

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

דירוג ראשוני מותנה | יולי 2023

אנשי קשר:

יניב גפני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
yaniv.g@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 ¹ (P)	דירוג סדרה
------------------	------------------------	------------

מידורג קובעת דירוג מותנה A3.il (P) באופק יציב לסדרת אג"ח א', אשר צפויה לגייס חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"), בסכום שלא יעלה על 400 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת הגיוס צפויה לשמש את החברה לטובת מימון מחדש של חוב קיים ולהבטחת המקורות הפיננסיים הנדרשים לחברה לטובת צרכיה השוטפים, לרבות מימון השקעות בפיתוח, הקמה ורכישת פרויקטים.

עם התקיימות התנאים שלהלן והעברת החומרים המפורטים, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- שטר נאמנות סופי, לפיו מולאו כל התנאים לטובת גיוס סדרת אג"ח א', כפי שהתקבלו בטיטוט השטר נכון למועד דוח הדירוג.

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 76.06% על ידי שיכון ובינוי בע"מ, בשיעור של 15.10% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה פועלת בישראל, ארה"ב ורומניה. לחברה פרויקטי אנרגיה בשלבים שונים, כמפורט להלן:

פרויקטים מניבים - נכון למועד הדוח, בבעלות החברה פרויקטים בהפעלה מסחרית, בהספק כולל של כ-3,006 מגה-וואט (חלק החברה כ-1,675 מגה-וואט), מתוכם כ-1,854 מגה-וואט נובעים מתחנות כוח המייצרות חשמל באמצעות גז טבעי בישראל (חלק החברה כ-927 מגה-וואט), אשר נמכר לחברת מנהל המערכת, נגה - ניהול מערכות חשמל בע"מ (להלן: "נגה" או "מנהל המערכת") לאורך כל חיי הפרויקט. בד בבד, הפרויקטים הסולאריים בישראל מוכרים את כל החשמל המיוצר בהם לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י") ולמנהל המערכת לתקופה של 20 שנים לפחות בתעריף קבוע. לחברה אחוזי בעלות משתנים בפרויקטים, כמוצג להלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן (MW) במונחי אחזקה של 100%	סוג הפרויקט	מועד הפעלה מסחרית	תוקף הסכם החשמל
נבטים	ישראל	100%	18	סולארי	2016	2036
קרקעי במתח גבוה - הליך 1	ישראל	100%	59.7	סולארי	2018	2041
צאלים	ישראל	100%	120	סולארי	2019	2039
הרחבת מתקן צאלים - מתח גבוה הליך 4	ישראל	100%	23	סולארי	2022	2045
אשלים	ישראל	50%	121	תרמו-סולארי	2019	2044

¹ (P) - מידורג מציבה דירוגים מותנים כאשר כניסת הדירוג לתוקפו כפופה להתקיימות נסיבות המפורטות בדוח הדירוג, בין היתר, כאשר כניסת הדירוג לתוקף כפופה להשלמות שונות. לפירוט בנושא סולמות הדירוג, ראה קישור בפרק דוחות קשורים.

2044	2021	סולארי	19	100%	ישראל	קרקעי במתח גבוה - הליך 3
2046	2021	סולארי צף	23	40%	ישראל	מאגר בונים
2040	2020	אגירה שאובה	300	25.5%	ישראל	אגירה שאובה
2035-2040	2020	גז טבעי	1,194	50%	ישראל	רמת חובב (אורות יוסף)
2037	2022	גז טבעי	660	50%	ישראל	חגית מזרח (אורות פנינה)
2042	2017	סולארי	60	49.5%	ארה"ב	Beacon 2 (קליפורניה)
2042	2017	סולארי	48	49.5%	ארה"ב	Beacon 5 (קליפורניה)
2041	2021	אגירה	100	49%	ארה"ב	Saticoy (קליפורניה)
2034-2037	2022	סולארי	260	100%	ארה"ב	Brazoria (טקסס)

