

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

מעקב | יולי 2024

אנשי קשר:

תומר דר

ראש צוות בכירה, מערכת דירוג ראשית

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il באופק יציב לסדרת אג"ח א' שהנפיקה חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

שם סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
שוב אנרגיה אגחא	1198571	A3.il	יציב	30.06.2034

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ובאמצעות גז טבעי, בארץ ובעולם, המוערכים על ידי מידרוג כבעלי סיכון בינוני. החברה חשופה, בין היתר, לאסדרה תומכת במקטע הייצור באנרגיות מתחדשות במדינות בהן פועלת החברה ולשינויים באסדרה זאת. כמו כן, לחברה חשיפה לשינויים אפשריים בתעריף החשמל ובמודל ה-SMP בענף הגז הטבעי בישראל; (2) הסביבה הרגולטורית בענף האנרגיות המתחדשות, במרבית המדינות בהן החברה פועלת, הינה מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה ויוצרת בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים בהשוואה לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות המאופיינים בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) תמהיל גיאוגרפי מגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים ובעלי אסדרה תומכת ורגולציה שקופה; (6) בהתאם לדוח משק החשמל לשנת 2022, חלקה של החברה בשוק ייצור החשמל הקונבנציונלי בישראל (כולל תחנת הכוח אתגל) עומד על כ-12.4%; (7) החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בענף ייצור החשמל. עם זאת, קיימת חשיפה מהותית לתוצאות הפעילויות של שני פרויקטים מרכזיים של החברה - תחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח, המהוות בין 50-60% מסך ההספק המותקן ומסך הרווח התפעולי התזרימי של החברה. בד בבד, הפרויקטים מורכבים ממספר רב של יחידות ייצור בלתי תלויות. עובדה זו ממתנת את הסיכון התפעולי הכרוך באפשרות להשבת פעילות בתחנות הכוח. בנוסף, לחברה קיימת תלות בשני לקוחות מהותיים בישראל, חברת החשמל לישראל בע"מ² (להלן: "חח"י") ולגנה - ניהול מערכות חשמל בע"מ (להלן: "לגנה" או "מנהל המערכת"), בעלי איתנות פיננסית ו/או חשיבות עליונה למשק החשמל בישראל; (8) עיכובים בהפעלה המסחרית של תחנת הכוח אתגל עלולים להביא לצורך בתמיכה נוספת של החברה בפרויקט; (9) השבתה מהותית נוספת, הצפויה במתקן האגירה השאובה, מביאה לאי וודאות בקשר עם התזרימים מהמתקן; (10) יחסי כיסוי חוב איטיים, לצד יחסי כיסוי ריבית חלשים באופן יחסי; (11) חשיפה לנתונים מאקרו-כלכליים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים אשראי של המדינות בהן פועלת החברה; (12) מבנה מימון פרויקטאלי (בכוב Non-Recourse) בחברות הבנות, לצד הסכמי PPA³, אשר מצד אחד מספקים תעריפים קבועים בהסכמים ארוכי טווח התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה, ומצד שני מאריכים את יחסי הכיסוי הנובעים מחוב פרויקטאלי ארוך; (13) יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של רוב הפרויקטים אותם מחזיקה החברה; (14) רמת המינוף הצפויה של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה יחסית. יחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לנוע בשלוש השנים הקרובות בטווח שבין 77%-80% (באיחוד יחסי של חברות כלולות); (15) יחס כיסוי החוב ל-EBITDA של החברה צפוי לנוע בשלוש השנים הקרובות בטווח שבין 8.0-9.0 (באיחוד יחסי של חברות כלולות). בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT למימון נטו, צפוי להציג חולשה ביחס לחברות ההשוואה בדירוג ולנוע בשנות התחזית בטווח שבין 1.1-1.3; (16) מדיניות פיננסית

¹ System Marginal Price.

² מדרגת Aa1.il, אופק חיובי.

³ Power Purchase Agreement.

