

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

מעקב | יולי 2025

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

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

אלון כהן

אנליסט, מעריך דירוג משני
alon.c@midroog.co.il

תומר דר

ראש צוות בכירה
tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

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

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A3.il לחברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, 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 ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך. עם זאת, בפרויקטים חדשים בישראל עתיד החשמל המיוצר להימכר למספקי חשמל פרטיים, בהתאם לאסדרת השוק. שינוי זה צפוי להגדיל את רמת ההכנסות אך עשוי גם להשפיע לרעה על וודאות התזרימים; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים בהשוואה לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממסלה 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 2023, חלקה של החברה בשוק ייצור החשמל הקובנציונלי הפרטי בישראל (כולל תחנת הכוח אתגל) עמד על כ-13.1%; (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 40%-50% 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"מ¹ (להלן: "חח"י") ונגה - ניהול מערכות חשמל בע"מ (להלן: "נגה" או "מנהל המערכת"), אשר הינם בעלי איתנות פיננסית ו/או חשיבות עליונה למשק החשמל בישראל; (8) השבחה מהותית נוספת הצפויה במתקן האגירה השאובה, בו מחזיקה החברה, יוצרת מידה מסוימת של אי ודאות בנוגע לתזרימים מהמתקן, וזאת במקביל לדרישת תשלום מצד מנהל המערכת בשל אי עמידה בדרישות הזמינות המינימאלית; (9) יחסי כיסוי חוב איטיים יחסית, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח, לצד יחסי כיסוי ריבית חלשים; (10) חשיפה לנתונים מאקרו-כלכליים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה; (11) יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של רוב הפרויקטים אותם מחזיקה החברה; (12) רמת המינוף של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה יחסית לחברות ההשוואה. רמת המינוף הגבוהה באה לידי ביטוי ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), אשר נאמד על כ-76% בשנת 2024 וצפוי לנוע בשלוש השנים הקרובות בטווח שבין 74%-78% (באיחוד יחסי של חברות כלולות); (13) היקף ה-EBITDA, אשר הסתכם בשנת 2024 בכ-828 מיליון ₪ (באיחוד

¹ System Marginal Price.

² מידרוג מדרגת סדרות אג"ח של חברת החשמל לישראל בע"מ בדירוג Aaa.il באופק דירוג יציב.

יחסי של חברות כלולות), צפוי לרדת משמעותית בשנת 2025, בין היתר, על רקע השלכות החלטת רשות החשמל לקביעת תעריף מפוקח לתשלומים הנוספים הכלולים בתעריפי תחנות הכוח. לאחר מכן, על בסיס תחזיות החברה בנוגע למחירי החשמל, צפויה מגמת שיפור הדרגתית בשנות התחזית; (14) שמירה על יתרות נזילות מספקות במאוחד ואי חלוקת דיבידנד; (15) לחברה תכנית השקעות הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובאירופה. תכנית ההשקעות הביאה לגידול בהוצאות ה-Capex³, אשר עמדו כ-433 מיליון ₪ בשנת 2024, השקעות בהיקפים דומים בפרויקטים חדשים צפויים להמשיך בשנתיים הקרובות לפחות; (16) הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות לטובת שירות החוב. נכון ליום 31.03.2025 יתרות הנזילות של החברה עמדו על כ-141 מיליון ₪; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (18) היחלשות פעילות החברה בארה"ב; (19) חשיפות בגין שומות מס מקרקעין בתחנות כוח רמת חובב וחגית, וחשיפת דמי היתר ברמת חובב; (20) 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.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 500-550 מיליון ₪ בשנת 2025 ובטווח השנים 2026-2027 צפוי ה-EBITDA להשתפר בהדרגה ולנוע בטווח שבין 700-850 מיליון ₪, בין היתר, בעקבות הפעלתם המסחרית הצפויה של פרויקטים חדשים בישראל וברומניה ותחזיות החברה לעלייה בתעריפי החשמל במגזר הגז הטבעי. במקביל, יחס החוב ל-EBITDA צפוי לנוע בין 12.5-12.0 בשנת 2025 ולאחר מכן להשתפר בהדרגה לטווח שבין 8.0-10.0 בשנים 2026-2027. בנוסף, יחס כיסוי הריבית, EBIT למימון נטו, צפוי להיותר חלש יחסית, ולנוע בטווח שבין 0.5-0.8 בשנת 2025 ולעלות לטווח של 0.9-1.5 בשנים 2026-2027. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקפת ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), צפויה להיות גבוהה ולנוע בטווח שבין 74%-78% בשנים הקרובות. הנחנו כי החברה תתמקד בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים. בהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 350-450 מיליון ₪ בשנים 2025-2026). בנוסף, הבאנו בחשבון כי רוב הפרויקטים המניבים של החברה (למעט פרויקטי החברה בארה"ב ואגירה שאובה, כמפורט בהמשך) יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