פרויקטים בהקמה ולקראת הקמה - לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-396 מגה-וואט, הנמצאים בשלבי הקמה או לקראת הקמה ועתידים להתחיל בהפעלה מסחרית בין השנים 2023-2025, מתוכם פרויקטים סולאריים בהיקף של כ-209 מגה-וואט הממוקמים בישראל וברומניה ותחנת כוח בישראל בהספק כולל של כ-186 מגה-וואט כדלהלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן (MW) במונחי אחזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית	תוקף הסכם החשמל
מתח גבוה בשילוב אגירה - הליך 2	ישראל	100%	45-50	סולארי	2024	23 שנים לאחר הפעלה מסחרית
אתגל	ישראל	100%	186	גז טבעי	2023	20 שנים לאחר הפעלה מסחרית
Satu Mare	רומניה	100%	69.5	סולארי	2024	אין
Simleu Silvaniei	רומניה	90%	90	סולארי	2024	אין

בנוסף, לחברה פרויקטים נוספים בהיקף של עד 660 מגה-וואט הנמצאים בשלבי פיתוח שונים ועשויים להבשיל לכדי פרויקטים בהקמה. הפרויקטים הינם בענף האנרגיה הסולארית, בישראל ובאיטליה. בהתאם לתוכנית החברה, היא מתכננת להגיע לפרויקטים מניבים עד לסוף שנת 2025 בהיקף כולל של כ-3,700 מגה-וואט (מתוכם כ-2,300 מגה-וואט חלק החברה).

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-SMP² 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 ויצירת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות

² System Marginal Price.

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 ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) תמהיל גיאוגרפי מגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים ובעלי אסדרה תומכת ורגולציה שקופה; (6) נתח השוק של החברה צפוי לגדול במידה מסוימת בשנים הקרובות, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים במדינות הפעילות של החברה; (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. פרויקטים אלו מייצרים כ-8% מסך ההספק המותקן בישראל וחיוניים לפעילות משק החשמל במדינה. בד בבד, הפרויקטים מורכבים ממספר רב של יחידות ייצור בלתי תלויות. עובדה זו ממתנת את הסיכון התפעולי הכרוך באפשרות להשבתת פעילות בתחנות הכוח. בנוסף, לחברה קיימת תלות בשני לקוחות מהותיים בישראל (נגה וחח"), בעלי איתנות פיננסית ו/או חשיבות עליונה למשק החשמל בישראל; (8) חשיפה לנתונים מאקרו-כלכליים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה; (9) מבנה מימון פרויקטאלי (בחוב Non-Recourse) בחברות הבנות, לצד הסכמי PPA³, אשר מחד גיסא, מספקים תעריפים קבועים בהסכמים ארוכי טווח התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה, ומאידך גיסא, מאריכים את יחסי הכיסוי הנובעים מחוב פרויקטאלי ארוך; (10) יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של הפרויקטים אותם מחזיקה החברה; (11) רמת המינוף הצפויה של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה יחסית. יחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לנוע בשנתיים הקרובות בטווח שבין 78%-82% (באיחוד יחסי של חברות כלולות); (12) יחס כיסוי החוב ל-EBITDA של החברה צפוי לנוע בשנתיים הקרובות בטווח שבין 8.0-11.0 (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 1.0-1.5; (13) מדיניות פיננסית הכוללת שמירה על רמות מינוף הדומה לרמות המינוף הנוכחיות, לצד אפשרות לחלוקת דיבידנדים ושמירה על נזילות מספקת; (14) לחברה תכנית השקעות הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex, אשר עמדו בשנת 2022 על כ-629 מיליון ₪. השקעות החברה בפרויקטים חדשים צפויות להמשיך בשנתיים הקרובות לפחות. יחס ה-Capex ל-PPE⁴ של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 5.0%-8.0% בשנים 2023-2024. טווח זה מייצג יחסים חזקים בהשוואה לחברות האחרות בקבוצת ההשוואה; (15) שמירה על יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב. יתרות הנזילות של החברה עמדו על כ-451 מיליון ₪, נכון ליום 31.03.2023; (16) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (17) חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. 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. 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 להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה בינונית לנוכח 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 ₪ בשנת 2023 ובטווח שבין 300-400 מיליון ₪ בשנת 2024). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלוח הזמנים ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים

³ Power Purchase Agreement.
⁴ Property, Plant and Equipment.

בתקופת ההקמה, לצד שמירה על יתרונות 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.

על פי תרחיש הבסיס של מידורג, המבוסס על התאמות לדוחות הכספיים על פי שיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות מהותיות, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 650-850 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2023-2025, לאחר הפעלה מסחרית של מספר פרויקטים נוספים בישראל וברומניה. בד בבד, יחס חוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 8.0-11.0 בשנים 2023-2025 ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.5 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 78%-82% 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.