הכוללת שמירה על רמות מינוף הדומה לרמות המינוף הנוכחיות, לצד אפשרות לחלוקת דיבידנדים ושמירה על נזילות מספקת; (17) לחברה תכנית השקעות הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול בהוצאות ה-Capex⁴, אשר עמדו בשנת 2023 על כ-301 מיליון ₪. השקעות החברה בפרויקטים חדשים צפויות להמשיך בשנתיים הקרובות לפחות. יחס ה-Capex ל-PPE⁵ של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 7.0%-8.0% בשנים 2024-2025. טווח זה מייצג יחסים חזקים בהשוואה לחברות ההשוואה; (18) שמירה על יתרות נזילות טובות לטובת שירות החוב. יתרות הנזילות של החברה עמדו על כ-232 מיליון ₪, נכון ליום 31.03.2024; (19) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (20) יחסי כיסוי חלשים וסיכון מימון מחדש בפרויקט ברזוריה; (21) חשיפות בגין שומות מס מקרקעין בתחנות כוח רמת חובב וחגית, וחשיפת דמי היתר ברמת חובב; (22) חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים ממותנת לנוכח פעילות החברה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית, עם זאת מגמת מעבר לאנרגיות ירוקות חלף אנרגיה פוסילית, עלולות להביא לחשיפה של מגזר תחנות הכוח בטוח הזמן הבינוני-ארוך. בד בבד, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית והמדינית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי נציין כי קיימות עסקאות בעלי עניין בפעילותה השוטפת ואפשרות לחלוקת דיבידנד מהותיות בעתיד.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים, אשר נמצאים טרם שלב הסגירה הפיננסית, בארץ ובחו"ל. הנחנו כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 500-600 מיליון ₪ בשנים 2024-2025). 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. נציין, כי אי הוודאות בקשר עם הפרויקטים אתגל ואגירה שאובה, וכן הסבירות לשינויים אפשריים ביחס למודל ה-SMP, נלקחו בחשבון במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות מהותיות, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 800-850 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2024-2026, לאחר הפעלה מסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל וברומניה. בד בבד, יחס חוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 8.0-9.0 בשנים 2024-2026 ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 1.1-1.3 בשנים הקרובות. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), צפויה להיות גבוהה ולנוע בטווח שבין 77%-80% בשנים הקרובות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במעמדה העסקי של החברה, בנכסים המניבים, בפיזור ענפי הפעילות, ביתרות נזילות הולמות ובוודאות תזרים המזומנים הנובעים מנכסי ייצור חשמל, בעיקר באמצעות גז טבעי ואנרגיה סולארית.

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת 'חרבות ברזל' על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).⁶

⁴ מתואם בגין פירעון התחייבות חכירה

⁵ Property, Plant and Equipment.

⁶ [דוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

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

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪⁷

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024	
67,332	142,436	118,227	25,144	25,713	הכנסות
205,117	68,370	(20,655)	(49,243)	102,293	רווח (הפסד) נקי כולל לתקופה
54,120	385,453	228,458	451,153	232,559	מזומנים ושווי מזומנים
680,030	1,689,067	1,674,473	1,641,453	1,777,240	הון עצמי
2,647,306	2,556,712	2,620,497	2,569,603	2,649,474	חוב פיננסי ⁸
3,545,662	4,810,025	4,758,080	4,744,087	4,933,008	סך מאזן
266,508	633,063	301,148	16,602	107,163	Capex ⁹

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

לסיכון בינוני בענף ייצור החשמל מגז, המאופיין בצפי לביקוש צומח מול היצע נמוך של תחנות כוח, בשנים הקרובות

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. פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בישראל, ארה"ב ובשנים הקרובות גם באירופה, הינה על ידי ייזום, אחזקה ותפעול של פרויקטים, הממומנים ברובם על ידי מימון פרויקטאלי (חוב בכיר, Non-Recourse). ענף פעילות זה מוערך על ידי מידורג כבעל סיכון בינוני, הנובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכונים הקמה. במקביל, החברות בענף האנרגיות המתחדשות חשופות במידה ניכרת לשינויים ברגולציה ובמידת התמיכה בתחום בכל מדינה. אנו מעריכים כי תמיכת הרגולציה בענף האנרגיות המתחדשות הינה גבוהה ולא צפויה להשתנות בטווח הנראה לעין. עם זאת, ככל ותחול הרעה במסגרת היעדים או התמריצים במדינות השונות, פעילות החברות הפועלות בתחום ומצבן הפיננסי עלולים להיפגע.

נציין, כי כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. כך לדוגמא, הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. כמו כן, אישר הממשל האמריקאי הטבות מס משמעותיות לפרויקטי ייצור אנרגיה מתחדשת. במקביל לכך, הציבה הממשלה בישראל יעדים במטרה להגיע ל-20% ו-30% ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות עד לשנת 2025 ו-2030, בהתאמה¹⁰, זאת לצד יעדים נוספים

⁷ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

⁸ לא כולל התחייבויות לפינוי ושיקום.