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.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

³ מתואם בגין פירעון התחייבות חכירה

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪⁴:

31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.03.2024	31.03.2025	
142,436	118,227	190,420	25,713	34,429	הכנסות
68,370	(20,655)	265,548	102,293	(50,531)	רווח (הפסד) נקי כולל לתקופה
385,453	228,458	248,655	232,559	141,357	מזומנים ושווי מזומנים
1,689,067	1,674,473	1,941,660	1,777,240	1,890,338	הון עצמי
2,556,712	2,620,497	2,891,361	2,649,474	2,910,009	חוב פיננסי ⁵
4,810,025	4,758,080	5,395,932	4,933,008	5,309,090	סך מאזן
633,063	301,148	442,397	107,163	55,621	Capex ⁶

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-5,500 ג'יגה-וואט עד לשנת 2030, עלייה של כ-70% לעומת התחזית שפורסמה בשנת 2023⁷. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות.

במהלך שנת 2022 אישר הממשל האמריקאי, בין היתר, את הארכת התקופה לזכאות להטבת מס בפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032 ואת העלאת שיעור ההטבה מ-26% ל-30% (להלן: "IRA"). כמו כן, אושרו הטבות מס נוספות ומשמעותיות, אשר ינתנו תחת עמידה בתנאים מסוימים. עם זאת, שינויי מדיניות שחלו לאחרונה בארה"ב עם כניסתו של ממשל טראמפ בחודש ינואר 2025, יצרו אי ודאויות שעלולות להשפיע על מגזר האנרגיה המתחדשת, בפרט לגבי תמיכה ממשלתית באנרגיה מתחדשת. מאז כניסתו לתפקיד, הוציא הנשיא טראמפ צווים נשיאותיים לקידום ייצור מבוסס דלקים פוסלים ולהפחתת התמיכה באנרגיה מתחדשת בשונה ממדיניות הממשל הקודם. בהקשר זה נציין, כי בחודש יולי 2025 אישר הקונגרס האמריקאי חוק לתיקון מדיניות ה-IRA, במסגרתו, חלו שינויים מהותיים בהטבות המס לפרויקטים בתחום האנרגיה המתחדשת⁸. לדברי החברה, אין לחוק החדש השפעה צפויה על תוצאותיה, שכן הוא חל על פרויקטים בשלבי הקמה, בעוד שכלל פרויקטי החברה בארה"ב נמצאים בשלב ההפעלה המסחרית.

בהתאם לדיווחי החברה בדוחותיה הכספיים, בשנת 2024 כ-43% מייצור החשמל ברומניה הגיע ממקורות אנרגיה מתחדשת, מתוכם כ-27% מאנרגיה הידרואלקטרית, כ-12% מאנרגיית רוח וכ-4% מאנרגיה סולארית. בהתאם ליעדים שנקבעו בתוכנית הלאומית לאנרגיה ואקלים, רומניה שואפת להגיע ל-34% ייצור חשמל ממקורות מתחדשים עד שנת 2030 ול-73% עד שנת 2050.

בחודש אוקטובר 2020⁹ החליטה ממשלת ישראל להגדיל את יעד ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות ל-30% עד שנת 2030, חלף יעד קודם של 17%, ובכלל זה, יעד ביניים של 20% עד 2025. בחודש יולי 2021¹⁰ נקבע יעד לאומי להפחתת פליטות גזי חממה בישראל

⁴ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

⁵ לא כולל התחייבויות לפינוי ושיקום.

⁶ מתואם בגין פירעון התחייבות חכירה

⁷ דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2024.

⁸ H.R.1 - One Big Beautiful Bill Act, 119th congress

⁹ החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".

¹⁰ החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.

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 חממה¹¹. בנוסף, בחודש אוקטובר 2024 פרסמה הממשלה החלטה לקידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי¹², 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 2023¹³, 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.

