר

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
nitzan.s@midroog.co.il

איריס שדה אור

ראש צוות
iris.s@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ

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

מידורג קובעת דירוג מנפיק A1.il באופק יציב לחברת א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ (להלן "א.פ.י.סי" ו"או" "החברה" ו"או" "הקבוצה"), וכן דירוג זהה לאגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד') שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א.פ.י.סי אגח ב	1166057	A1.il	יציב	01.10.2028
א.פ.י.סי אגח ג	1180355	A1.il	יציב	01.09.2030
א.פ.י.סי אגח ד	1203264	A1.il	יציב	25.09.2034

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 54.53% על ידי Kenon Holdings Ltd (להלן: "קנון"), בשיעור של 20.20% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה פועלת בישראל וארה"ב בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

ישראל - במסגרת פעילותה בישראל פועלת החברה באמצעות א.פ.י.סי החזקות ישראל בע"מ, המוחזקת על ידי החברה בשיעור של 80% ועל ידי ורידיס אינוורונמנט בע"מ¹ (להלן: "ורדיס") בשיעור של 20%. ורידיס הינה חברה מובילה בתחומי איכות הסביבה, האנרגיה והקיימות, אשר מתמחה בניהול משולב של תשתיות בתחומים כגון טיפול בפסולת, מים, אנרגיה ומתן פתרונות סביבתיים כוללים. פעילות החברה בישראל מתמקדת בייצור ואספקת חשמל ואנרגיה, בעיקר ללקוחות פרטיים ולחברת נגה - ניהול מערכות חשמל בע"מ (להלן: "נגה" ו"או" "מנהל המערכת"), וכן בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח ומתקנים לייצור אנרגיה באמצעות גז טבעי ואנרגיה מתחדשת.

ארה"ב - באמצעות החזקתה בקבוצת CPV² (המוחזקת על ידי החברה בשיעור של כ-70%³) פועלת הקבוצה בארה"ב בשני מגזרים עיקריים: (1) Energy Transition בארה"ב - הקבוצה עוסקת בהפעלה של תחנות כוח באנרגיה קונבנציונלית בארה"ב (גז טבעי). כל תחנות הכוח בתחום זה מוחזקות על ידי קבוצת CPV באמצעות חברות כלולות בשיעורי החזקה שונים; (2) אנרגיות מתחדשות בארה"ב - במסגרת תחום פעילות זה עוסקת הקבוצה (באמצעות CPV Renewable, אשר הינה חברה כלולה המוחזקת למועד הדוח בשיעור של כ-66.7% על ידי קבוצת CPV) בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח באנרגיה מתחדשת בארה"ב (סולארי ורוח) וכן בהספקת חשמל ממקורות מתחדשים ללקוחות.

לחברה פרויקטי אנרגיה בשלבים שונים, כמפורט להלן:

פרויקטים מניבים - בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2024, בבעלות החברה פרויקטים בהפעלה מסחרית בהספק כולל של כ-6.9 ג'יגה-וואט (חלק החברה כ-3.4 ג'יגה-וואט), מתוכם כ-1.1 ג'יגה-וואט נובעים מתחנות כוח המייצרות חשמל באמצעות גז

¹ מדורגת ע"י מידורג A2.il, אופק יציב.

² CPV Group LP ותאגידים מוחזקים שלה.

³ יתרת המניות מוחזקות על ידי שלושה משקיעים פיננסיים: קבוצת כלל ביטוח, מגדל ביטוח ופועלים שוקי הון.

טבעי בישראל (חלק החברה כ-0.9 ג"ה-וואט), וכ-5.8 ג"ה-וואט מפרויקטים בגז טבעי ובאנרגיה מתחדשת בארה"ב (חלק החברה כ-2.5 ג"ה-וואט).

להלן פירוט הפרויקטים הפעילים של החברה:

שם הפרויקט	מדינת פעילות ושוק הפעילות	שיעור החזקה משוקלי ⁴	הספק מותקן (MW) במונחי אחזקה של 100%	סוג הפרויקט	מועד הפעלה מסחרית
רותם	ישראל	100%	466	גז טבעי	2013
חדרה	ישראל	100%	144	גז טבעי	2020
גת	ישראל	100%	75	גז טבעי	2019 ⁵
צומת	ישראל	100%	396	גז טבעי	2023
מתקנים לייצור אנרגיה בחצרות צרכנים	ישראל	100%	29	גז טבעי ואנרגיה מתחדשת	2024-2025
Fairview	פנסילבניה, ארה"ב, שוק PJM	25%	1,050	גז טבעי	2019
Towantic	קונטיקט, ארה"ב, שוק ISO-NE	26%	805	גז טבעי / דו דלקי	2018
Maryland	מרילנד, ארה"ב, שוק PJM	75%	745	גז טבעי	2017
Shore	ניו ג'רזי, ארה"ב, שוק PJM	89%	725	גז טבעי	2016
Valley	ניו-יורק, ארה"ב, שוק NYISO	50%	720	גז טבעי / דו דלקי	2018
Three Rivers	אילינוי, ארה"ב, שוק PJM	10%	1,258	גז טבעי	2023
Keenan II	אוקלהומה, ארה"ב, שוק PPA	66.7%	152	רוח	2010
Mountain Wind ⁵	מיין, ארה"ב, שוק PPA	66.7%	82	רוח	2008-2017
Maple Hill	פנסילבניה, ארה"ב, שוק PJM	66.7%	126	סולארי	2023
Stagecoach	ג'ורג'יה, ארה"ב, שוק PPA	66.7%	102	סולארי	2024

⁴ בפרויקטי החברה בישראל שיעור ההחזקה הינו שיעור ההחזקה של או פי סי ישראל בפרויקטים. בארה"ב, שיעורי ההחזקה הינם שיעורי ההחזקה של קבוצת CPV בפרויקט.

⁵ נרכשה על ידי החברה בשנת 2023.