⁹ מתואם בגין פירעון התחייבות חכירה

¹⁰ [החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה"](#)

שנקבעו מתוך מטרה להפחית פליטת גזי חממה¹¹, וכן החלטה על החלת מס פחמן¹². בהתאם לדוח משק החשמל¹³ לשנת 2022 ולדוח מצב יעדי אנרגיה מתחדשת לשנת 2023¹⁴, פוטנציאל אחוז צריכת אנרגיה מתחדשת מתוך סך הצריכה השנתית לסוף השנה עמד, בהתאמה, על כ-11.9% וכ-14.6%. בד בבד, ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתוך כלל צריכת החשמל במשק עמד, בהתאמה, בשנים 2022-2023 על כ-10.4% וכ-12.5%, כאשר בהתאם לתחזית רשות החשמל, סך ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתוך כלל צריכת החשמל במשק בשנת 2025 צפוי להסתכם בכ-17%. בד בבד, בהתאם לתחזיות¹⁵, סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-3,700 ג'יגה-וואט עד לשנת 2028. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר כבר בשנת 2025. להערכתנו, היעדים וההחלטות הממשלתיות, לצד ירידת עלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, צפויים להמשיך ולתמוך בהיקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל ובמדינות נוספות, בשנים הקרובות. בנוסף, אנו מעריכים כי המלחמה הניטשת בין רוסיה לאוקראינה, צפויה להגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, בגלל שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה.

לצד הפעילות בענף האנרגיות המתחדשות, פועלת החברה גם בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי במשק הישראלי. ענף זה מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון בינוני, ומאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות ומגבלות על היקף פעילות, לצד סיכונים תפעול גבוהים, ותנודתיות רבה ברכיבי הייצור, בשנים האחרונות, זאת לצד החלת אסדרות חדשות, ובפרט מנגנון ההעמסה המרכזית (SMP). הסיכון ממותן בחלקו בזכות אסדרה תומכת במקטע הייצור. נכון לשנת 2022, עמד היקף ייצור החשמל באמצעות יחידות ייצור חשמל פרטיות על כ-43% 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. בד בבד, נכון למועד כתיבת הדוח, משק החשמל בישראל נמצא במחסור בצד ההיצע, כאשר על פי התחזיות העדכניות, קיים צורך בתחנות חדשות על מנת לספק את הביקוש העתידי.

ודאות תזרימית גבוהה יחסית, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל לנגה ולחח", באמצעות הסכמים ארוכי טווח, לצד

מכירת חשמל במסגרת מודל ה-SMP

תזרימי המזומנים של החברה נובעים בעיקרם מפריקטי ייצור חשמל באמצעות אנרגיה פוטו וולטאית (PV) ואנרגיות מתחדשות אחרות ומתחנות כוח מבוססות גז טבעי. נכון לשנת 2023, היקף ה-EBITDA בגין פריקטי PV ופריקט התרמו סולר, עמד על כ-37% מכלל ה-EBITDA של החברה. נכון למועד כתיבת הדוח, במתקנים הפועלים בתחום ייצור אנרגיה מתחדשת, קיימת התחייבות של חברות חשמל / חברות הולכה מקומיות ו/או גורם חיצוני אחר לרכוש את מרבית או את כל החשמל המיוצר בפריקטים הרלוונטיים (Off-Taker) בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ולמשך תקופה ארוכה, במסגרת הסכמי PPA. בנוסף, בפעילות החברה הקיימת והמתוכננת ברומניה ובאיטליה, החשמל נמכר גם בבורסת החשמל המקומית (Merchant). להערכתנו, מאפייני ההסכמים תורמים רבות ליציבות התזרימית של החברה. נציין, כי בחודש ינואר 2024 נכנסה לתוקפה אסדרה חדשה מטעם רשות החשמל¹⁶, לפיה יצרני חשמל מאנרגיות מתחדשות יוכלו למכור את החשמל המיוצר למספקי חשמל שונים, חלף מכירתו לחח"י ו/או לנגה. בהתאם לתחזיות החברה, פריקטים עתידיים צפויים לפעול במסגרת אסדרה זו. להערכתנו, אסדרה זו עלולה לפגוע מעט ביציבות תזרימי המזומנים.

פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי, מבוססת בעיקר על תחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח, אשר החברה מחזיקה בהן ב-50%. נכון לשנת 2023, כ-60% מסך ה-EBITDA של החברה, נזקף לזכות מגזר זה. התחנות מעמידות את מלוא ההספק הנקי הזמין בפועל למנהל המערכת, וכן מייצרות ומוכרות חשמל למנהל המערכת בשוק חשמל תחרותי, בהתאם לעקרונות

¹¹ [החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021](#)

¹² [החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021](#)

¹³ [דו"ח מצב משק החשמל לשנת 2022, רשות החשמל](#)

¹⁴ [דו"ח מצב יעדי אנרגיות מתחדשות לשנת 2023](#)

¹⁵ [דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, ינואר 2024](#)

¹⁶ [רשות החשמל, החלטה מספר 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחברים או משולבים ברשת החלוקה, ספטמבר 2022](#)

העמסה מרכזית. לפיכך, מלוא תזרים המזומנים של הפרויקטים מבוסס על מכירת יכולת זמינה ומכירת חשמל בפועל למנהל המערכת, בכפוף למרכזי ה-SMP. להערכת מידורג, קיימת אי-ודאות מסוימת בקשר עם יכולת מימוש ההכנסות ובקשר עם תזרים המזומנים בפרויקטים אלו, בשל קיומה של תלות ברכיב העלויות המשתנות בגין ייצור חשמל וההעמסה לרשת החשמל על ידי מנהל המערכת, בהתאם לתוכניות הייצור בפועל. אולם, קיומו של רכיב זמינות המהווה נדבך מרכזי בהכנסות וברווחיות הפרויקטים, לצד הישענותם על הסכמי PPA ארוכי טווח אל מול מנהל המערכת, תומכים בדירוג. יש לציין, כי על פי פרסומי רשות החשמל¹⁷, יתכנו שינויים במודל זה, אשר עלולים לשנות את התעריף ו/או את אופן חישובו במודל, באופן שעלול לפגוע בהכנסות תחנות הכוח. מידורג תמשיך ותעקוב אחר השפעות השינויים במשק החשמל על פעילות החברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים ולסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

השינויים המתרחשים בנתונים המאקרו כלכליים עלולים להשפיע על פעילותה הכלכלית של החברה. הרעה מהותית במצב הכלכלי עלולה להביא להקשחת תנאי המימון ולהשפיע לרעה על יכולת החברה לגייס כספים הדרושים למימון פעילותה לצורך פרויקטים חדשים. כמו כן, פרויקטי החברה חשופים לסיכונים ריבית ועליה במדד המחירים לצרכן. נציין, כי ביחס לחוב הפרויקטלי, רכיב מהותי מריבית הבסיס מקובע במועד הסגירה הפיננסית ו/או במועד משיכת החוב, אולם כל עוד רכיב מסוים מן החוב אינו מקובע, החברה חשופה לעלייה בריבית הבסיס טרם מועד קיבועה. נוסף על כך, פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לסיכון שערי החליפין של המטבעות, בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. לפיכך, החברה חשופה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על כדאיות ורווחיות הפרויקטים. החשיפה קיימת הן ברמת החברה, אשר מקבלת תזרימים במטבעות השונים מהשקל, והן ברמת הפרויקטים בהם ישנן עלויות הקמה ו/או תפעול הנקובות במטבע שאיננו המטבע בו נקוב התעריף למכירת החשמל. 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 המדינות בהן היא פועלת, מלבד ישראל, בין היתר, ארה"ב (מדורגת ע"י מודי'ס Aaa, אופק שלילי), רומניה (Baa3, אופק יציב) ואיטליה (Baa3, אופק יציב).