שינויים רגולטוריים בענף ייצור החשמל בגז טבעי צפויים לפגוע בתוצאות מגזר הפעילות בישראל

לצד הפעילות בענף האנרגיות המתחדשות, פועלת החברה גם בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי במשק הישראלי. ענף זה מוערך ע"י מידורג 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 2023, עמד היקף ייצור החשמל באמצעות יחידות ייצור חשמל פרטיות 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. 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.

פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי, מבוססת בעיקר על תחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח, אשר החברה מחזיקה בהן ב-50%. התחנות מעמידות את מלוא ההספק הנקי הזמין בפועל למנהל המערכת, וכן מייצרות ומוכרות חשמל למנהל המערכת בשוק חשמל תחרותי, בהתאם לעקרונות העמסה מרכזית. לפיכך, מלוא תזרים המזומנים של הפרויקטים מבוסס על מכירת יכולת זמינה ומכירת חשמל בפועל למנהל המערכת, בכפוף למכרזי ה-SMP.

ביום 17.02.2025 פרסמה רשות החשמל החלטה בדבר פיקוח על תעריפים משלימים¹⁴, במסגרת ההחלטה התקבלו מספר צעדים רגולטוריים: (1) יצרן שיהיה זכאי לאחד משני סוגי תעריפי ההגנה, תעריף משלים (השלמה לעלויות הייצור של היצרן) או תעריף העמסה ממוצע לסדר (העמסה בשל אילוצי מערכת) יקבל תשלום בהתאם לתקרת התעריף שקבעה רשות החשמל ולא בהתאם להצעה שהגיש, ככל שהיא גבוהה מתקרת התעריף שהרשות קבעה; (2) רשות החשמל קבעה תקרת מחיר ביחס לעלות הגז לטובת חישוב התעריף המפוקח, תוספת של פי 1.4 יום מראש ופי 1.6 בזמן אמת. כמו כן, רשות החשמל קבעה עלות התנעה גבוהה יותר בהתאם להערות שעלו בשימוע; (3) נקבע מסלול אופציונאלי לתחנות שהופרטו מחברת חשמל לפיו תקרת מחיר הגז תהיה לפי תוספת של פי 1.6 עבור מי שיחבר במסלול זה והתחולה תהיה רטרואקטיבית מיום רכישת התחנה. יצרן שמחזיק ביחידות ייצור שנמכרו לו על ידי חברת החשמל ואשר קיבל אישור תעריף טרם מועד ההחלטה יודיע למנהל המערכת על המסלול בו בחר עד ליום 01.09.2025. ככל שבחר היצרן במסלול של התוספת בשיעור של פי 1.6 תיערך התחשבות על ידי מנהל המערכת בהתאם ללוח התעריף שצורף להחלטה, וזאת החל ממועד תחילת ההפעלה המסחרית של יחידות הייצור באתר. כמו כן, נקבע כי לא ניתן להחיל חלופה זו על חלק מיחידות הייצור שבאתר הייצור, וככל שיצרן בחר בחלופה זו, היא תחול על כל יחידות הייצור שבאתר. ככל שיימצא שמנהל המערכת שילם ליצרן תשלום ביתר ביחס ללוח התעריף, יידרש היצרן להחזיר את התשלומים העודפים למנהל המערכת בפריסה שתעמוד על פני 12 עד 24 חודשים לפי קביעת מנהל המערכת. התשלומים לא יישאו ריבית והצמדה ומנהל המערכת יהיה ראשי להאריך את תקופת ההחזר ב-12 חודשים נוספים; (4) יצרן ראשי לבקש ממנהל המערכת ביצוע בדיקת קבלה אחת נוספת על מנת שההתחשבות עימו לצורך קביעת התעריף לתשלומים הנוספים תיערך לפי מאפייני היעילות הטכניים העדכניים של היחידה

¹¹ החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.

¹² החלטת ממשלה 2282 בנושא קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי, תיקון וביטול החלטות ממשלה, אוקטובר 2024.

¹³ דוח משק החשמל סיכום שנת 2023, ספטמבר 2024, רשות החשמל.

¹⁴ החלטה מס 70502, קביעת תעריף מפוקח לתשלומים הנוספים באסדרת שוק, רשות החשמל, פברואר 2025.