פרויקטים בהקמה - לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-459 מגה-וואט, הנמצאים בשלבי הקמה ועתידים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2025-2026, מתוכם פרויקטים לייצור חשמל מאנרגיה ירוקה (רוח וסולארי) בהיקף של כ-293 מגה-וואט הממוקמים בארה"ב, כדלהלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות ושוק פעילות	שיעור החזקה משוקלל ⁶	הספק מותקן (MW) במונחי אחזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית
Backbone	מרילנד, ארה"ב, PPA	66.7%	179	סולארי	2025
Rogue's Wind	פנסילבניה, ארה"ב, PPA	66.7%	114	רוח	2026
שורק 2	ישראל	100%	87	גז טבעי	2025
מתקנים בחצרות צרכנים	ישראל	100%	79 ⁶	גז טבעי, סולארי ואגירה	-

פרויקטים בפיתוח מתקדם - לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-3.1 ג'יגה-וואט, הנמצאים בשלבי פיתוח מתקדם ולהערכת החברה עתידים להתחיל הקמה בשנים הקרובות, כדלהלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות ושוק פעילות	שיעור החזקה משוקלל ⁷	הספק מותקן (MW) במונחי אחזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי לתחילת הקמה
רמת בקע	ישראל	100%	505 ⁸	סולארי	2026-2027
Basin Ranch	טקסס, ארה"ב, ERCOT	70%	1,350	גז טבעי	2025
אנרגיה מתחדשת	ארה"ב	70%	כ-1,200	סולארי ורוח	-

פרויקטים בפיתוח - לקבוצה פרויקטים בפיתוח בהיקף מצטבר של 0.7 ג'יגה-וואט בישראל, הכוללים את פרויקט אינטל להקמת תחנת כוח בגז טבעי בהספק של כ-450¹⁰ מגה-וואט בחצר אינטל וכ-215¹¹ מגה-וואט פרויקטים סולאריים בשילוב אגירה. ל-CPV צבר פרויקטים באנרגיות מתחדשות בהיקף מצטבר של כ-3.6 ג'יגה-וואט, שמתוכם חלקה של CPV הוא כ-2.4 ג'יגה-וואט וצבר פרויקטים בגז טבעי בהיקף מצטבר כולל של כ-5.0 ג'יגה-וואט, שמתוכם חלקה של CPV הוא כ-3.9 ג'יגה-וואט.

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 לאי וודאות רגולטורית 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, המאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית, וחשיפה לשינויים במחירי החשמל; (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

⁶ למועד אישור הדוח לשנת 2024, סך ההסכמים בהיקף מצטבר של כ-79 מגה-וואט, מתוכם כ-28 מגה-וואט מצויים בשלבי פיתוח והקמה שונים.
⁷ בפרויקטי החברה בישראל שיעור ההחזקה הינו שיעור ההחזקה של או פי סי ישראל בפרויקטים. בארה"ב, שיעורי ההחזקה הינם שיעורי ההחזקה של קבוצת CPV בפרויקט.
⁸ בכפוף לקידום הליכי פיתוח של פרויקט מאוחד, בתוספת קיבולת אגירה בהספק מצטבר של עד 2,780 מגה-וואט שעה.
⁹ לא כולל פרויקט חדרה 2 בהספק של כ-850 מגה-וואט, המצוי בעתירה בבג"ץ.
¹⁰ לפחות 450 מגה-וואט, ולהערכת החברה עד 650 מגה-וואט.
¹¹ בשילוב אגירה בהספק מצטבר של עד 1,100 מגה-וואט שעה.

פרטיים בהסכמים ארוכי טווח; (6) הביקוש לחשמל בארה"ב צפוי לעלות בשנים הבאות, במיוחד בשל הקמת חוות שרתים ומעבר לרכבים חשמליים, זאת במקביל למחסור בצד ההיצע. גידול זה צפוי להשפיע לחיוב על מחירי החשמל והזמינות וכן 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 האשראי של ארה"ב וישראל; (9) לחברה תכנית השקעות הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים מהותיים בארץ ובארה"ב, כאשר בהתאם הוצאות ה-Capex בשנים 2025-2026 צפויות לנוע בטווח שבין 2.2-4.0 מיליארד \$ לשנה; (10) השלמת עסקה להכנסת שותף במגזר האנרגיות המתחדשות בארה"ב; (11) יחס כיסוי החוב ל-EBITDA של החברה צפוי לנוע בשנים 2025-2026 בטווח שבין 6.9-8.2 (באיחוד יחסי של חברות כלולות), לעומת יחס של כ-7.7 בשנת 2024. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו, צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-2.0; (12) רמת המינוף הצפויה של החברה מוערכת על ידי מידרוג כנמוכה ביחס לחברות השוואה בענף, כאשר יחס החוב ברוטו ל-CAP צפוי לנוע בשנים 2025-2026 בטווח שבין 58%-60% (באיחוד יחסי של חברות כלולות); (13) יתרות מזומנים מהותיות, לצד החלטת דירקטוריון החברה מחודש מרץ 2024 להשהות את מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה לשנתיים; (14) מבנה השליטה בחברה מאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות; (15) להערכת מידרוג, החברה פועלת בסביבת פעילות בטוחה יחסית, בדגש על שווקים מפותחים ובמדינות המאופיינות בסיכון אשראי נמוך (ישראל וארה"ב) ויציבות רגולטורית יחסית; (16) לוח הסילוקין של סדרה ב' כולל תשלום קרן מהותי בשנת 2028, במקביל למיחזורי חוב נדרשים בתחנות החברה בארה"ב; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (18) חשיפה בינונית של החברה לסיכונים סביבתיים, הממונתת 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 מממשל תאגידי. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות מהותיות¹², היקף ה-EBITDA השנתי צפוי לנוע בטווח של 1.3-1.8 מיליארד \$ בין השנים 2025-2026, לאחר הפעלתם המסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל ובארה"ב. בהתאם לתרחיש הבסיס, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה, ובמקביל לכך תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים, אשר נמצאים בשלבי פיתוח שונים, בארץ ובארה"ב. הנחנו כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בשנים 2025-2026 צפויות לנוע בטווח שבין 2.2-4.0 מיליארד \$ לשנה). 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 רוב הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במעמדה העסקי של החברה, במספר הגדול והגיוון של הנכסים המניבים, ביתרות נזילות הולמות ובוודאות תזרימי המזומנים הנובעים מנכסי ייצור חשמל.

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

¹² בפרויקטי החברה בארה"ב, שיעורי ההחזקה שנלקחו לצורך תרחיש הבסיס, הינם שיעורי ההחזקה של קבוצת CPV בפרויקט.

