

או.פי.סי אנרגיה בע"מ

מעקב | אוגוסט 2019

אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

uri.h@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג משני

elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishai.t@midroog.co.il

או.פי.סי אנרגיה בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה או.פי.סי אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"), ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. שינוי אופק הדירוג, מיציב לחיובי, נובע מהערכת מידרוג לסיים הקמת פרויקט OPC חדרה בע"מ (להלן: "תחנת חדרה") בטווח הקצר, אשר צפוי להוביל לשיפור מהותי ביחסי הכיסוי, יצירת מקור תזרימי נוסף לחברה, תוך הסרת סיכוני ההקמה של תחנה זו.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2030	חיובי	A3.il	1141589	סדרה א'

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. עיקר הסיכון נובע מחשיפה גבוהה לאסדרה תומכת במקטע הייצור; (2) בהתאם לרפורמה במשק החשמל בכלל ובחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" או "חח"י") בפרט, ניכר כי הרגולטור מקדם מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר במקטע הייצור; (3) בטווח הקצר-בינוני החברה תחזיק בשני מקורות תזרימיים איכותיים, פרויקט OPC רותם בע"מ (להלן: "תחנת רותם"), תחנת כוח בהספק כולל של כ-466 מגה וואט, ותחנת חדרה, תחנת כוח קוגנרציה, בעלת הספק של כ-130 מגה וואט וכ-148.5 מגה וואט ללא הקצת קיטור, (להלן ביחד: "נכסי הבסיס"), בהשוואה למצב כיום, בו החברה נשענת על תחנת רותם בלבד; (4) החברה נמצאת בתהליכים לקראת סגירה פיננסית של פרויקט צומת אנרגיה בע"מ (להלן: "צומת"), תחנת כוח בהספק כולל של כ-396 מגה וואט, בסמוך לצומת פלוגות; (5) בטווח הקצר-בינוני הגמישות התפעולית של החברה צפויה להשתפר לאור השילוב המסחרי בין תחנות הכוח בבעלותה; (6) החברה חשופה בטווח הקצר לסיכוני הקמה בקשר עם שלבי הסיים של תחנת הכוח חדרה ובטווח הארוך בקשר עם הקמת תחנת צומת; (7) לחברה סיכונים ואתגרים תפעוליים, הממותנים, במידה מסוימת, לאור ההיסטוריה התפעולית של תחנת רותם, העומדת ביעדי ביצוע גבוהים, לרבות ייצור חשמל סדיר ורציף, וללא תקלות מהותיות, החל מהפעלתה המסחרית ביולי 2013; (8) חשיפה לשינויים בתעריף רכיב הייצור; (9) אסטרטגיית החברה בקשר עם הגדלת נתח השוק שלה, אשר כוללת בין היתר, רכישת תחנות כוח מהותיות מחח"י במסגרת הרפורמה, תוביל להגדלה מהותית של מינוף החברה, אך גם צפויה לשפר את פיזור תזרימי המזומנים והגיוון העסקי; (10) יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הקצר-בינוני מוערכת כטובה, נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת רותם, לצד התחלת הפעלה המסחרית בתחנת חדרה וההכנסות הצפויות ממנה, בהנחת הפעלה כיחידת קוגנרציה (CHP)¹. בשנת 2018 הסתכם ה-EBITDA המאוחד בכ-338 מיליון ₪ והיקף ה-FFO בכ-260 מיליון ₪; (11) יחסי כיסוי החוב הנוכחיים של החברה תואמים את דירוגה והינם מהירים ביחס לחברות דומות בתחום הפעילות. יחסים אלו צפויים להשתפר בשנת 2020 עם הפעלתה המסחרית של תחנת חדרה; (12) רמת המינוף של החברה הינה גבוהה יחסית ונובעת ממבנה החוב הפרויקטאלי של נכסי הבסיס (אשר ממומנים לרוב במינוף של 80%), המאופיינים במח"מ ארוך וממינוף נוסף ברמת הסולו; (13) נזילות החברה הינה טובה ומושגת, בין היתר, על קרן ייעודית בסכום השווה לתשלומי החוב (קרן וריבית) ב-18 החודשים העוקבים, וכן על שמירת יתרת מזומנים מינימאלית פנויה למימון פעילותה השוטפת. ברמת הסולו, יחס המקורות לשימושים צפוי לנוע בטווח שבין 3.0-3.5 בשנים 2020-2022; (14) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג², אנו מניחים כי תחנת רותם תמשיך לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. בנוסף, הקמתה של תחנת חדרה תושלם במועד המעודכן, קרי, בסוף שנת 2019 או בסמוך לכך וללא חריגות נוספות בתקציב, והפעלתה כיחידת ייצור בקוגנרציה. הנחנו כי בטווח הבינוני, רמת המינוף המאזני תשתפר וה-EBITDA של החברה צפוי