(Heat Rate וכמות צריכת הגז להתנעה) ולא לפי ערכים נורמטיביים; (6) הרשות קובעת בהחלטה, כי תשקול להסיר את המגבלות שנקבעו על תעריפי ההגנה בהתאם להתפתחות התחרות בשוק. ככל שהרשות לא תקבל החלטה אחרת קודם לכן, בסוף חודש יולי 2029 יפקע הפיקוח על תעריף ההעמסה מחוץ לסדר, אך יוותר הפיקוח על התעריף המשלים.

לאחר פרסום החלטת רשות החשמל, ביצעה החברה בחינות ראשוניות בדבר השלכות החלטת הרשות, בהתאם לבחינות והערכות הראשוניות, ובהנחה שלא יהיה שינוי בהחלטת הרשות, מעריכה החברה כי תבחר בחלופת התעריף המפוקח הנמוך ולא בחלופת התעריף המפוקח הגבוה, אולם היא טרם קיבלה החלטה סופית בעניין. כמין כן, עדכנה החברה את תחזית תוצאותיה, תוך התבססות על השינויים הצפויים בתעריף. על פי תחזיות אלו, צופה החברה פגיעה בתוצאות מגזר הגז הטבעי בשנת 2025, ומגמת צמיחה בשנים שלאחר מכן, זאת בהתאם להערכותיה בנוגע לביקוש ולמחירי החשמל בישראל. עם זאת, לפי התחזיות הנוכחיות, תוצאות התחנות אינן צפויות לשוב לרמות השיא שנרשמו בשנים 2023-2024.

שינוי מתודולוגיות מגנון קביעת מחיר ה-SMP

במסמך מיום 29.08.2024 פנה מנהל המערכת בהליך שיתוף הציבור בנושא עדכון מתודולוגיות חישוב מחיר השוק בשיטת SMP. בכוונת נגה, לאחר קבלת הערות מהציבור, ובכפוף לאישור רשות החשמל, להיערך ליישומן בפועל בשנת 2025. על פי נגה, אחד האתגרים בשוק החשמל הוא ריבוי רגולציות של הפעלת יחידות ייצור של יצרנים פרטיים, לצד הפעלת יחידות ייצור של "חח" בכל הנוגע לפעילות במקטע הייצור, כאשר בשיטה הנוכחית נוצר פער בין המחיר הקבוע במרכז לבין העלות האמיתית, כאשר התוצאה היא ייקור מחיר החשמל לציבור. כמו כן, מתודולוגית החישוב החדשה צפויה להתחשב בגידול ניכר בייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, מתקני אגירה ועוד. שינוי השיטה חשוב הן לשוק הייצור הסיטונאי והן לשוק האספקה, כאשר מחיר ה-SMP מהווה בסיס לקביעת מחיר החשמל בשווקים אלה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השינויים הצפויים במגנון ה-SMP ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

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. להערכת מידרוג, קיימת אי-ודאות מסוימת בקשר עם יכולת מימוש ההכנסות ובקשר עם תזרים המזומנים בפריקטים רמת חובב וחגית, בשל תלות ברכיב העלויות המשתנות בגין ייצור חשמל וההעמסה לרשת החשמל על ידי מנהל המערכת, בהתאם לתוכניות הייצור בפועל במסגרת מגנון ה-SMP. אולם, קיומו של רכיב זמניות, מהווה נדבך מרכזי בהכנסות וברווחיות הפריקטים, לצד הישענותם על הסכמי PPA ארוכי טווח אל מול מנהל המערכת, תומכים בוודאות התזרימים. 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 (Offtaker) בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ולמשך תקופה ארוכה, במסגרת הסכמי PPA. בנוסף, בפעילות החברה הקיימת והמתוכננת ברומניה, 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 החשמל¹⁵, לפיה יצרני חשמל מאנרגיות מתחדשות יוכלו למכור את החשמל המיוצר למספקי חשמל שונים, חלף מכירתו לחח" ו/או לנגה. בהתאם לתחזיות החברה, פריקטים עתידיים צפויים לפעול במסגרת אסדרה זו. להערכתנו, אסדרה זו עלולה לפגוע מעט ביציבות תזרים המזומנים.

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 פריקטים חדשים. כמו כן, פריקטי החברה חשופים לסיכונים ריבית ועליה במדד המחירים לצרכן. נציין, כי ביחס לחוב הפריקטלי, רכיב מהותי

¹⁵ [רשות החשמל, החלטה מספר 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה, ספטמבר 2022.](#)

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 ממומן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זה) 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's Aa1, אופק יציב), רומניה (Baa3, אופק שלילי) ואיטליה (Baa3, אופק יציב).