מגוון מגזרי פעילות לצד חשיפה גבוהה לתזרים תחנות הכוח רמת חובב וחגית

החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בתוך ענף ייצור החשמל, הכוללים¹⁸ תחנות כוח הפועלות באמצעות גז טבעי (כ-927 מגה-וואט), מתקני PV (כ-562 מגה-וואט), אגירה שאובה (כ-77 מגה-וואט), ואנרגיה תרמו-סולארית (כ-61 מגה-וואט). להערכתנו, מגוון מגזרי הפעילות הרחב של החברה מחזק את הפרופיל העסקי שלה בהשוואה לחברות אחרות בקבוצת ההשוואה. נכון למועד הדוחות הכספיים של הרבעון הראשון לשנת 2024, החברה מחזיקה בפרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-2,906 מגה-וואט ועוד פרויקט אגירה SA בקיבולת של 400 מגה-וואט שעה, מתוכם חלק החברה כ-1,626 מגה-וואט וכ-196 מגה-וואט שעה, בהתאמה. מתוך חלק החברה בסך ההספק המותקן, כ-1,313 מגה-וואט מיוחס לישראל וכ-313 מגה-וואט לארה"ב. בנוסף, החברה מעריכה כי שני פרויקטים סולאריים נוספים ברומניה (בהספק של כ-172 מגה-וואט) וכן מספר פרויקטי PV בישראל (בהספק כולל של כ-154 מגה-וואט) צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך השנים 2025-2027. כמו כן, להערכת החברה, לקראת הרבעון האחרון לשנת 2024, צפויה תחנת הכוח אתגל, בהספק של כ-186 מגה-וואט, להתחיל בהפעלה מסחרית.

נכון לדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2023, כ-60% מה-EBITDA וכ-55% מסך ההספק בבעלות החברה, נובע מפעילותן של שתי תחנות הכוח, רמת חובב וחגית מזרח, המוחזקות על ידה בשיעור של 50%, כך שהחברה חשופה באופן מהותי לתזרים המתקבל מהתחנות. להערכתנו, התלות הגבוהה בהכנסות ובתזרים מתחנות הכוח, פוגע בפיזור תזרים המזומנים ועלול להוות גורם סיכון ככל ותתרחש תקלה מהותית, אשר תפגע בפעילות מי מבין התחנות, או, ככל ותעריפי ה-SMP ירדו בצורה משמעותית. עם זאת, סיכון זה ממותן על ידי תשלומי זמינות קבועים, המהווים אחוז ניכר מסך תזרימי תחנות הכוח, מערך ביטוחי הפרויקטים ובזכות מספר גבוה של

¹⁷ [רשות החשמל, החלטה מספר 65006, אסדרת פעילות יחידות הייצור באתר אשכול, מרץ 2023.](#)

¹⁸ בסוגריים מוצגים חלק החברה במתקנים מניבים.

יחידות ייצור, אשר הינן בלתי תלויות זו בזו. כמו כן, התלות בתזרימי התחנות צפויה לרדת, במידה מסוימת, לאחר תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקטים נוספים הנמצאים בשלב ההקמה.

עיכובים בהפעלה המסחרית של תחנת הכוח אתגל עלולים להביא לצורך בתמיכה נוספת של החברה בפרויקט

החברה מעריכה כי תחנת הכוח אתגל, בהספק של כ-186 מגה-וואט, צפויה להתחיל הפעלה מסחרית בישראל לקראת הרבעון האחרון לשנת 2024. נציין, כי הפעלתה המסחרית הצפויה של תחנת כוח אתגל משקפת התארכות של כשנה וחצי מתאריך ההפעלה המקורי, בהתאם לכך בשנת 2023 הוכרה ירידת ערך בספרים בסכום של כ-30 מיליון ₪ מפרויקט זה. כמו כן על מנת לאפשר את המשך הקמת הפרויקט, במהלך החודשים אוגוסט 2023 עד למרץ 2024, ביצעה החברה הזרמות כספים בהיקף של כ-66 מיליון ₪ לפרויקט, כאשר להערכת מידרוג, ייתכן והזרמות נוספות יידרשו לצורך השלמת ההקמה. נכון למועד הדוח, הפרויקט נמצא במשא ומתן מול המלווים בנוגע לשינוי מתווה המימון בפרויקט, אשר כולל, בין היתר, דחייה של לוחות הסילוקין ועדכון תאריך השלמת הפרויקט. נציין, כי ככל ולא תתקבל דחייה של לוחות הסילוקין, ייתכן ויידרשו הזרמות נוספות לצורך שירות החוב.