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 ₪⁵

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023	
55,558	67,332	142,436	19,705	25,144	הכנסות
(79,198)	205,117	68,370	42,560	(49,243)	רווח נקי כולל לתקופה
41,373	54,120	385,453	106,385	451,153	מזומנים ושווי מזומנים
288,400	680,030	1,689,067	722,590	1,641,453	הון עצמי
1,955,864	2,647,306	2,556,712	2,960,705	2,583,820	חוב פיננסי ⁶
2,362,754	3,545,662	4,810,025	3,923,885	4,744,087	סך מאזן
111,584	255,759	629,161	204,591	11,970	Capex

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

ענפי בינוי 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, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-2,400 גיגה-וואט עד לשנת 2027, עלייה של כ-70% בהשוואה לתחזית שפורסמה בשנת 2021. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את

⁵ הנתונים מוצגים בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ללא התאמות לאיחוד יחסי של חברות כלולות.

⁶ כולל התחייבויות לפינוי ושיקום.

הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025⁷. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. בד בבד, 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. בנוסף, אנו מעריכים כי המלחמה הניטשת בין רוסיה לאוקראינה, צפויה להגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, בעקבות שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה.

בחודש אוקטובר 2020⁸ 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 25% עד 2025. בחודש יולי 2021⁹ נקבע יעד לאומי להפחתת פליטות גזי חממה בישראל עד שנת 2050, כל 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 חממה¹⁰. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות. בהתאם לדוח הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") לשנת 2021, סך ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות מתוך כלל צריכת החשמל במשק, עמד בשנת 2021 על כ-8.2% בהשוואה לכ-6.3%, 5.0% בשנים 2020 ו-2019 בהתאמה.

בנוסף, החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי במשק הישראלי. ענף החשמל בישראל מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות לצד סיכויי תפעול גבוהים, ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. הסיכון ממותן בחלקו בזכות אסדרה תומכת במקטע הייצור.

נכון לשנת 2021, עמד היקף ייצור החשמל של יחידות ייצור חשמל פרטיות על כ-40% 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 הביקוש העתידי.

בנוסף, ניכרת השפעת מדיניות משרד האנרגיה להפחתת ייצור החשמל באמצעות תחנות הכוח הפחמיות, כאשר תהליך הסבת תחנות הכוח הפחמיות בבעלות חח"י לגז טבעי צפוי להסתיים בשנים הקרובות, ובכך, עידן השימוש בפחם לטובת ייצור חשמל במדינת ישראל עתיד להסתיים.¹¹

רגולציה תומכת בענף ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות ואסדרה תעריפית לצד פעילות רגולטורית במסגרת מודל ה-SMP בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי

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 מידרוג כבעל סיכון בינוני, הנובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכויי 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. במסגרת הרגולציה, קיימת התחייבות של חברות חשמל / חברות הולכה מקומיות ו/או גורם חיצוני אחר לרכוש את מרבית או את כל החשמל המיוצר בפרויקטים 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).

⁷ דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, דצמבר 2022.

⁸ החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".

⁹ החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.

¹⁰ החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.

¹¹ משרד האנרגיה: סוף עידן הפחם בישראל נקבע מחדש לשנת 2025 - לוח הזמנים להסבת תחנות הכוח הפחמיות לגז טבעי בישראל יקוצר.

פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה במסגרת אסדרת רשות החשמל, לפיה תחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח, אשר החברה מחזיקה בהן ב-50%, יעמידו את מלוא ההספק הנקי הזמין בפועל למנהל המערכת, וכן ייצרו וימכרו 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. 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 והעמסה 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.

להלן סקירה על השווקים המהותיים בהם החברה צפויה לפעול בשנים הקרובות:

ישראל - מדורגת בדירוג A1, אופק יציב במודי"ס. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה פועלת, בין היתר, בתחום ייצור החשמל באמצעות גז טבעי ומחזיקה ב-50% בתחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח. וכן, מחזיקה ב-100% בתחנת הכוח אתגל, אשר נמצאת בשלב ההקמה ולהערכת החברה צפויה להתחיל בהפעלה מסחרית לקראת סוף שנת 2023.