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 המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).¹³

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

אופי.סי אנרגיה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪¹⁴

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	
1,575	1,927	2,552	2,779	הכנסות
293	244	511	600	EBITDA ¹⁵
(35)	286	242	166	חלק ברווחי חברות כלולות
(303)	217	169	197	רווח לשנה
731	974	1,007	962	מזומנים ושווי מזומנים ¹⁶
2,841	4,366	5,242	6,421	הון עצמי
3,831	4,209	5,804	4,722	חוב פיננסי ¹⁷
7,679	9,532	12,618	12,067	סך מאזן
2,954	952	2,424	1,997	Capex ¹⁸

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות, במקביל לאפשרות 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, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-5,500 ג"גה-וואט עד לשנת 2030, עלייה של כ-70% לעומת התחזית שפורסמה בשנת 2023.¹⁹ 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

¹³ [דוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

¹⁴ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

¹⁵ היקף ה-EBITDA אינו כולל את חלק החברה ברווחי חברות כלולות.

¹⁶ כולל פיקדונות לזמן קצר אשר אינם מוגבלים.

¹⁷ מותאם בגין התחייבויות חכירה ובניכוי קרנות לשירות חוב.

¹⁸ מותאם בגין רכישת תאגידים והשקעות בחברות כלולות.

¹⁹ [דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2024.](#)

פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות.

בחודש אוקטובר 2020²⁰ 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 2021²¹ 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 חממה²². בנוסף, בחודש אוקטובר 2024 פרסמה הממשלה החלטה לקידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי²³, כאשר ההחלטה כוללת, בין היתר, הסרת חסמים תכנוניים שנועדו להקל על פיתוח פרויקטים של אנרגיה מתחדשת ותחנות כוח קונבנציונליות, וקידום פרויקטים בשטחי C ביהודה ושומרון. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות. בהתאם לדוח הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") לשנת 2023²⁴, סך ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות מתוך כלל צריכת החשמל במשק, עמד בשנת 2023 על כ-12.5% בהשוואה לכ-10.4% וכ-8.2% בשנים 2022 ו-2021 בהתאמה.

במהלך שנת 2022 אישר הממשל האמריקאי שורה של צעדים לקידום תחום האנרגיה המתחדשת, ביניהם הארכת התקופה לזכאות להטבות מס לפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032, והעלאת שיעור ההטבה מ-26% ל-30%. בנוסף, אושרו הטבות מס נוספות משמעותיות, אשר ניתנות בכפוף לעמידה בתנאים מסוימים. עם זאת, שינויי מדיניות שחלו לאחרונה בארה"ב עם כניסתו של ממשל טראמפ בחודש ינואר 2025, יצרו אי ודאות שעלולה להשפיע על מגזר האנרגיה המתחדשת, בפרט לגבי תמיכה באנרגיה מתחדשת, והטלת תעריפים מוגדלים על יבוא ציוד לארה"ב, המשמש, בין היתר, להקמה ולתחזוקה של פרויקטים לייצור אנרגיה. מאז כניסתו לתפקיד, הוציא הנשיא טראמפ צווים נשיאותיים לקידום ייצור מבוסס דלקים פוסיליים ולהפחתת התמיכה באנרגיה מתחדשת, בשונה ממדיניות הממשל הקודם. הצווים כללו, בין היתר, תזכיר המורה לסוכנויות פדראליות לא להנפיק אישורים, היתרים, חוזי חכירה או הלוואות חדשים או מחודשים לפרויקטים של אנרגיית רוח ביבשה או בים, עד להשלמת סקירה פדראלית מקיפה של נוהלי החכירה וההיתרים הפדרליים של אנרגיית רוח. בהתאם לדיווחי החברה, פרויקטי הרוח שלה בארה"ב אינם ממוקמים על אדמות פדראליות, עם זאת פרויקטי רוח בפיתוח עשויים להיות מושפעים מההשעיה הכללית על מתן היתרים פדרליים, ככל שנדרשים. בהתאם לדיווחי החברה, היא עוקבת אחר שינויי המדיניות של הממשל החדש ובוחנת את ההתפתחויות והשפעות של תזכירים, צווים ואחרים, ככל שיצאו. להערכת החברה טרם ניתן להעריך את מלוא ההשפעות של שינוי המדיניות. להערכתנו, סיכון זה ממותן במידה מסוימת לאור ביקוש הולך וגובר לאנרגיה בארה"ב מצד תאגידי ענק וחברות טכנולוגיה, כמו גם מהתרחבות מואצת של מרכזי נתונים (Data Centers) ומעבר לכלי רכב חשמליים. מידורג תמשיך ותעקוב אחר השינויים וההתפתחויות בענף האנרגיה בארה"ב ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

פריסה רחבה של תחנות כוח בישראל הפועלות תחת אסדרות רגולטוריות שונות, תוך מיקוד במכירת חשמל ללקוחות

פרטיים בהסכמים ארוכי טווח

החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי במשק הישראלי, כאשר ענף זה מוערך ע"י מידורג בדרגת סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות, לצד סיכונים תפעול גבוהים ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. בהתאם לדוח משק החשמל, בשנת 2023 עמד היקף ייצור החשמל בפועל של יצרנים פרטיים על כ-54% 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 בתחנות כוח חדשות על מנת לספק את

²⁰ החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".

²¹ החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.

²² החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.

²³ החלטת ממשלה 2282 בנושא קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי, תיקון וביטול החלטות ממשלה, אוקטובר 2024.

²⁴ דוח משק החשמל סיכום שנת 2023, ספטמבר 2024, רשות החשמל.