השבתה מהותית נוספת הצפויה במתקן האגירה השאובה, מביאה לאי וודאות בקשר עם התזרימים מהמתקן

החברה מחזיקה בשיעור של 25.5% בחברת פ.א.ס.פ. השקעות בע"מ, המחזיקה במתקן לאגירה שאובה. המתקן הושבת בחודש ספטמבר 2022 לטובת תיקון תקלות, אשר הסתיימו בחודש יולי 2023. נציין, כי בעקבות ההשבתה, אשר הפסיקה את התזרימים הנובע מהפרויקט, החברה תמכה בחלק מפירעונות החוב הפרויקטאלי (חלקה של החברה כ-28 מיליון ₪), כמו כן לצורך עמידה בדרישות ההון העצמי המינימאלי הומרו הלוואות בעלים שהועמדו לטובת פ.א.ס.פ. (חלקה של החברה כ-12 מיליון ₪). באוגוסט 2023 המתקן שב לפעילות מסחרית, עם זאת כתוצאה ממצאים אשר התגלו בבדיקה מקיפה למתקן בספטמבר של אותה השנה, צפויה כניסה נוספת לתיקון המערכת ברבעון הרביעי של שנת 2024. בשל העובדה שפ.א.ס.פ. מפרה את התחייבויותיה החוזיות, בדצמבר 2023 בוצע במאזן סיווג של כל החוב להתחייבויות השוטפות. על אף האמור, נציין, כי התזרימים מהפרויקט איננו מהותי באופן יחסי והיווה כ-5% מסך ה-EBITDA של החברה בשנת 2023. עם זאת, להערכתנו, ככל ותיקון הפרויקט וחזרתו להפעלה מסחרית מלאה לא יבוצעו כצפוי, החברה עלולה להידרש להתאמות בדוחותיה הכספיים, ובעיקרן הפחתות מסוימות מההון העצמי. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

תכנית ההשקעות צפויה לאפשר את צמיחתה המואצת של החברה

החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובח"ל. תכנית ההשקעות הביאה להוצאות Capex מהותיות בשנים 2022-2023, בהיקף כולל של כ-934 מיליון ₪. על פי תרחיש הבסיס, הוצאות אלו צפויות לנוע בטווח שבין 500-600 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות. בהקשר זה נציין, כי יחס ה-Capex ל-PPE של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 7.0%-8.0% בשנים 2024-2025. להערכתנו, החברה תמשיך ותבצע השקעות נוספות בעתיד בישראל, ארה"ב ואירופה, כאשר יתרות המזומנים של החברה וכן התזרימים השיורי מן הפרויקטים הנמצאים תחת החזקתה, צפויים לספק מענה הולם לצרכי ההשקעה של החברה.

יחסי כיסוי חוב איטיים, לצד יחסי כיסוי ריבית חלשים באופן יחסי

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הנבחן על פי איחוד יחסי של כל הפרויקטים המהותיים בהם החברה מחזיקה על פי שיעור אחזקתה, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 800-850 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2024-2026, זאת לאחר הפעלה מסחרית של פרויקטים חדשים בישראל וברומניה. יש לציין, כי יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיות איטיים יחסית ונובעים מן החוב הפרויקטלי, המאופיין בשיעור מינוף גבוה, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-EBITDA, אשר צפוי לנוע בטווח שבין 8.0-9.0 בשנים 2024-2026. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT למימון נטו, צפוי להציג חולשה ביחס לחברות ההשוואה בדירוג ולנוע בשנות התחזית בטווח שבין 1.1-1.3.

רמת מינוף מאזני גבוהה ביחס לחברות ההשוואה

החברה מחזיקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, ונע בטווח שבין 60%-80%. עם זאת, נכון למועד כתיבת הדוח, רמת המינוף של חלק מהפרויקטים המוחזקים גבוהה מהרף העליון של טווח זה. רמת המינוף של החברה

מוערכת כגבוהה על ידי מידרוג, כפי שמשתקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), אשר עמד על כ-80% בשנת 2023 (באיחוד יחסי של חברות כלולות), כאשר רמה זו צפויה להישאר יציבה בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 80%-77% (באיחוד יחסי של חברות כלולות). גמישותה הפיננסית של החברה טובה באופן יחסי, אך מוגבלת בשל העדר נכסים לא משועבדים, כאשר כלל הנכסים משועבדים לטובת החובות הבכירים שגויסו לצורך הקמתם.