בנוסף, החברה מחזיקה במספר פרויקטים מניבים בתחום האנרגיה הסולארית בישראל, ובמקבץ נוסף של פרויקטים סולאריים (בשילוב אגירה באמצעות סוללות), אשר נמצא בשלב ההקמה. פרויקטים אלו, נסמכים על החלטת ממשלה בנוגע לקביעת יעד מנחה גיבוש כלים לקידום אנרגיות מתחדשות.

כמו כן, החברה מחזיקה 50% בפרויקט לייצור חשמל בטכנולוגיית תרמו-סולאר באשלים וב-25.5% בפרויקט אגירה שאובה בגלבע.

ארה"ב - מדורגת בדירוג Aaa, אופק יציב במודי"ס ומתאפיינת בשוק חשמל מפותח. 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%. כמו כן אושרו הטבות מס נוספות ומשמעותיות, אשר יינתנו תחת עמידה בתנאים מסוימים. להערכתנו, השפעת החקיקה על פעילות החברה העתידית בארה"ב צפויה להיות חיובית. לחברה 3 פרויקטים מניבים בתחום האנרגיה הסולארית בארה"ב בהם היא מחזיקה, באמצעות חברת בת, בשיעורים שונים כמפורט לעיל. בנוסף, החברה מחזיקה באמצעות חברת בת ב-49% ממתקן אגירה באמצעות סוללות. נכון לשנת 2022, נתח ייצור האנרגיות המתחדשות בארה"ב עמד על כ-20% מכלל ייצור החשמל במדינה וצפוי לעלות ולהגיע לכ-44% עד לשנת 2050¹².

רומניה - מדורגת Baa3, אופק יציב במודי"ס. החברה מחזיקה במדינה בפרויקטים סולאריים בהקמה ולקראת הקמה בהספק של כ-164 מגה-וואט. שוק האנרגיה המתחדשת ברומניה מפותח על ידי חקיקה ממשלתית ותקנות מטעם רשות האנרגיה המקומית. בנוסף, נדרשים היתרים לתכנון ובנייה של פרויקטים וכן לחיבור וחלוקת חשמל. מכירת החשמל מתבצעת בעיקר באמצעות מסחר בבורסת החשמל וכן באמצעות הסכמי PPA. בנוסף, קיימים תמריצים מטעם המדינה לעידוד פרויקטי אנרגיה מתחדשת. להערכתנו, הכלכלה הרומנית מאופיינת ברמת סיכון גבוהה יותר בהשוואה לישראל ולארה"ב, אך היקף הפעילות החברה במדינה נמוך ביחס לכלל פעילות החברה.

הכנסות ממגזרי פעילות, עם תלות גבוהה בתזרים המתקבל משתי תחנות כוח בישראל ובהכנסות מלקוחות מהותיים, לצד צפי לשיפור מסוים בפיזור ההכנסות בטווח הקצר-בינוני

נכון למועד כתיבת הדוח, החברה מחזיקה בפרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-2,606 מגה-וואט ועוד כ-400 מגה-וואט באגירה, מתוכם חלק החברה כ-1,550 מגה-וואט וכ-126 מגה-וואט בהתאמה. החברה פועלת במגוון מגזרי פעילות בתוך ענף ייצור החשמל, הכוללים תחנות כוח הפועלות באמצעות גז טבעי, מתקני PV¹³, אגירה שאובה, ואנרגיה תרמו-סולארית. להערכתנו, מגוון מגזרי הפעילות הרחב של החברה מחזק את הפרופיל העסקי שלה בהשוואה לחברות אחרות בקבוצת ההשוואה. מתוך חלק החברה בסך

¹² [EIA projection, March 2022.](#)

¹³ Photovoltaic.