הביקוש העתידי. בנוסף, ניכרת השפעת מדיניות משרד האנרגיה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות, כאשר תהליך הסבת תחנות הכוח הפחמיות בבעלות חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י") לגז טבעי צפוי להסתיים בשנים הקרובות, ובכך, עידן השימוש בפחם לייצור חשמל במדינת ישראל עתיד להסתיים²⁵. בהתקשרויות עם הלקוחות הפרטיים של החברה גובה החברה את תעריף עומס וזמן (להלן: "התע"ז") בניכוי הנחה מרכיב הייצור. מאחר שמחיר החשמל בהתקשרויות בין רותם, חדרה וגת (וכן של מתקני הייצור) לבין לקוחותיהן מושפע במישרין מרכיב הייצור, וכן רכיב הייצור הינו הבסיס להצמדת מחיר הגז הטבעי בהתאם להסכמי הספקת הגז של חברות הקבוצה בישראל, חשופה החברה לשינויים ברכיב הייצור, אשר מושפע, בין היתר, משינויים בעלויות הייצור ורכישת האנרגיה על ידי חח"י, לרבות עלות הגז ומחיר הפחם. בהתאם לחוק משק החשמל, רשות החשמל קובעת את התעריפים ובהם תעריף רכיב ייצור החשמל של חח"י, בהתאם לעיקרון העלויות וליתר השיקולים הקבועים בחוק משק החשמל, כפי שמיושמים על ידי רשות החשמל. 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 ולגנה.

להלן סקירה אודות האסדרות החלות על תחנות הכוח שבבעלות החברה בישראל:

תחנת הכוח רותם - תחנת הכוח רותם מופעלת בטכנולוגיה קונבנציונלית (גז טבעי במחזור משולב) החל מחודש יולי 2013. כושר הייצור המותקן של התחנה (בהתאם לרישיון הקבוע) עומד על כ-466 מגה-וואט. למועד הדוח, רותם התקשרה בעשרות הסכמי PPA²⁶ מול לקוחות פרטיים וכן התקשרה עם פרטנר בהסכם²⁷ המיועד למכירת חשמל לצרכנים ביתיים ועסקים קטנים. האסדרה החלה על רותם נקבעה במסגרת המכרז במסגרתו הוקמה, במסגרת הסכם ה-PPA של רותם עם חח"י וכן אמות מידה נוספות כפי שנקבע על ידי רשות החשמל מעת לעת. בשנת 2024 אוחדה במידה מסוימת הרגולציה החלה על יצרני חשמל פרטיים אחרים עם הרגולציה החלה על רותם.

תחנת הכוח חדרה - תחנת הכוח מופעלת בטכנולוגיית קוגנרציה (גז טבעי וקיטור) החל מחודש יולי 2020. כושר הייצור המותקן של התחנה עומד על כ-144 מגה-וואט. התחנה פועלת במסגרת אסדרת רשות החשמל ליצרני קוגנרציה²⁸, כאשר בהתאם לאסדרה יכולים למכור את החשמל ללקוחות פרטיים ואת עודפי החשמל למנהל המערכת בתעריף הקבוע בהתאם לתעריף הקבוע באישור התעריפי שניתן ליצרן. יצוין, כי על מנת ליהנות מההסדרים הקבועים ליצרני חשמל בקוגנרציה על כל יחידת ייצור בתחנת הכוח לעמוד בתנאי נצילות אנרגטית מינימלית, הקבועים בתקנות הקוגנרציה, כאשר ככל ואינה עומדת בהן, מוחלים עליה הסדרים תעריפים אחרים נחותים יותר. עוד יצוין, כי התעריף השנתי נקבע בהתאם לכמות החשמל בפועל שסופקה בשעות הפסגה. לחדרה PPA ארוך טווח, בין היתר, עם אינפניה בע"מ (להלן: "אינפניה"), במסגרתו חדרה מספקת את כל צרכי החשמל והקיטור של מפעלי אינפניה, הממוקמים בסמוך לתחנת הכוח חדרה.

תחנת הכוח צומת - תחנת כוח מופעלת בטכנולוגיית מחזור פתוח (תחנה "פיקרית") החל מחודש יוני 2023. כושר הייצור המותקן של התחנה עומד על כ-396 מגה-וואט. תחנות כוח "פיקריות" מקבלות תשלומי זמינות והחזר הוצאות בגין חשמל שיוצר בהתאם לאסדרה 914²⁹ ובהתאם לתעריפים שנקבעו על ידי רשות החשמל. עם השלמת התחנה וקבלת רישיון ייצור קבוע, מוקצה מלוא הספק התחנה לנגה במסגרת הסדר זמינות קבועה וצומת אינה רשאית להתקשר עם לקוחות פרטיים בהסכמים למכירת חשמל. בהתאם לתנאי הרישיון הקבוע, נדרשה צומת לעמוד ברמת זמינות מינימלית לאחר שנת ההפעלה הראשונה של 92%. יצוין כי לצורך הפחתת הסיכון לכשל תפעולי בתחנת הכוח הצומת עקב פגם טכני שהתגלה, ובתיאום מול הקבלן, עד לסיום תהליך בירור ותיקון הפגם, ולמועד

²⁵ משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

²⁶ Power Purchase Agreement.

²⁷ בחודש פברואר 2024, התקשרה תחנת רותם בהסכם עם חברת פרטנר תקשורת בע"מ, לצורך מכירת חשמל לצרכני פרטנר שהינם צרכנים ביתיים ועסקים קטנים. תקופת ההסכם הינה מיום 01.04.2024 ועד ליום 31.03.2030.

²⁸ החלטה מספר 1 מיישיבה 211 של רשות החשמל בנושא "תעריפים לרכישת אנרגיה ממתקני קוגנרציה", מאי 2008.

²⁹ החלטה 914 בנושא "אסדרת המשך תעריפית ליצרני חשמל קונבנציונליים פרטיים מעל 16 מגה-וואט ולמספקים פרטיים, רשות החשמל, ינואר 2020.

אישור הדוח התקופתי של החברה לשנת 2024, מוגבלת התחנה לכ-85% מההספק. להערכת החברה, למועד אישור הדוח התקופתי כאמור, תהליך בירור ותיקון הפגם צפוי להסתיים לכל המאוחר תוך כ-12 חודשים.

תחנת הכוח גת - תחנת הכוח גת מופעלת בטכנולוגיה קונבנציונלית (גז טבעי במחזור משולב) החל מנובמבר 2019. כושר הייצור המותקן של התחנה עומד על כ-75 מגה-וואט. תחנת הכוח פועלת תחת אסדרת "זמינות מוגבלת", בהתאם להסדר ליצרני קוגנרציה שאינם עומדים בתנאי הקוגנרציה מכוח החלטת רשות החשמל³⁰. במסגרת האסדרה, תחנת הכוח מורשה למכור את החשמל לצרכני חשמל ולהעמיד את יתרת יכולת הייצור למנהל המערכת כזמינות, תחת מגבלת זמינות שנתית. לתחנת הכוח אישור תעריפי מרשות החשמל בקשר עם קבלת תשלומי הזמינות, כאשר סך תשלום הזמינות מוגבל בתקרה המסודרת ברישיון. בחודש מרץ 2023 השלימה החברה עסקה לרכישת מלוא הזכויות בתחנה.