¹ Combined Heat and Power

² אשר אינו כולל זכיה של החברה באחד ממכרזי חח"י לרכישת תחנת כח נוספת.

לצמוח בכ- 130 מיליון ₪ לכ- 500 מיליון ₪ בשנה מלאה של הפעלת תחנת חדרה. יחס חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA יחס חוב פיננסי ברוטו ל- FFO צפויים להשתפר ולנוע בטווח של 5.0-6.5 ו- 6.0-8.0, בהתאמה. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex מהותיות בשנים 2022-2020, של כ- 1.6 מיליארד ₪ בסה"כ, רובן לצורך הקמת פרויקט צומת, כאשר השקעה זו תמומן ברובה באמצעות חוב פרויקטאלי. כמו כן, הנחנו כי חלוקות הדיבידנדים לבעלי המניות לא יפגעו ביציבותו של תזרים המזומנים הפנוי.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ניכר ומתמשך ברווחיות התפעולית, בתזרים וביחסי הכיסוי, תוך הצגת יציבות לאורך זמן
- שיפור משמעותי באיכות (דירוג נכסי הבסיס) ופיזור תזרימי המזומנים של החברה
- הפעלה מסחרית של תחנת חדרה בהתאם ללו"ז ולתקציב המעודכנים שהוגדרו

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף ויחסי כיסוי החוב
- עיכוב מהותי וחריגה בתקציב של תחנת חדרה
- פגיעה בדירוג נכסי הבסיס של החברה

א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים מהדוח המאוחד, מיליוני ₪

FY 2016	FY 2017	FY 2018	Q1/2018	Q1/2019	
1,245	1,316	1,306	350	354	הכנסות
147	205	219	92	86	רווח תפעולי
66	118	91	17	20	הוצאות מימון, נטו
88	57	98	57	51	רווח נקי
86	508	330	509	449	מזומנים ושווי מזומנים
518	685	758	744	754	הון עצמי
1,743	2,145	2,199	2,161	2,264	חוב פיננסי
72.1%	71.0%	69.1%	69.4%	69.4%	חוב ל- Cap
244	379	249	53	29	השקעה ברכוש קבוע (CAPEX)
168	60	-	-	-	דיבידנד לבעלי מניות

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני, עם צפי לתחרות גדולה יותר בטווח הקצר-בינוני

החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי. היקף ייצור החשמל בישראל בשנת 2018 נאמד בכ- 17.2 ג'יגה וואט, עם צמיחת ביקושים שנתית ממוצעת של בין 2.0%-3.0% ב- 5 השנים האחרונות וכ- 3.3% בשנת 2018³. ענף החשמל בישראל מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון בינוני. להערכתנו, חסמי הכניסה בענף גבוהים מאד ודורשים השקעות הון מהותיות וכן ידע וניסיון. עיקר הסיכון בענף הינו לאור חשיפה גבוהה לאסדרה תומכת במקטע הייצור, עם זאת, ניכר כי הרגולטור מקדם מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות הינוקא. לאורך השנים שלטה חח"י בענף ובכל שרשרת הערך (ייצור, הולכה וחלוקה) באופן מלא, ועל כן העניקה המדינה הגנות ינוקא, על מנת לאפשר ולקדם ייצור חשמל פרטי. נכון לסוף 2018, עמד נתח השוק במקטע הייצור של יח"פים על כ- 28% מכלל החשמל המיוצר במשק, לעומת כ- 14% בלבד בשנת 2014 וצפוי לגדול לכ- 48% עד לשנת

