

השפעות שינויי הרגולציה בשוק האנרגיה באירופה על מנפיקים מקומיים

דוח מיוחד - הערת ענף | נובמבר 2022

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

יניב גפני
אנליסט

yaniv.g@midroog.co.il

תומר דר
ראש צוות

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

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

צפי להשלכה שלילית על כושר החזר האשראי של מנפיקים מקומיים בעקבות שינויי רגולציה בשוק האנרגיה באירופה

להערכת מידרוג, הפגיעה בתחזית ההכנסות של חברות אנרגיה מתחדשת מקומיות הפועלות באירופה, תלויה במספר משתנים אזוריים, וביניהם מחיר התקרה בפועל שיקבע בכל מדינה, קיומן של מגבלות רגולטוריות קודמות ומידת השינוי בתקרת ההכנסות במדינות אלו והמידה בה ייצור החשמל במדינה מבוסס על דלקים פוסיליים.

כמו כן, מידת הפגיעה בתחזיות חברות אלו תלויה גם במאפייני פעילותן, ביניהם: היקף ההכנסות מחוזים מבוססי תעריף קבוע, כדוגמת $Feed-In\ Tariff$ (FIT¹). לעומת היקף הכנסות מחוזי SPOT, היקף ההכנסות הנסמכות על פרויקטים באירופה מתוך סך ההכנסות, וכן ממאפייני והיקפי הגידורים התזרימיים שהחברות מבצעות. לצד האמור, אנו מעריכים כי לחלק מהשחקנים בשוק ישנן אפשרויות להקטנת הפגיעה על ידי תיקון מערך ההסכמים השונים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההשלכות על התוצאות הכספיות החזויות של המנפיקים השונים כתוצאה מצעדי רגולציה אלו והשפעתן על דירוגי המנפיקים.

בחודש פברואר 2022 פלשה רוסיה לאוקראינה והחלה לחימה מתמשכת בין שתי המדינות, אשר גרמה לעליות חדות במחירי האנרגיה ברחבי העולם. בתגובה לפלישה, מדינות המערב הטילו סנקציות על רוסיה, הנוגעות, בין היתר, למגבלות שונות על רכישת דלקים פוסיליים מהמדינה. צעדים אלו הביאו להאצת מגמת העלייה במחירי האנרגיה העולמיים. בד בבד, נוכח התלות האירופאית הגבוהה ביבוא גז רוס, הוחלט באיחוד האירופי על שורה של צעדים לטובת הפחתת התלות בייבוא הדלקים מרוסיה, ביניהם השקעה מואצת בענף האנרגיות המתחדשות. כתגובה למתואר לעיל, הורתה רוסיה, במהלך חודש יולי 2022, על הפחתה מיידית של כמות הגז המוזרמת מרוסיה לאירופה דרך צינור "נורד סטרים", כך שתעמוד על 20% בלבד מסך היכולת האפשרית. בעקבות ההחלטה הוחרפה אף יותר העלייה במחירי האנרגיה והם נסקו בחדות, בהשוואה למחירים שנצפו בשנת 2021. סוכנות הדירוג מודי'ס העריכה בחודש אוגוסט 2022² כי צמצום אספקת הגז עלול לפגוע בצמיחה הכלכלית, להגדיל לחצים אינפלציוניים ולהעלות את הסבירות לניתוק מלא של האספקה לאירופה.

לאור השתלשלות האירועים המתוארת לעיל, הכנסות החברות בענף האנרגיות המתחדשות גדלו משמעותית בשנה האחרונה, זאת לעומת גידול מתון בהוצאותיהן. על רקע זה, חלק ניכר מן החברות הגדילו את תחזיות הרווח שלהן באופן משמעותי. בהמשך לכך, במהלך חודש ספטמבר 2022, המליץ האיחוד האירופי על שורה של צעדים לטובת הפחתת חשבונות החשמל לאזרחי האיחוד³, ביניהם, קביעת מחיר תקרה להכנסותיהן של חברות מתחום האנרגיה המתחדשת, כך שיעמוד, לכל היותר, על 180 אירו למגה-וואט שעה, וזאת עד לסוף חודש יוני 2023. בנוסף, ביחס לחברות הפועלות בתחומי הדלקים הפוסיליים, המליץ האיחוד על הפרשת כל הרווחים העולים על 20% לעומת ממוצע רווחי שלוש השנים האחרונות. ההכנסות והרווחים העודפים, מעל התקרה שתקבע כל מדינה, יופרשו לקרן ייעודית, אשר תשמש לטובת הורדת מחירי החשמל לאזרחים ולתמרוץ ענף האנרגיות המתחדשות.