ההספק המיוצר, כ-1,313 מגה-וואט מופק בישראל וכ-362 מגה-וואט בארה"ב. בנוסף, עד לשנת 2025, החברה מעריכה כי שני פרויקטים סולאריים נוספים ברומניה (בהספק של כ-150 מגה-וואט) וכן מספר פרויקטים בישראל (בהספק כולל של כ-48 מגה-וואט), צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית. בד בבד, החברה מעריכה כי תחנת הכוח אתגל צפויה להתחיל הפעלה מסחרית בישראל לקראת סוף שנת 2023, בהספק של כ-186 מגה-וואט. החברה חשופה באופן מהותי לתזרים המתקבל מתחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח, אשר מוחזקות על ידי בשיעור של 50%. נכון לדוחות הכספיים של הרבעון הראשון לשנת 2023, כ-60% מה-EBITDA וכ-55% מסך ההספק אשר בבעלות החברה, נובע מפעילותן של שתי התחנות. 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. עם זאת, סיכון זה ממותן על ידי תשלומי זמינות קבועים, המהווים אחוז ניכר מסך תזרימי תחנות הכוח, מערך ביטוחי הפרויקטים ובזכות מספר גבוה של יחידות ייצור, אשר הינן בלתי תלויות זו בזו. אנו מעריכים כי התלות בתזרימי התחנות תפחת במידה מסוימת לאחר תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקטים נוספים הנמצאים בשלב ההקמה. בנוסף, ככל ותעריף החשמל במודל ה-SMP יפחת, התזרים מהן צפוי לקטון בהתאם. בנוסף, נכון למועד כתיבת הדוח, לקוחות מהותיים של החברה הינם נגה וחח¹⁴. התבססות החברה על לקוחות מהותיים חושפת אותה לסיכונים אשראי שלהם ומבטאת ריכוזיות הכנסות גבוהה. נכון למועד כתיבת הדוח, מעל 86% מהכנסות החברה מתקבלות מלקוחות אלו. עם זאת, היות והלקוחות הינם בעלי חשיבות עליונה למשק החשמל בישראל, סיכון זה מתמתן באופן מהותי. במקביל לכך, פיזור הלקוחות צפוי להשתפר במידה מסוימת בשנים הקרובות, עם כניסתם להפעלה מסחרית של פרויקטים נוספים, כאמור לעיל.

בנוסף, החברה מחזיקה בשיעור של 25.5% בחברת פי.אס.פי השקעות בע"מ, המחזיקה במתקן לאגירה שאובה. המתקן מושבת החל מחודש ספטמבר 2022 לטובת תיקון תקלות. נציין, כי בעקבות ההשבתה, אשר הפסיקה את התזרים הנובע מהפרויקט, החברה תמכה בחלק מפירעונות החוב הפרויקטאלי. עוד נציין, כי התזרים מהפרויקט איננו מהותי באופן יחסי והיווה כ-5% מסך ה-EBITDA של החברה. עם זאת, להערכתנו, ככל ותיקון הפרויקט וחזרתו להפעלה מסחרית מלאה לא יתרחשו בטווח הזמן הנראה לעין, החברה עלולה להידרש להתאמות בדוחותיה הכספיים, ובעיקרן הפחתות מסוימות מההון העצמי. על פי חישובי החברה, שווי הנכס בספרים, נכון ליום 31 במרץ 2023, הינו כ-84 מיליון ש"ח לעומת כ-131 מיליון ש"ח נכון לסוף שנת 2021. בד בבד, ככל והפרויקט יחזור להפעלה מסחרית מלאה ולאורך זמן, תזרים החברה צפוי להתייצב. מידורג תמשיך ותעקוב אחר הנושא ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים וליסכונים 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. 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.

בהקשר זה נציין, כי בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2023, נפגע הרווח הכולל האחר של החברה עקב שינוי מהותי בגידור ההלוואות שניתנו לתחנות הכוח רמת חובב וחגית מזרח במטבע האירו, שהסתכם בכ-91 מיליון ש"ח. 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.

¹⁴ Aa1.il, אופק יציב.

תכנית ההשקעות צפויה לאפשר את צמיחתה המואצת של החברה

החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובחו"ל (כמפורט לעיל). תכנית ההשקעות הביאה להוצאות Capex מהותיות בשנים 2021-2022, בהיקף כולל של כ-885 מיליון ₪. על פי תרחיש הבסיס, הוצאות אלו צפויות לעמוד על טווח שנתי שבין 300-600 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות ולהתמתן החל משנת 2025, לאחר תחילת ההפעלה המסחרית הצפויה של הפרויקטים הנמצאים בשלבי הקמה. בהקשר זה נציין, כי יחס ה-Capex ל-PPE של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 5.0%-8.0% בשנים 2023-2024. נציין כי טווח זה מייצג יחסים חזקים בהשוואה לחברות האחרות בקבוצת ההשוואה. להערכתנו, החברה תמשיך ותבצע השקעות נוספות בעתיד בישראל, ארה"ב ואירופה, כאשר יתרות המזומנים של החברה, גיוס החוב הצפוי וכן התזרים השוטף מן הפרויקטים הנמצאים תחת החזקתה, צפויים לספק מענה הולם לצרכי ההשקעה של החברה.