³ הנתונים נלקחו מדוח מצב משק החשמל לשנת 2018.

2025. הסיכון הענפי מושפע מסוג תעריף החשמל ו/או רכיב הייצור בכל הטכנולוגיות. תחנות הכוח הפוסיליות חשופות לשינויים ברכיב הייצור, לעומת תחנות כוח המבוססות על אנרגיות מתחדשות, בהן תעריף החשמל הינו מוגדר וקבוע לאורך כל תקופת הרישיון. יתרה מזאת, הענף מאופיין בהיבטים של כלכלת אי בודד ובעל ביקושים יציבים על פני זמן, לאור העובדה כי מדובר בשירות חיוני ובסיסי, המושפע בין היתר, מגידול עקבי באוכלוסיית מדינת ישראל, המצויה בקורלציה גבוהה עם צריכת החשמל. בנוסף, ניכרת השפעת מדיניות הפחתת השימוש בפחם לייצור חשמל, אשר החלה בשנת 2016, כאשר בשנה זו היקף שימוש בפחם עמד על כ- 36% מתמהיל הדלקים. נכון לסוף שנת 2018 ירד שיעור זה לכ- 30% ובתוך עשור צפוי להיפסק השימוש בפחם באופן סופי⁴.

הסכמי PPA ארוכי טווח, אשר מובילים ליציבות תזרימית בנכסי הבסיס של החברה

תזרים המזומנים של החברה נשען כיום באופן מלא על תחנת רותם. נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה, באמצעות חברת הפרויקט רותם, בהסכמי PPA לטווחים הנעים בין 4-10 שנים מול לקוחות קצה שונים. גם לתחנת חדרה הסכמי PPA ארוכי טווח עם לקוחות קצה של למעלה מ- 5 שנים, עבור 100% מכושר הייצור של פרויקט זה, כאשר ממוצע תקופת ההסכמים הינו כ- 10 שנים (תקופת ההסכם עם לקוח העוגן, נייר חדרה בע"מ, הינו לכל תקופת הרישיון של הפרויקט). להערכתנו, הסכמי ה- PPA ארוכי הטווח, בשילוב עם פיזור ואיכות לקוחות הקצה, מובילים ליציבות תזרימית בפרויקטי החברה.

חשיפה לעדכונים של רכיב תעריף הייצור

הסיכון הענפי מושפע מסוג תעריף החשמל ו/או רכיב הייצור בכל הטכנולוגיות. בעוד שתעריף החשמל באנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך כל תקופת הרישיון, בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור. מחיר רכישת הגז הטבעי ממאגר תמר ומחיר מכירת החשמל ללקוחות הקצה בהסכמי ה- PPA צמודים לשינויים ברכיב הייצור. נציין, כי בתחילת שנת 2019 עלה מחיר הגז מעל ל"מחיר הרצפה", ולכן, העדר הסימטריות בין שני ההסכמים יוצר חשיפה לשינויים ברכיב הייצור של חברת החשמל, בעוד שטרם עליית מחיר הגז מעל מחיר הרצפה, עלייה ברכיב הייצור הובילה לגידול ישיר בהכנסות החברה. לאחר שבשנים 2015 ו- 2016 תעריף רכיב הייצור הופחת, החל מתחילת 2018, ניתן לראות שינוי מגמה, כאשר, בחודש ינואר 2018, פרסמה הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") החלטה, שנכנסה לתוקף ביום 15.01.2018, בדבר עדכון תעריפים לשנת 2018, במסגרתו הועלה תעריף רכיב הייצור בכ- 6.7%, מ- 26.4 אגורות עבור קווי"ש, ל- 28.16 אגורות עבור קווי"ש. בחודש דצמבר 2018 פרסמה רשות החשמל החלטה, שנכנסה לתוקף ביום 01.01.2019, בדבר עדכון תעריפים לשנת 2019, במסגרתו הועלה תעריף רכיב הייצור בכ- 3.3%, מ- 28.16 אגורות עבור קווי"ש, ל- 29.09 אגורות עבור קווי"ש⁵.