כחלק מתהליכי מימוש המלצות האיחוד האירופי ביבשת, החליטה פולין⁴ לאמץ מדיניות מחירי תקרה במדינה. ייצור החשמל של פולין נסמך בכ-72% על הפחם⁵, והיא מהווה דוגמה למדינה אירופאית שנפגעה באופן קיצוני מהעלייה במחירי החשמל, כאשר מחיר חוזה חשמל שיקף בשיאו עליה של כ-400% לעומת המחיר בשנת 2021. במהלך חודש נובמבר 2022 פרסם המחוקק הפולני את מחיר התקרה, כך שהחל מתחילת חודש דצמבר 2022 ועד לסוף שנת 2023, המחיר יעמוד על 295 זלוטי (כ-63 אירו) ו-355 זלוטי (כ-76 אירו) ל-MWh חשמל המיוצר מאנרגיה רוח ומתקנים פוטו-וולטאיים, בהתאמה. המחיר החדש משקף הפחתה מהותית בהשוואה

¹ תעריפי הזנה המהווים תחייבות לרכישת כלל החשמל המיוצר במתקן בתעריף קבוע וידוע מראש, למשך תקופה ארוכה.

² [Russia gas cuts raise risks for debt issuers with fewer tools to respond to shocks](#)

³ [Energy prices: Commission proposes emergency market intervention to reduce bills for Europeans](#)

⁴ מדורגת במודי'ס A2 באופן יציב.

⁵ [Poland is the EU's leading laggard in the clean energy transition](#)

למחיר הממוצע בפולין במהלך החציון השני של שנת 2022. מאידך, המחיר החדש גבוה, במידה מסוימת, בהשוואה למחיר הממוצע שנצפה בחציון הראשון של השנה. יש לציין, כי חקיקה זו איננה חלה על מכירת חשמל במסגרת עסקאות פיננסיות, מכירה תחת מכרז תעריף ומכירת תעודות ירוקות. להערכתנו, קיימת סבירות גבוהה לאימוץ המלצות האיחוד במדינות נוספות באירופה, באופנים שונים, אשר צפויות להשפיע לשלילה ובעוצמות משתנות על הכנסות השחקנים בענף בהשוואה לתחזיותיהן לשנת 2023, לכל הפחות.

להערכת מידרוג, הפגיעה בתחזית ההכנסות של חברות אנרגיה מתחדשת מקומיות הפועלות באירופה תלויה במספר משתנים אזוריים וביניהם מחיר התקרה בפועל שיקבע בכל מדינה. בנוסף, ייתכן שחברות הפועלות במדינות בהן קיימת הגבלת הכנסות הקודמת להמלצות האיחוד (כדוגמת ספרד⁶), כבר החלו בהתאמת פעילותן ותחזיותיהן למגבלות, כך שאימוץ ההמלצות, ככל ויתרחש, צפוי להשפיע באופן מתון יותר על תחזיותיהן. כמו כן, ישנה סבירות כי ככל והמלצה תאוּמָץ, תקרת ההכנסות במדינות אלו לא תשתנה מהותית, ועל כן הפגיעה תמותן. בד בבד, אנו מעריכים כי הפגיעה בפעילות החברות צפויה להיות גבוהה יותר במדינות בהן ייצור החשמל מבוסס באופן מהותי על דלקים פוסיליים, מפני שהמחסור באספקתם תרם למחיר חשמל גבוה באופן יחסי במדינה. לעומת זאת, במדינות בהן ייצור החשמל נסמך בעיקרו על אנרגיות מתחדשות (כגון המדינות הסקנדינביות), הגידול במחירי האנרגיה השפיע באופן מופחת על מחירי החשמל ולכן אנו מעריכים כי לו תקבע בהן תקרת הכנסות, היא לא תפגע באופן מהותי בתחזיות החברות הפועלות בהן.

בנוסף לאמור לעיל, להערכתנו, מידת הפגיעה בתחזיות חברות אנרגיה מתחדשת מקומיות הפועלות באירופה, תלויה גם במאפייני הפעילות של החברות עצמן, ביניהם: היקף ההכנסות של החברה מחוזים מבוססי תעריף קבוע, כגון Feed-In Tariff (FIT⁷), לעומת היקף הכנסותיה מחוזי SPOT, כאשר אנו מצפים להשפעות מתונות יותר בחברות המתבססות באופן ניכר על חוזים מבוססי תעריף קבוע. בד בבד, תושפע הפגיעה מהיקף ההכנסות של החברה מפרויקטים באירופה, מתוך סך הכנסות החברה, וכן ממאפייני והיקפי הגידורים התזרימיים שהיא ביצעה. לצד האמור, אנו מעריכים כי לחלק מהשחקנים בשוק ישנן אפשרויות להקטנת הפגיעה על ידי תיקון מערך ההסכמים השונים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההשלכות הנוגעות לתוצאות הכספיות החזויות של המנפיקים השונים כתוצאה מהצעדים הרגולטוריים המתוארים לעיל ועל מידת השפעתן על דירוגי המנפיקים.

דוחות קשורים

[דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית - דוח מתודולוגי, יולי 2020](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 17.11.2022

⁶ מדורגת במודי'ס Baa1 באופק יציב.

⁷ תעריפי הזנה המהווים התחייבות לרכישת כלל החשמל המיוצר במתקן בתעריף קבוע וידוע מראש, למשך תקופה ארוכה.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>