מתקני ייצור אנרגיה בחצרות צרכנים - בהתאם לדיווחי החברה, התקשרה החברה במספר הסכמים, לרבות כאלו שזכו במכרז של רשות החשמל, במסגרתם החברה פועלת להקמת והפעלת מתקנים לייצור אנרגיה בחצר הצרכן באמצעות מתקני ייצור חשמל בעיקר מגז טבעי, ומתקנים לאגירת חשמל. במסגרת ההסדרים, ככלל, לחברה ניתנה זכות להקמת מתקני ייצור תוך התחייבות למועדי הפעלה מסחרית מתוכננים, בהתאם לתנאים שנקבעו. ההסכמים עם הצרכנים מתבססים על הנחה מרכיב הייצור וחשכון בתעריף הרשת וכן הסדרים נוספים (במקרים מסוימים כתלות באופי הפרויקט), לרבות תשלומים בגין מתן הזכויות בקרקע והסדרים שונים הקשורים להקמת והפעלת המתקנים. יצוין, כי חלק עיקרי מהצרכנים קשור במקביל בהסכמי PPA עם רותם או חדרה.

נציין, כי החברה שואפת לנהל את מכירת 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 עשויה להתבצע באמצעות חברה בקבוצה בעלת רישיון הספקה מותאם.

התפתחויות חיוניות בשוק החשמל בארה"ב

שוק החשמל בארה"ב מפותח הן ברמה הפדראלית והן ברמה המדינתית. הרגולטור הפדרלי העיקרי הוא הנציבות הפדראלית לרגולציית אנרגיה - Federal Energy Regulatory Commission (להלן: "FERC"), לצד פיקוח רגולטורי נוסף ברמת המדינה של נציבויות ציבוריות מדיניות 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-RTOs³¹. ייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת (PV ורוח) מזכה בהכנסה נוספת, המהווה תמריץ של הממשל הפדרלי והמקומי לייצור חשמל שאינו מזהם ואינו תלוי בדלקים פוסיליים. חלק מהמדינות משתמשות בתמריץ באמצעות רכישת תעודות ירוקות (Renewable Energy Credits), וכן רגולציה סביבתית. בנוסף קיים תמריץ פדרלי באמצעות תמריצי מס (Inflation Reduction Act). היקף הטבות המס יכול להשתנות בהתאם למדיניות הממשל הפדרלי, כפועל יוצא ממדיניות נשיא ארה"ב. שינוי מדיניות של ממשל טראמפ עשויים להשפיע על התמיכה באנרגיה מתחדשת. להערכת החברה, שינוי מדיניות שחלו לאחרונה, עם כניסתו של ממשל טראמפ בינואר 2025, יצרו אי וודאות שעשויה להשפיע על מגזר האנרגיה, בפרט לגבי תמיכה באנרגיה מתחדשת והטלת תעריפים מוגדלים על יבוא ציוד לארה"ב, שעשוי בין היתר לשמש להקמה ולתחזוקה של תחנות כוח ומתקנים לייצור אנרגיה. מאז כניסתו לתפקיד בינואר 2025, הוציא הנשיא טראמפ צווים נשיאותיים לקידום ייצור דלקים פוסיליים ולהפחתת התמיכה באנרגיה מתחדשת בשונה ממדיניות הממשל הקודם. למועד אישור הדוח התקופתי לשנת 2024, קבוצת CPV מעריכה שהצו הנשיאותי (צו נשיאותי 14154) המורה לכל הסוכנויות הפדראליות לעצור כספים ותמיכה ממשלתית תחת חוקים שונים, אינו משפיע לרעה באופן מהותי על פעילות פרויקטים שלה למועד הדוח התקופתי לשנת 2024. בנוסף,

³⁰ [החלטה מספר 6 \(1021\) - עדכון הסדר תעריפי למתקני קוגנרציה, רשות החשמל, דצמבר 2015.](#)

³¹ פרט לאזור טקסס אשר מפותח על ידי Public Utility Commission.

מדיניות מממשל טראמפ הנוגעת להטלת מיסים על יבוא ציוד לארה"ב, ובפרט פלדה ואלומיניום, עשויה להשפיע על ייקור עלויות הקמה וחלפים, ככל ומסתמכים על יבוא.

רגולציה סביבתית תלויה גם בחוקים בכל מדינה בה פועלת החברה בארה"ב, כאשר קיימת רגולציה מקיפה בנושאי היתרי פליטות, תקני גז אוזון, תקנות פליטות גזי חממה, תקנות הזרמת שפכים, מניעת הזרמת מזהמים, חוק הגנת הסביבה ועוד. נכון למועד הדוח התקופתי של החברה לשנת 2024, תחנות הכוח הפעילות של קבוצת CPV (למעט Valley, כפי שיפורט להלן), כמו גם אלו שבהקמה, מחזיקות בהיתרים תקפים הרלוונטיים לפעילויות ההקמה ו/או ההפעלה שלהן. תחנת הכוח Valley החלה בפעילות בשנת 2018 במסגרת מספר היתרים, וכתנאי מוקדם להיתר ה-Air State Facility והיתר טרום בנייה Prevention of Significant Deterioration (להלן: "היתר ASF") נדרשה Valley להגיש בקשה להיתר Title-V, הנדרש להחלפת היתר ה-ASF. Valley הגישה בקשה ראשונית לקבלת היתר Title-V בהתאם ללוחות הזמנים הנדרשים, והיתר ה-ASF הוארך אוטומטית. בינואר 2025 נדרש הליך המשך להשלמת הבקשה עבור בקשת ההיתר של Title-V של Valley. למועד הדוח התקופתי לשנת 2024 של החברה, Valley רשאית להמשיך בפעילותה במסגרת היתר ASF עד להחלטה סופית בעניין היתר Title-V. נציין, כי למועד הדוח אין וודאות בקשר לקבלת היתר Title-V או לעיתוי קבלתו.