פעילותה של החברה מאופיינת בסיכונים הקמה מהותיים ואתגרים תפעוליים

החברה נמצאת בשלבי הקמה סופיים של תחנת חדרה, אשר הפעלתה המסחרית צפויה לחול ברבעון הרביעי של 2019. מועד ההפעלה המסחרית, ככל שזו תחול במועד המתוכנן, משקף עיכוב כולל של כשנה ביחס ללוחות הזמנים המקוריים. לדברי החברה, רכיב פגום אשר התגלה בשתי טורבינות הוא הגורם לעיכוב. בנוסף, חשופה החברה לסיכונים ואתגרים תפעוליים בקשר עם תחנות רותם וחדרה, כגון עלויות תפעול ותחזוקה גבוהות מן המתוכנן, שיעורי זמינות ויעילות נמוכים מן המתוכנן והשבתות לא צפויות. נכון למועד הדוח, החל מההפעלה המסחרית של תחנת רותם, כ- 6 שנים, היא עומדת ביעדי ביצוע גבוהים וייצור החשמל הינו סדיר ורציף, ללא תקלות מהותיות. בשנת 2018 בוצעה ברותם תחזוקה מתוכננת ראשונה מסוג Major Overhaul, אשר מתקיימת אחת ל- 6 שנים והתחנה הושבתה במשך חודש וחצי. אף על פי כן, התחנה שמרה על רמת ביצועים גבוהה. בנוסף לתחנות רותם וחדרה, החברה מצויה בשלבים מתקדמים לסגירה פיננסית של פרויקט צומת, תחנת כוח קונבנציונאלית במחזור פתוח, בהספק של כ- 396 מגוואט⁶, אשר צפויה לקום בסמוך לצומת פלוגות.

להערכת מידרוג, מחד, לחברה פוטנציאל צמיחה משמעותי במשק החשמל המקומי, בפרט לאור אסטרטגיית החברה ופעילותה הרבה והמגוונת ומאידך, ייזום, הקמה, פיתוח ותפעול של פרויקטים מסוג זה, טומנים בחובם סיכונים הקמה רבים, בדגש בקשר עם לוחות

⁴ על פי הודעת שר האנרגיה - דוח מצב משק החשמל לשנת 2018.

⁵ החלטה מס' 4 (1226) - עדכון שנתי לתעריף החשמל 2019 לתעריפי החשמל, לצרכני חברת חשמל.

⁶ מלוא הספק התחנה יוקצה למנהל המערכת והתשלום יהיה עבור זמינות.

הזמנים, תקציבם וביצועיהם הסופיים של הפרויקטים.

הרחבת פעילות החברה בטווח הקצר והבינוני צפויה לשפר את פיזור תזרימי המזומנים והקטנת התלות בתחנה יחידה ובמספר

לקוחות מצומצם

החברה הינה אחת מהקבוצות המובילות במשק החשמל המקומי, ובהתאם להערכותיה, אחראית לייצור של כ- 4.7% מן החשמל המיוצר במשק בשנת 2018, בהשוואה לכ- 6% בשנת 2017. לשם השוואה, בשנת 2018 חח"י ייצרה כ- 69% מסך החשמל במשק ויח"פים כ- 28% (ללא אנרגיות מתחדשות). יחד עם זאת, נכון למועד הדוח, פעילות החברה מושפעת בעיקר מפעילותה של תחנת רותם. נכון לשנת 2018, 94% מהכנסותיה נבעו מתחנה זו. בנוסף, לחברה חשיפה למספר מצומצם של לקוחות, כאשר בשנת 2018 כ- 75% מהכנסותיה של החברה נתקבלו מ- 5 לקוחות (ביניהם קבוצת בז"ן וחברת נייר חדרה).