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

נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה בפרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-3,092 מגה-וואט ועוד וכ-945 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה, מתוכם חלק החברה כ-1,812 מגה-וואט וכ-468 מגה-וואט שעה באגירה. מתוך חלק החברה בסך ההספק המותקן, כ-1,499 מגה-וואט מיוחס לישראל וכ-313 מגה-וואט לארה"ב. החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בתוך ענף ייצור החשמל, הכוללים¹⁶ תחנות כוח הפועלות באמצעות גז טבעי בהספק של כ-2,040 מגה-וואט (כ-1,113 מגה-וואט), מתקני PV בהיקף של כ-631 מגה-וואט (כ-562 מגה-וואט), אגירה שאובה בהספק מותקן של כ-300 מגה-וואט (כ-77 מגה-וואט), ואנרגיה תרמו-סולארית בהיקף של כ-121 מגה-וואט בשילוב אגירה בהספק של כ-545 מגה-וואט שעה באגירה (כ-61 מגה-וואט כ-272 מגה-וואט שעה באגירה). בנוסף, החברה מעריכה כי שני פרויקטים סולאריים נוספים ברומניה (בהספק של כ-172 מגה-וואט) וכן מספר פרויקטי PV בישראל (בהספק כולל של כ-178 מגה-וואט בשילוב כ-716 מגה-וואט שעה באגירה) צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך השנים 2025-2027. להערכתנו, מגוון מגזרי הפעילות הרחב של החברה מחזק את הפרופיל העסקי שלה בהשוואה לחברות אחרות בקבוצת ההשוואה.

נכון לדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2024, כ-57% 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 ממומן על ידי תשלומי זמינות קבועים, המהווים אחוז ניכר מסך תזרימי תחנות הכוח, מערך ביטוחי הפרויקטים ובזכות מספר גבוה של יחידות ייצור, אשר אינן תלויות זו בזו. כמו כן, התלות בתזרימי התחנות צפויה לרדת, במידה מסוימת, לאחר תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקטים נוספים הנמצאים בשלב ההקמה.

הפעלתה המסחרית של תחנת הכוח אתגל לאחר התארכות משמעותית בלוחות הזמנים

במהלך חודש מאי 2025 החלה תחנת הכוח אתגל, בעלת הספק של כ-186 מגה-וואט, הפעלה מסחרית. נציין, כי הפעלתה המסחרית של תחנת הכוח אתגל משקפת התארכות של כ-29 חודשים ביחס למועד הנקוב ברישיון המקורי (17.02.2023). בהתאם לכך בשנים 2023 ו-2024 הוכרה ירידת ערך בספרים בסכום של כ-30 מיליון ₪ וכ-3 מיליון ₪ מפרויקט זה, בהתאמה. כמו כן, על מנת לאפשר את המשך הקמת הפרויקט, במהלך השנים ביצעה החברה הזרמות כספים בהיקף של כ-100 מיליון ₪ לפרויקט.

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

חברת פיא.סא.פי השקעות בע"מ (להלן: "פי.סא.פי"), המפעילה תחנת כוח בטכנולוגית אגירה שאובה במעלה גלבוע, בה מחזיקה החברה בשיעור של 25.5%, חוותה תקלות תפעוליות מהותיות בשנים 2022-2023. תקלות אלו הובילו להשבתה ממושכת של המתקן לצורך ביצוע תיקונים, ניצול קרן שירות החוב לצורך פירעון החוב העיתי ותביעות הדדיות בין בעלי המניות לקבלן ההקמה, לרבות דרישות כספיות בסכומים מהותיים. בחודש אוגוסט 2023 חזרה התחנה לפעילות מסחרית מלאה, אך לקראת הרבעון הרביעי של שנת 2025

¹⁶ בסוגריים מוצגים חלק החברה במתקנים מניבים.