שוק ה-PJM³² הינו ISO ו-RTO המכסה אזור של 13 מדינות במזרח ארה"ב בהיקף של כ-177 ג'יגה-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. מחירי הזמינות האחרונים נקבעו בחודש יולי 2024 על כ-270 דולר למגה-וואט ליום לשנים 2025-2026. נציין, כי מבוצעות התאמות בשוק זה באישור ה-FERC בחודש פברואר 2025 על מנת להפחית את התנודתיות במחירי הזמינות, כגון: קביעת קנס אחיד על ביצועים נמוכים, ביטול פטורים מחובת הצעה של חלק מגורמי הייצור והשארית יחידות ישנות המיועדות לגריטה להבטחת אמינות אספקת חשמל. הקמת מתקני אנרגיה מתחדשת רבים הביאה במספר אזורים, ביניהם PJM, לעומס על תהליכי אישור חיבור פרויקטים חדשים לרשת ההולכה. כמו כן, בחודש פברואר 2025 אישר ה-FERC גם האצת חיבור פרויקטים מסוימים, בהתחשב בגודל ושימוות מועד ההפעלה וכן אישר החלת מנגנון הגבלת מחיר על ידי קביעת תקרת מקסימום ומינימום (Collar), כמפורט בהמשך. שוק ה-NYISO מכסה את ניו יורק במזרח ארה"ב בהיקף של כ-40 ג'יגה-וואט, ואחראי, בין השאר, על מערכת ההולכה, מכרזי זמינות, תמחור החשמל, ושירותים נלווים. מכרזי זמינות נקבעים מדי חודש, במכרזים של עד 6 חודשים מראש. שוק ה-ISO-NE מכסה את אזור ניו אינגלנד במזרח ארה"ב בהיקף של כ-33 ג'יגה-וואט, ואחראי, בין השאר, על תפעול שוטף של מערכת ההולכה, ניהול משק החשמל, הכולל מכרזי זמינות ותמחור החשמל, ושירותים נלווים. מכרזי זמינות נקבעים מדי חודש, במכרזים ל-3 שנים קדימה. שוק ה-ERCOT מכסה את רוב מדינת טקסס ואחראי על הולכה וניהול שוק האנרגיה ושירותים נלווים. תחנות הכוח 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, בכוח 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.

פרויקטים של החברה בתחום האנרגיה המתחדשת (רוח ו-PV) מוכרים חשמל באמצעות הסכמי PPA ארוכי טווח, כאשר ככל האפשר הוכנסו שותפי מס, אשר במשך השנים תרכוש החברה את חלקם בפרויקטים. שותפי מס נהנים ממרבית הטבות המס של פרויקטים וכן זכאים להשתתף בהפסדי הפרויקטים לצרכי מס.

³² מדורגת Aa2, אופק יציב על ידי Moody's.

הביקוש לחשמל בארה"ב צפוי לעלות משמעותית בשנים הבאות, במיוחד בשל הקמת חוות שרתים ומעבר לרכבים חשמליים, אשר מעלים את צריכת החשמל. העומס של חוות שרתים עומד על כ-15 ג'יגה-וואט כיום והוא צפוי לגדול לכ-45-35 ג'יגה-וואט עד לשנת 2030. גידול זה צפוי להשפיע על מחירי החשמל והזמינות וכן להרחיב את הייצור במשק החשמל ולהרחיב את אמצעי הייצור, כגון: הידרו, גז טבעי וגרעין. בנוסף, בשווקי החשמל בהם פועלת החברה קיימת מגמה של גריטת תחנות כוח פחמיות ותיקות, בעיקר עקב זיהום הסביבה שהן יוצרות.

ביום 14.04.2025 אישר ה-FERC ל-PJM להחיל מנגנון הגבלת מחיר³³, לפיו מחירי מכרזי הזמינות יוכלו לנוע בטווח של 175-325 דולר למגה-וואט ליום למכרזי הזמינות עבור השנים 2026-2027 וכן 2027-2028. בהתאם להערכות Moody's³⁴ אירוע זה מהווה איתות חיובי לשוק ה-PJM, לאור צמצום אי הוודאות בתחום במכרזי הזמינות בשנים הקרובות. בנוסף, מגבירה החלטה זו את הסיכון להתערבות פוליטית בתחום החשמל בשל הגידול החד במחירי החשמל, אשר צפויים להכביד על המשק. להערכת מידורג, מנגנון הגבלת המחיר צפוי לתרום לוודאות הכנסות הפרויקטים הפעילים באזור PJM.

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-6.9 ג'יגה-וואט, מתוכם חלק החברה כ-3.4 ג'יגה-וואט, כאשר מתוך סך ההספק המותקן כ-1.1 ג'יגה-וואט בישראל וכ-5.8 ג'יגה-וואט בארה"ב. החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בתוך ענף ייצור החשמל, הכוללים תחנות כוח הפועלות באמצעות גז טבעי, מתקני PV³⁵, וחוות רוח. להערכתנו, מגוון מגזרי הפעילות הרחב של החברה מחזק את הפרופיל העסקי שלה בהשוואה לחברות אחרות בקבוצת ההשוואה. בהתאם לדיווחי החברה, עד לסוף שנת 2025 היא צופה את תחילת ההפעלה המסחרית של מספר פרויקטים, ובהם תחנת הכוח שורק 2 בישראל בהספק של כ-87 מגה-וואט, וכן פרויקט Backbone (סולארי) בארצות הברית, בהספק של כ-179 מגה-וואט. בנוסף, תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקט Wind Rogue's (רוח), בהספק של כ-114 מגה-וואט, צפויה במהלך 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, שעלות הקמתו נאמדת בטווח שבין 1.8-2.0 מיליארד דולר ותחילת הקמתו צפויה עד תום שנת 2025. כמו כן, בחודשים מאי 2023 ויוני 2024 זכתה החברה בשני מכרזים של רשות מקרקעי ישראל, לרכישת זכויות חכירה ב-5 מתחמים, בהיקף מצטבר של כ-1.4 מיליארד ש"ח³⁶, לתכנון והקמת מתקנים לייצור חשמל באנרגיה מתחדשת בטכנולוגיית PV בשילוב אנרגיה בהספק של כ-0.5 ג'יגה-וואט וכ-2.8 ג'יגה-וואט שעה באגירה (פרויקט רמת בקע). הזכייה במכרזים אלו הינה חלק ממימוש אסטרטגיית הקבוצה להרחבת פעילותה בתחום ייצור והספקת החשמל בישראל, ומהווה דריסת רגל בתחום ייצור אנרגיה סולארית ואגירה בישראל בכלל, ובתחום האנרגיות המתחדשות בפרט. עוד נציין, כי במרץ 2024 התקשרה החברה עם אינטל אלקטרוניקה, לקוח קיים של החברה, במזכר הבנות לא מחייב לפיו החברה תקים ותתפעל תחנת כוח קונבנציונלית, אשר תספק חשמל למתקני אינטל, לרבות ההרחבה של המתקנים המוקמים בימים אלו, לתקופה של 20 שנים ממועד ההפעלה. בהתאם למזכר ההבנות החברה תחזיק באופן בלעדי בזכויות בפרויקט בהספק של לפחות 450 מגה-וואט (להערכת החברה עד 650 מגה-וואט) ותישא בעלות הקמתו. החברה מעריכה כי עלות הקמת הפרויקט נאמדת בטווח של שבין 1.3-1.5 מיליון דולר למגה-וואט, וכי הפרויקט צפוי להבשיל לשלב ההקמה במהלך שנת 2027.