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

בענף יצור החשמל באמצעות גז טבעי, אשר מהווה כ-63% מהכנסות החברה וכ-58% מסך ה-EBITDA שלה נכון לשנת 2022, החברה חשופה, בין היתר, לשינויים אפשריים בתעריף החשמל המתקבל לפי מודל ה-SMP. בד בבד, שיעור ניכר מסך תזרימי המזומנים של תחנות הכוח נובע מתשלומי זמינות. יש לציין כי על פי פרסומי רשות החשמל¹⁵, יתכנו שינויים במודל זה, אשר עלולים לשנות את התעריף ו/או את אופן חישובו במודל, באופן שעלול לפגוע בהכנסות תחנות הכוח. בד בבד, החל מחודש ספטמבר 2023, נפתחת האפשרות ליצרני חשמל מסוימים באמצעות גז טבעי, לעבור למכירה על פי מודל ה-SMP¹⁶, חלף מכירתו לצרכנים פרטיים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעות השינויים במשק החשמל על פעילות החברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך. נכון למועד כתיבת הדוח, מתקנים הפועלים בתחום ייצור אנרגיה מתחדשת מעוגנים לרוב בהסכם ארוך טווח מול מנהל המערכת המקומי ו/או חברת החשמל המקומית וכוללים בין היתר, תעריף קבוע המשולם בתמורה לאספקת חשמל. להערכתנו, מאפייני ההסכמים תורמים רבות ליציבות התזרימית של החברה. נציין, כי בחודש ינואר 2024 תיכנס לתוקפה אסדרה חדשה מטעם רשות החשמל¹⁷, לפיה יצרני חשמל מאנרגיות מתחדשות יוכלו למכור את החשמל המיוצר למספקי חשמל שונים, חלף מכירתו לחח"י ו/או לנגה. להערכתנו, אסדרה זו עלולה לשנות את יציבות תזרימי המזומנים בענף ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות, ולכן עלולה להשפיע על ודאות תזרימי המזומנים של החברה מהפרויקטים המניבים הרלוונטיים לאסדרה. בהקשר זה נציין עוד, כי החברה חתמה על עסקה למכירת חשמל לחברת מליסרון בע"מ, בהיקף של כ-500 מיליון ₪ לתקופה של 10 שנים. עוד נציין, כי נכון למועד הדוח, החברה נמצאת בתהליך הקמה של פרויקטים סולאריים ברומניה ובתהליך של ייזום מתקדם להקמת פרויקטים סולאריים גם באיטליה, כאשר התזרימים מפרויקטים אלו נסמכים גם על מכירות חשמל באמצעות הבורסה המקומית.

יחסי כיסוי חוב איטיים, לצד יחסי כיסוי ריבית חלישים 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 של 650-850 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2023-2025, 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 של 1.0-8.0 בשנים 2023-2025. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT למימון, צפוי להציג חולשה ביחס לחברות ההשוואה בדירוג ולנוע בשנות התחזית בטווח שבין 1.0-1.5. יחס זה צפוי להשתפר בשנת 2024, בין היתר, על רקע הצפי לפירעון חובות בנקאיים והלוואות הבעלים מתמורת האג"ח נשוא הדירוג, במקביל לתחילת ההפעלה המסחרית של פרויקטים הנמצאים כיום בשלב ההקמה.

¹⁵ [רשות החשמל, החלטה מספר 65006, אסדרת פעילות יחידות הייצור באתר אשכול, מרץ 2023.](#)

¹⁶ [רשות החשמל, החלטה מספר 62703, מרץ 2022.](#)

¹⁷ [רשות החשמל, החלטה מספר 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחברים או משולבים ברשת החלוקה, ספטמבר 2022.](#)

רמת מינוף מאזני גבוהה ביחס לחברות ההשוואה

החברה מחזיקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, אשר נע 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 2022 (באיחוד יחסי של חברות כלולות), כאשר רמה זו צפויה להישאר יציבה בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 78%-82% (באיחוד יחסי של חברות כלולות). גמישותה הפיננסית של החברה טובה באופן יחסי, אך מוגבלת בשל העדר נכסים לא משועבדים, כאשר כלל הנכסים משועבדים לטובת החוב הבכיר.