שיקולים נוספים לדירוג

הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

לחברה יתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על כ-232 מיליון ₪ במאוחד (וכ-123 מיליון ₪ בסולו), נכון לדוח הכספי מתאריך 31 למרץ 2024 ועל כ-543 מיליון ₪ לפי איחוד יחסי לסוף לשנת 2023. כמו כן, נכון למועד כתיבת הדוח, המדיניות הפיננסית של החברה כוללת, בין היתר, שמירה על יתרות נזילות בסולו לתקופה של 12 חודשי שירות חוב (קרן וריבית), בתוספת כרית מזומנים בגובה של 50 מיליון ₪. שמירה על יתרות נזילות אלו תומכת בדירוג החברה. נציין, כי החברה לא חילקה דיבידנד לבעלי המניות בשנים האחרונות, ולהערכתה לא צפויה חלוקה בטווח הזמן הקרוב.

יחסי כיסוי חלשים מאד לצד סיכון מימון מחדש בפרויקט ברזוריה

החברה מחזיקה ב-100% מהזכויות בפרויקט ברזוריה, פרויקט פוטו וולטאי בהספק של כ-260 מגה-וואט, במדינת טקסס בארה"ב. בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה, במועדי החישוב האחרונים יחסי הכיסוי ADSCR לשירות החוב, היו נמוכים מ-1.0. לדברי החברה, החוב הפרויקטלי שולם באמצעות יתרות המזומן בפרויקט. כמו כן, לדברי החברה, לא נוצרה הפרת הסכם מימון בפרויקט היות ולא קיימות בפרויקט אמות מידה המקנות זכות לפירעון מיידי בגין יחס הכיסוי. נציין, כי בפרויקט צפוי מימון מחדש בשנת 2027 בהיקף של כ-70 מיליון דולר. לדברי החברה, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בעקבות תיקונים טכניים וסיכומים מסחריים הצפויים בפרויקט. להערכת מידרוג, יחסי כיסוי נמוכים עלולים לסכן את יכולת הפרויקט לעמוד בתשלומי שירות החוב העיתיים ואת גמישותו הפיננסית לביצוע מימון מחדש וכן עלולים לחשוף את החברה לצורך בהזרמות לפרויקט.

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים, בדומה לחברות דומות הפועלות בענף. 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 בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין, כי כל החובות הנם במסגרת מימון פרויקטאלי Non-Recourse וכי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה. כמו כן, נציין כי חלק מהותי מתזרימי המזומנים העולים לחברה ברמת הסולו צפויים לנבוע משני פרויקטים מהותיים - תחנות הכוח ברמת חובב וחגית מזרח. להערכתנו, סיכון זה ממותן בחלקו על ידי הודאות התזרימית ויחסי כיסוי החוב הגבוהים באופן יחסי ברוב הפרויקטים, על ידי פיזור של סוג וכמות יחידות הייצור בכל פרויקט וזאת במקביל לאחזקת יתרות נזילות מהותיות ברמת הסולו, כמתואר לעיל.

חשיפות בגין שומות מס מקרקעין בתחנות כוח רמת חובב וחגית, וחשיפת דמי היתר ברמת חובב

במרץ 2021 הוצאה לשותפות רמת חובב על ידי רשות מקרקעין שומת מס רכישה בסך של כ-262 מיליון ₪, וזאת בטענה כי כמעט מלוא התמורה על פי הסכם המכר, הינה תמורה ששולמה על זכויות במקרקעין. כמו כן, שותפות רמת חובב נדרשה לשלם לרמ" דמי היתר בסך של כ-218 מיליון ₪ בתוספת מע"מ, על מנת לאפשר את השלמת העסקה לרכישת תחנת הכוח, השותפות שילמה לרמ" 75% מהסכום המבוקש, והמציאה ערבות בנקאית על סך 25% הנותרים. בנוסף לכך, בספטמבר 2022 קיבלה שותפות חגית מזרח שומת מס רכישה בסך של כ-98 מיליון ₪. מחלוקות אלו נמצאות בדיונים משפטיים אל מול רשות המיסים. נציין, כי בהתאם להוראות הסכם המימון, ככל ועלויות הפרויקטים תגדלנה הבעלים התחייבו להעמיד את הסכומים הנדרשים (חלקה של החברה הינו 50%), מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

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 לעידוד אנרגיה נקייה. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית מסוימת, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את הייצור בגז. חשיפה זו ממותנת לנוכח פעילות החברה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית, אשר אינם פולטים גזי חממה. בבחינת סיכונים חברתיים, אנו מעריכים כי החברה חשופה אליהם במידה נמוכה בהקשרי ייצור אחראי והצורך בשמירה על אמינות אספקת החשמל מתחנות הכוח. סיכון זה ממותן לאור היסטוריה תפעולית חיובית של תחנות הכוח בהן החברה מחזיקה - רמת חובב וחגית מזרח. בד בבד, נהנית החברה מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. ביחס לממשל תאגידי, נציין כי פעילותה השוטפת של החברה מאופיינת בעסקאות בעלי עניין ולהערכתנו, יתכנו חלוקות דיבידנד מהותיות לחברה האם בעתיד.