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, שכל אחד מהם היווה כ-13% מסך הכנסות החברה בשנת 2024). הכנסותיה של החברה מייצור חשמל בתחום הפעילות בישראל רגישות במידה גבוהה לצריכה של לקוחות מהותיים, כאשר במקרה שבו לא תהיה דרישה לחשמל מצד הלקוח המהותי או במצב של אי תשלום מצד אותו לקוח, עשויות הכנסות החברה מתחום הפעילות

³³ ORDER ACCEPTING TARIFF REVISIONS

³⁴ PJM capacity auction price collar is credit positive for merchant power generators – 24.04.2025

³⁵ Photovoltaic

³⁶ בהתאם לתנאי המכרזים בשנים 2023-2024, שילמה החברה סכומים מהוויים 20% מהתמורה הכוללת עבור המכרזים.

להיפגע באופן משמעותי. כמו כן, לתחנת הכוח חדרה קיימת תלות באינפניה כצרכן בלעדי של קיטור וכצרכן מהותי של חשמל מתחנת הכוח חדרה. אובדן אינפניה כלקוח חשמל וקיטור עשוי להשפיע מהותית על יכולתה של חדרה ליהנות מההסדרים הקבועים ליצירי חשמל בקונגרס. בארה"ב, הפרויקטים של קבוצת CPV מוכרים חשמל וזמינות לשווקים הסיטונאיים בארה"ב (ISO, ISO-NY, PJM), כאשר מכירת החשמל בשווקים מבוצעת בהתאם להצעות מחיר של יצרני החשמל ובהתאם לדרישות השוק. כמו כן, הפרויקטים Keenan, Mountain Wind, Maple Hill ו-Stagecoach התקשרו בהסכמי PPA ארוכי טווח.

חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים ולסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

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 בהוצאות 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 כלכליות 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, ההוצאות 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 ישראל³⁷ וארה"ב³⁸.

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 יולי 2024 התקשרה קבוצת CPV בהסכם מחייב לרכישת החזקות נוספות בתחנות הכוח Maryland ו-Shore. בחודש אוקטובר 2024 הושלמה רכישת זכויות נוספות בשיעור של 25% בתחנת Maryland וכן נחתמו הסכמים מחייבים לרכישת זכויות נוספות בתחנת הכוח Shore בשיעור של 31% ובתחנת הכוח Maryland בשיעור של 25% נוספים. בחודש דצמבר 2024, לאחר קיום התנאים המתלים, הושלמו הרכישות במסגרת הסכמי הרכישה הנוספים. הסכום הכולל ששולם בגין העסקאות כאמור, בתוספת חלק קבוצת CPV המיוחס לזכויות הנרכשות בהזרמת ההון בקשר עם המימון מחדש של תחנת הכוח Shore אשר הסתכם לכ-80 מיליון דולר (עבור 100% מהזכויות), נאמד על כ-770 מיליון \$. בנוסף, בהתאם לדיווח החברה מיום 02.04.2025, הושלמה הגדלת החזקות נוספת בשיעור של 20% בתחנת Shore. לאחר השלמת העסקאות, קבוצת CPV מחזיקה בשיעור של כ-89% בתחנת הכוח Shore ובשיעור של 75% בתחנת Maryland. 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 2025-2026 צפויות לנוע בטווח שבין 2.2-4.0 מיליארד \$ לשנה, זאת בהשוואה לכ-2.0 מיליארד \$ בשנת 2024 (כולל רכישת הזכויות הנוספות בתחנות כמפורט לעיל). בהקשר זה נציין, כי יחס ה-Capex ל-PPE של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 15%-20% בשנים 2025-2026, זאת בהשוואה לכ-19% בשנת 2024. יתרות המזומנים של החברה, אשר עמדו על כ-962 מיליון \$ נכון ליום 31.12.2024, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הון או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה.

עסקה להכנסת שותף במגזר האנרגיות המתחדשות בארה"ב

בחודש אוגוסט 2024 התקשרה קבוצת CPV בהסכמים מחייבים עם Harrison Street, קרן השקעות אמריקאית בתחום התשתיות (להלן: "המשקיע"), לפיהם ישקיע המשקיע סכום כולל של 300 מיליון דולר ב-CPV Renewable בתמורה ל-33.33% מהזכויות

³⁷ מדורגת Baa1 באופק שלילי על ידי Moody's.

³⁸ מדורגת Aa1 באופק יציב על ידי Moody's.

הרגילות, כאשר בחודש נובמבר 2024 הושלמה העסקה. במועד השלמת העסקה הזרים המשקיע סכום של 200 מיליון דולר ל-CPV Renewable והוקצו הזכויות למשקיע. בהתאם להסכם, יתרת סכום ההשקעה, בסך של 100 מיליון דולר, תושקע עד לא יאוחר מיום 30.09.2025. בנוסף, נקבע בהסכם כי CPV תספק שירותי פיתוח וניהול נכסים ל-CPV Renewable בהתאם להסכמי שירות ארוכי טווח. בהתאם לזכויות החוזיות שהוענקו למשקיע במועד השלמת העסקה, החברה איבדה שליטה ב-CPV Renewable, והחל ממועד השלמת העסקה הפסיקה לאחד את דוחותיה הכספיים ומיישמת את שיטת השווי המאזני ביחס להשקעתה בה.