מדיניותה הפיננסית של החברה מתבטאת ברמות מינוף גבוהות, לצד אפשרות לחלוקות דיבידנד

כאמור לעיל, רמת המינוף של החברה הינה גבוהה. החברה הצהירה כי תשמור על יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו אשר ינוע בטווח שבין 80%-83% באיחוד יחסי. כמו כן, נכון למועד הדוח, לחברה מסגרות חתומות ופנויות בהיקף לא מהותי יחסית של כ-50 מיליון ₪. החברה לא חילקה דיבידנד לבעלי המניות בשנים האחרונות. לדברי החברה, יתרות הנזילות של החברה ישמשו בעיקר להשקעות פרויקטיות, או לחילופין, בהעדר השקעות משמעותיות נוספות בעתיד, גם לחלוקת דיבידנד לבעלי מניותיה. נציין, כי חברת האם, שיכון ובינוי בע"מ, פרסמה תכנית למימושי נכסים בהיקף רחב, לטובת צמצום החוב הפיננסי והגדלת הנזילות שלה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי מדיניות חלוקת הדיבידנדים בחברה לא תפגע בחוסן הפיננסי ובצרכי ההון של החברה. במקביל לכך, על פי טיטוט שטר הנאמנות, על החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות שונות, כהגדרתן בשטר, ובכללן: (1) ההון העצמי המאוחד של החברה לא יפחת מסך של 800 מיליון ₪ במשך תקופה של שני רבעונים לפחות; (2) יחס ההון העצמי למאזן של החברה במאוחד, לא יפחת מ-17% במשך תקופה של שני רבעונים רצופים; (3) היחס בין החוב הפיננסי נטו במאוחד, בניכוי החוב הפיננסי המיועד להקמת פרויקטים שטרם החלו בהפעלה מסחרית, לבין ה-EBITDA מתואם, לא יעלה על 18 במשך תקופה של ארבעה רבעונים רצופים.

שיקולים נוספים לדירוג

הצהרת החברה על שמירה על יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

לחברה יתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על כ-451 מיליון ₪, נכון לדוח הכספי מתאריך 31 למרץ 2023 ועל כ-510 מיליון ₪ לפי איחוד יחסי, נכון לתאריך זה. כמו כן, נכון למועד כתיבת הדוח, המדיניות הפיננסית של החברה כוללת, בין היתר, שמירה על יתרות נזילות בסולו לתקופה של 12 חודשי שירות חוב (קן וריבית), בתוספת כרית מזומנים בגובה של 50 מיליון ₪. שמירה על יתרות נזילות אלו תומכת בדירוג החברה.

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 בפרויקטים אלו, על ידי פיזור של 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 ממונתנת לנוכח פעילות החברה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית, אשר אינם פולטים גזי חממה. בנוסף, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. בבחינת סיכונים חברתיים, אנו מעריכים כי החברה חשופה אליהם במידה נמוכה בהקשרי ייצור אחראי והצורך בשמירה על אמינות אספקת החשמל מתחנות הכוח. כמו כן, החברה חשופה למגמת מעבר לאנרגיות ירוקות חלף אנרגיה פוסילית. סיכון זה ממותן לאור היסטוריה תפעולית חיובית של תחנות הכוח בהן החברה מחזיקה - רמת חובב וחגית מזרח. בהקשר לפעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה. החברה פועלת בשווקים מפותחים, תוך שמירה על ניהול סיכונים הולם. עם זאת, פעילותה השוטפת של החברה מאופיינת בעסקאות בעלי עניין ולהערכתנו, יתכנו חלוקות דיבידנד מהותיות לחברה האם בעתיד.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג ¹⁹		LTM ¹⁸ - 31.12.22			
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aa.il	כ-9.5 מיליארד ₪	Aa.il	כ-9.5 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
Aa.il	6.3%	Aa.il	10.5%	Capex/PPE	
A.il	9.1	A.il	10.0	חוב ברוטו / EBITDA	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.2	Baa.il	1.2	EBIT / Int	
Baa.il	81.5%	Baa.il	79.6%	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.

¹⁸ הנתונים מוצגים באיחוד יחסי לא מבוקר.

¹⁹ התחזית מוצגת באיחוד יחסי.

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 תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

19.07.2023

שם יוזם הדירוג:

שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

שיכון ובינוי 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>