אודות החברה

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ עוסקת בייזום, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של פרויקטים ליצור אנרגיה, לאגירת אנרגיה, ולניהול ואספקה של אנרגיה ממקורות מתחדשים וקונבנציונליים. החברה הינה ציבורית החל מחודש אוגוסט 2022. החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים: (1) ייצור חשמל באמצעות טכנולוגיה פוטו-וולטאית בישראל; (2) ייצור חשמל באמצעות גז טבעי; (3) ייצור חשמל באמצעות טכנולוגיה תרמו-סולארית. בנוסף, לחברה קיימות פעילויות נוספות כגון: אנרגיה מתחדשת מחוץ לישראל, פרויקט אגירה שאובה ופעילות מסחרית. החברה מוחזקת בשיעור של 71.36% על ידי שיכון ובינוי בע"מ, בשיעור של 22.41% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור.

מטריצת הדירוג

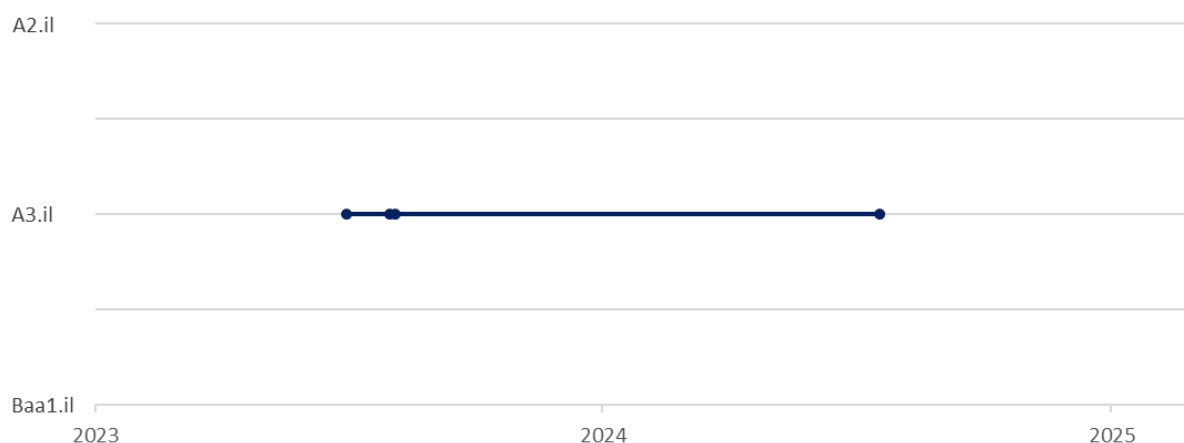
תחזית מידרוג ²⁰		LTM ¹⁹ - 31.12.23			
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
סביבת הפעילות	ודאות תזרים המזומנים	---	A.il	---	A.il
	חסמי כניסה	---	A.il	---	A.il
	מסגרת רגולטורית	---	A.il	---	A.il
פרופיל עסקי	סך מאזן	כ-9.5 מיליארד ₪	Aa.il	כ-9.5 מיליארד ₪	Aa.il
	איכות הפיזור הגיאוגרפי	---	Aa.il	---	Aa.il
	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	---	Aa.il	---	Aa.il
	Capex/PPE	4.5%	Aaa.il	7.5%	Aa.il
פרופיל פיננסי	חוב ברוטו / EBITDA	8.7	A.il	8.6	A.il
	EBIT / Int	1.1	Baa.il	1.2	Baa.il
	חוב ברוטו / CAP	79.7%	Baa.il	80%	Ba.il-Baa.il
	מדיניות פיננסית	---	A.il	---	A.il
דירוג נגזר		A3.il			
דירוג בפועל		A3.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.

¹⁹ הנתונים מוצגים באיחוד יחסי לא מבוקר.

²⁰ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

24.07.2024	תאריך דוח הדירוג:
03.08.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.07.2023	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 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 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 ביועץ 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 שביסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ 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, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע 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 אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

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

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

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