מתוכנן שלב נוסף של עבודות תיקון, אשר צפויות להימשך כחצי שנה. בגין תקופת ההשבתה, הגיעה פיא.סא.פי להסדר פשרה מול חברת הביטוח, במסגרתו התקבלה תמורה כוללת של כ-72 מיליון ₪, מתוכה התקבלו בפועל כ-95% עד כה. בנוסף, בספטמבר 2024 קיבלה פיא.סא.פי דרישת תשלום ממנהל המערכת בגין אי עמידה בדרישות זמינות מינימלית, בהיקף מוערך של עד 150 מיליון ₪ עבור השנים 2022-2023. בהמשך לכך, בפברואר 2025 התקבלה טיוטת חשבון ראשונה בסך של כ-8.3 מיליון דולר בגין חודשים ינואר-פברואר 2023 ובמאי 2025 התקבל טיוטה חשבון של חודש מרץ 2023 בסך של 4.4 מיליון דולר. פיא.סא.פי דחתה את הדרישות, בין היתר, בטענה לכוח עליון ומתכוונת לערער עליהן. נכון לסוף שנת 2024 הומרו הלוואות בעלים להון בהיקף של כ-46.5 מיליון ₪ (מהם כ-11.8 מיליון ₪ חלק החברה), והוזרמו כ-28 מיליון ₪ לקרן שירות החוב על ידי החברה. לדברי החברה, פיא.סא.פי צפויה לעמוד בהתחייבותה הפיננסית, ללא צורך בהזרמות נוספות מצד בעלי המניות, בכפוף להגעה להסכמות עם המלווים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

תכנית ההשקעות צפויה לאפשר את צמיחתה של החברה

החברה מצויה בעיצומה של תכנית השקעות רחבה, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בישראל ובאירופה. במסגרת תכנית זו, נרשמו הוצאות Capex מהותיות בהיקף של כ-433 מיליון ₪ בשנת 2024 וכ-295 מיליון ₪ בשנת 2023. בהתאם לתרחיש הבסיס, צפויות הוצאות ה-Capex לנוע בטווח שבין 350-450 מיליון ₪ בשנים 2025-2026. בהקשר זה נציין, כי יחס ה-Capex ל-PPE של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 4.5%-5.0% בשנים 2025-2026, והינו נמוך ביחס לחברות השוואה בענף. להערכתנו, החברה תמשיך ותבצע השקעות נוספות בעתיד בישראל ובאירופה, כאשר יתרות המזומנים של החברה וכן התזרים השוטף מן הפרויקטים הנמצאים תחת החזקתה, צפויים לספק מענה הולם לצרכי ההשקעה של החברה.

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

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס על איחוד יחסי של חברות כלולות בהן מחזיקה החברה בהתאם לשיעור אחזקתה, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 500-550 מיליון ₪ בשנת 2025, זאת לעומת כ-828 מיליון ₪ בשנת 2024. הירידה הצפויה בסך ה-EBITDA נובעת בעיקר ממגזר הגז הטבעי, אשר צפוי להיחלש באופן מהותי כתוצאה מעדכון תחזית ההכנסות על רקע השינויים במנגנון ה-SMP, כמפורט לעיל. בטווח השנים 2026-2027, צפוי ה-EBITDA להשתפר ולנוע בטווח שבין 700-850 מיליון ₪, בין היתר, בעקבות הפעלתם המסחרית הצפויה של פרויקטים חדשים בישראל וברומניה. נציין, כי יחס הכיסוי של החברה איטיים יחסית ונובעים מן החוב הפרויקטלי, המאופיין בשיעור מינוף גבוה, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הנושא בא לידי ביטוי, בין השאר, ביחס חוב ל-EBITDA אשר צפוי לעמוד על כ-12.5-12.0 בשנת 2025, בהשוואה לכ-8.4 בשנת 2024, ולאחר מכן להשתפר בהדרגה לטווח שבין 8.0-10.0 בשנים 2026-2027. במקביל, יחס כיסוי הריבית, EBIT למימון נטו, צפוי להיות חלש יחסית, ולנוע בטווח שבין 0.5-0.8 בשנת 2025, לעומת יחס של כ-1.2 בשנת 2024, וצפוי לעלות בהמשך ולהגיע לטווח של 0.9-1.5 בשנים 2026-2027.

רמת מינוף מאזני גבוהה ביחס לחברות השוואה

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-76% בשנת 2024 (באיחוד יחסי של חברות כלולות). כאשר רמה זו צפויה להישאר יציבה בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 74%-78% (באיחוד יחסי של חברות כלולות). גמישותה הפיננסית של החברה טובה באופן יחסי, אך מוגבלת בשל העדר נכסים שאינם משועבדים, כאשר כלל הנכסים משועבדים לטובת החובות הבכירים שגויסו לצורך הקמתם.