מגמת שיפור ביחסי החוב של החברה

בשנת 2024 נאמד היקף ה-EBITDA³⁹ (באיחוד רגיל) של החברה על סך של כ-600 מיליון ₪, זאת בהשוואה לכ-511 מיליון ₪ בשנת 2023, כאשר העלייה ב-EBITDA מיוחסת, בין היתר, לגידול בהכנסות מתחנת צומת, אשר החלה לפעול במחצית השנייה של שנת 2023. יחס החוב ל-EBITDA נאמד על כ-7.9 בשנת 2024, בהשוואה לכ-11.4 בתקופה המקבילה אשתקד, ויחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו, הסתכם לכ-0.9, בהשוואה ל-1.1 בשנת 2023. 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 1.3-1.8 מיליארד ₪ בשנים 2025-2026, לאחר הפעלתם המסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל ובארה"ב, לצד הערכות החברה לגידול נוסף במרווחי החשמל בחלק מהתחנות בארה"ב ועלייה מתונה במכרזי הזמינות (הערכות מחירי הזמינות בשוק ה-PJM הן בטווח הגבלת המחירים המפורט לעיל). בד בבד, יחס החוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 6.9-8.2 בשנים 2025-2026, בהשוואה ליחס מתואם באיחוד יחסי של כ-7.7 בשנת 2024, ויחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-2.0.

רמת מינוף מאזני נמוכה ביחס לחברות ההשוואה

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, תחנות החברה בישראל, למעט תחנת הכוח בחדרה, ממומנות באמצעות מימון תאגידי (ברמת או.פי.סי ישראל). נכון לשנת 2024 יחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) עמד על כ-40.4% (באיחוד רגיל), זאת בהשוואה לכ-50.3% בשנת 2023, כאשר הירידה ברמת המינוף נובעת, בין היתר, מהנפקת מניות מהותית בהיקף של כ-780 מיליון ₪ במהלך חודש יולי 2024. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הנבחן על פי איחוד יחסי של כל הפרויקטים המהותיים בהם מחזיקה החברה, יחס החוב ל-CAP צפוי לנוע בטווח שבין 58%-60% בשנים 2025-2026.

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 31.12.2024 עמדו יתרות המזומנים של החברה במאוחד על כ-962 מיליון ₪ (וכ-219 מיליון ₪ בסולו), לעומת כ-1.0 מיליארד ₪ (כ-138 מיליון ₪ בסולו) בתקופה המקבילה אשתקד. 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 2024 החליט דירקטוריון החברה להשהות את מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה לשנתיים. 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.

³⁹ 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 ₪. 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 קנון, המחזיקה בכ-54.53% מסך מניות החברה. בעלת השליטה בחברה מאפשרת בשנים האחרונות גיוסי הון מהותיים, אשר תרמו לשמירה על רמות מינוף נמוכות, חרף ביצוע השקעות מהותיות, כאשר בשנים 2020-2024 החברה גייסה כ-3.3 מיליארד ₪ בהון מניות, כאשר בעלת השליטה תרמה את חלקה בחלק מגיוסים אלו. כמו כן, להערכתנו, בעלת השליטה אינה מצפה לדיבידנדים 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.

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.

לוח הסילוקין של סדרה ב' כולל תשלום קרן מהותי בשנת 2028, במקביל למיחזורי חוב נדרשים בפרויקטים בארה"ב

אג"ח סדרה ב' של החברה כוללת תשלום קרן מהותי ביום 01.10.2028 בסכום של כ-533 מיליון ₪. להערכת מידרוג, קיומו של תשלום משמעותי זה מהווה סיכון של מימון מחדש, הניצב בפני החברה בשנת הפירעון האחרונה לסדרת אג"ח זו, זאת כאשר סכום זה צפוי להיות חלק מהותי מהחוב הפיננסי סולו של החברה בשנה זו. להערכתנו, סיכון זה ממותן חלקית על ידי תזרימי המזומנים השוטפים של החברה, נגישותה הגבוהה לשוק ההון וגמישותה הפיננסית החזקה. בנוסף, נציין, כי מבנה המימון המקובל בארה"ב מבוסס לרוב על מודל Mini-Perm - הלוואות לטווח בינוני (בדרך כלל לטווח של 5 עד 7 שנים), הכוללות רכיב בולט מהותי בסיום התקופה. מבנה זה מייצר צורך במיחזורי חוב שוטפים כחלק מפעילות החברה בתחום. בהקשר זה נציין, כי בשנים האחרונות ביצעה הקבוצה בהצלחה מספר מימונים מחדש לתחנות הכוח בארה"ב.

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 באותה מידה. 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 כל 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 בפרויקטים אלו, על ידי סוג וכמות יחידות הייצור בכל פרויקט וזאת במקביל לאחזקת יתרות נזילות מהותיות ברמת הסולו, כמתואר לעיל.

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 לנוכח פעילות החברה בתחום הייצום 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 פוסילית. סיכון זה ממונת 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 ממשי תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה. החברה פועלת בשווקים מפותחים, תוך שמירה על ניהול סיכונים הולם.

מטריצת הדירוג^[1]

תחזית מידרוג ⁴⁰		LTM ⁴⁰ - 31.12.24			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
Aa.il	---	Aa.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aaa.il	18.6-25.0 מיליארד ₪	Aa.il	כ-12.1 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	15%-20%	A.il	19%	Capex/PPE	פרופיל פיננסי
A.il	6.9-8.2	A.il	7.9	חוב ברוטו / EBITDA	
Baa.il	1.0-2.0	Ba.il	0.9	EBIT / Int	
A.il	58%-60%	A.il	40.4%	חוב ברוטו / CAP	דירוג נגזר
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					
A1.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.

⁴⁰ הנתונים מוצגים באיחוד חשבונאי ללא איחוד החברות הכלולות.

⁴¹ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

דוחות קשורים

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - 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](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[התפתחויות באסדרות שוק ה-SMP - דוח מיוחד, ספטמבר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

18.05.2025

שם יוזם 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 שאלה 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 כשלהו 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 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, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר 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 אמין 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 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 מצד (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.