שמירה על יתרות נזילות מספקות במאחד ואי חלוקת דיבידנד

לחברה יתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על כ-141 מיליון ₪ במאחד (וכ-115 מיליון ₪ בסולו), נכון לדוח הכספי מתאריך 31 למרץ 2025 ועל כ-595 מיליון ₪ לפי איחוד יחסי לסוף לשנת 2024. יתרות נזילות אלו צפויות לשמש, בין היתר, לצרכי ההשקעות שהחברה

צפויה לבצע בטווח הקצר-בינוני. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה תשמור על רמת נזילות גבוהה התומכת בדירוג החברה, בדגש בתקופה הקרובה, המאופיינת בתוכנית השקעות רחבה. ברמת הסולו, לחברה צרכי שירות חוב (תשלומי קרן וריבית) שנתיים העומדים על כ-115 מיליון ₪ והוצאות מטה בטווח שבין 95-90 מיליון ₪, בשנים הקרובות. להערכתנו, החברה צפויה לשמור על מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות של סדרות האג"ח. כמו כן, נכון ליום 31.03.2025 לחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות בסך של כ-140 מיליון ₪. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד, כאשר בהתאם לדברי הנהלת החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות.

שיקולים נוספים לדירוג

שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

המדיניות הפיננסית של החברה, כוללת, בין השאר, הצהרה לשמירה על יתרות נזילות מהותיות, אשר יבטיחו, לכל הפחות, את יכולת החברה לעמוד בהחזרי אגרות החוב (קרן וריבית) של החברה, בהיקף שיכסה את שירות אגרות החוב למשך 12 חודשים רצופים ובתוספת מרווח של 50 מיליון ₪. להערכתנו, שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות חוב תומכת בדירוג החברה.

החלשות פעילות החברה בארה"ב

נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה ב-3 פרויקטים מניבים בארה"ב: (1) 49.5% בפורטפוליו Beacon, אשר כולל שני תתי פרויקטים לייצור חשמל באנרגיה סולארית במדינת קליפורניה בהיקף של כ-60 ו-48 מגה-וואט; (2) 49% בפרויקט Saticoy לאגירת חשמל באמצעות סוללות בקליפורניה, בהיקף של 400 מגה-וואט שעה; (3) 100% בפרויקט Brazoria לייצור חשמל בטכנולוגיה פוטו-וולטאית במדינת טקסס, בהיקף של כ-260 מגה-וואט.

במרץ 2025 קיבלה חברת הפרויקט של Saticoy מכתב ממחוז ונטורה (בה ממוקם הפרויקט) בגין הפרות תפעוליות באתר, לרבות אחסון ציוד לא מורשה, נזילות חומרים מסוכנים ואי השלמת עבודות פיתוח אזוריות. החברה הגיבה למכתב, הציגה תוכנית תיקון וביקשה הסכם להשלמות מול המחוז, שאישר עקרונית את הבקשה. בשלב זה נמשך שיח עם המחוז, והחברה צופה שתושג הסכמה שתאפשר את המשך הפעילות. כמו כן, על פי דיווחי החברה, בפרויקטים Saticoy ו-Brazoria נרשמו יחסי כיסוי ADSCR נמוכים מ-1.0 במועדי החישוב האחרונים, כאשר שירות החוב בוצע מתוך יתרות המזומן והזרמות החברה. עם זאת, לא נרשמה הפרת תנאי מימון בשל היעדר אמות מידה מחייבות לפירעון מיידי בקשר ליחסי הכיסוי. בפרויקט Brazoria צפוי מימון מחדש בשנת 2027 בהיקף של כ-70 מיליון דולר, כאשר סביבת יחסי הכיסוי הנוכחית עלולה להערכתנו להקשות על השגת תנאי מימון אופטימליים. גם בפרויקט Beacon נרשמו יחסי כיסוי נמוכים יחסית, המקשים על חלוקת רווחים מהפרויקט.

לדברי החברה, היא פועלת לשיפור הכנסות וזמינות המתקנים באמצעות אופטימיזציה מסחרית ותפעולית, הפחתת עלויות ובחינת שילוב יכולת אגירה בפרויקטים Beacon ו-Brazoria. במקביל נבחנות אפשרויות למימון מחדש במגזר ולהכנסת שותפים אסטרטגיים. להערכתנו, המשך הפעילות ללא שינוי מהותי מעלה את רמת הסיכון בנוגע לוודאות התזרימים מהפרויקטים ויכולת העלאתם, ואף עשוי לדרוש הזרמות הוניות מצד החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות במגזר הפעילות בארה"ב ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

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 ברוב הפרויקטים בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה (למעט בפעילות החברה בארה"ב, כמפורט בהמשך). כמו כן, נציין כי חלק מהותי מתזרימי המזומנים העולים לחברה ברמת הסולו צפויים לנבוע משני פרויקטים מהותיים - תחנות הכוח ברמת חובב וחגית מזרח. להערכתנו, יחסי כיסוי

החוב הגבוהים באופן יחסי ברוב הפרויקטים, לצד פיזור של סוג וכמות יחידות הייצור בכל פרויקט, וזאת במקביל לאחזקת יתרות נזילות מהותיות ברמת הסולו, כמתואר לעיל, ממתנים את הנחיות ומחזקים את וודאות התזרימים.

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"י דמי היתר בסך של כ-218 מיליון ₪ בתוספת מע"מ, על מנת לאפשר את השלמת העסקה לרכישת תחנת הכוח, השותפות שילמה לרמ"י 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 ממונתת 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 ממונתן 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. בבחינת סיכוני ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה.

מטריצת הדירוג^[1]

תחזית מידרוג ¹⁸		LTM ¹⁷ - 31.12.24			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרימים המזומנים	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aa.il	9.5-9.8 מיליארד ₪	Aa.il	כ-9.8 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
Aa.il	4.5%-5.0%	Aaa.il	4.9%	Capex/PPE	פרופיל פיננסי
A.il	8.0-12.5	A.il	8.4	חוב ברוטו / EBITDA	
Ba.il-Baa.il	0.5-1.5	Baa.il	1.2	EBIT / Int	
Baa.il	74%-78%	Baa.il	76.2%	חוב ברוטו / CAP	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

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

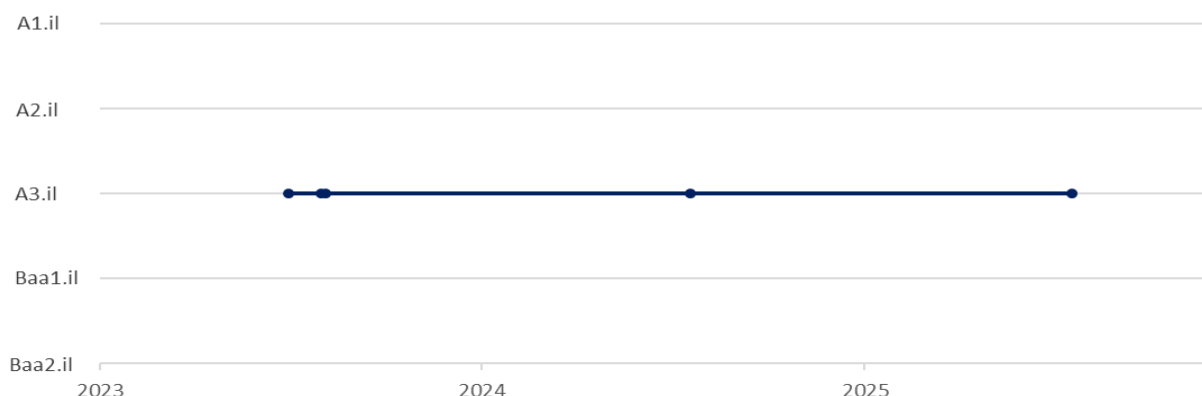
¹⁷ הנתונים מוצגים באיחוד יחסי לא מבוקר.

¹⁸ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

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 בארבעה מגזרי פעילות עיקריים: (1) ייצור חשמל באמצעות טכנולוגיה פוטו-וולטאית בישראל; (2) ייצור חשמל באמצעות גז טבעי; (3) ייצור חשמל באמצעות טכנולוגיה תרמו-סולארית (4) ייזום, פיתוח וניהול של פרויקטים פוטו-וולטאים ומערכות אגירה בארצות ארה"ב. 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 21.20% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ - 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](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28.07.2025	תאריך דוח הדירוג:
24.07.2024	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 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 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 מפקה, 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 לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה 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.