לחברה פוטנציאל צמיחה משמעותי בשוק החשמל הפרטי המתפתח בישראל, כאשר בכוונתה לנצל ולמקסם את הידע שנצבר בחברה בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול תחנות כוח. נכון למועד הדוח, החברה נמצאת לקראת סיום שלב ההקמה של תחנת חדרה, בהספק מותקן של 148.5 מגה וואט, על פי הרישיון המותנה שניתן לה, כאשר להערכתה ההפעלה המסחרית צפויה לחול בחודש דצמבר 2019. כמו כן, על פי דיווחי החברה, היא נמצאת במשא ומתן עם ורידיס תחנות כוח בע"מ (להלן: "ורדיס") המחזיקה ב- 20% מהונה המונפק של תחנת רותם, לרכישת חלקה בתחנת רותם, בתמורה לכ- 13% מהונה המונפק של החברה. בנוסף, תשקיע ורידיס סכום נוסף כך ששיעור החזקתה בהונה המונפק של החברה יעמוד על כ- 20%. בד בבד, לחברה זכויות בקרקעות הצמודות לתחנות רותם וחדרה, עם פוטנציאל הרחבה של כ- 1,330 מגה וואט. ביום 07.03.2018 השלימה החברה את רכישת 95% מהונה המונפק והנפרע של צומת, המקדמת פרויקט להקמת תחנת כוח, המונעת באמצעות גז טבעי בטכנולוגיה קונבנציונלית במחזור פתוח, בהספק של כ- 396 מגוואט, סמוך לצומת פלוגות. לדברי החברה, הסגירה הפיננסית צפויה לחול עד סוף שנת 2019, בעוד שההפעלה המסחרית צפויה במהלך המחצית השנייה של שנת 2022. להערכתנו, סיום הקמת תחנת חדרה, ישפר משמעותית את פיזור תזרים המזומנים של החברה, ובנוסף יפחית סיכונים נוספים אשר טמונים בהישענות על נכס יחיד.

ביום 31.07.2019 דיווחה חברת נייר חדרה בע"מ (להלן: "נייר חדרה"), אשר הינה לקוח העוגן של תחנת חדרה, על תהליך הסבה של מכונה 4, אשר צפוי להימשך כשנתיים וכרוך בהשקעות מהותיות. בהתאם לדברי הנהלת או.פי.סי אנרגיה, היקף צריכת הקיטור מלקוח זה אינו צפוי להשתנות באופן מהותי. לאור האמור ובהתבסס על נתוני החברה, הנחת העבודה בתרחיש הבסיס של מידרוג היא כי תחנת חדרה תפעל כיחידת ייצור בקוגנרציה, בהתאם להנחות דירוג תחנה זו.

רמת מינוף מאזני גבוהה יחסית, אשר צפויה להשתפר בטווח הקצר-בינוני

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה יחסית ונובעת ממבנה החוב הפרויקטאלי של נכסי הבסיס (אשר ממומנים לרוב במינוף של 80%), המאופיינים במח"מ ארוך וממינוף נוסף ברמת הסולו. יחס החוב לסך המקורות ההוניים (Cap) של החברה השתפר מיחס של כ- 72.1% נכון ליום 31.12.2016 לכ- 69% נכון ליום 31.03.2019 וצפוי להמשיך ולהשתפר בשנת 2019 לכ- 66% לאור גיוס הון של כ- 120 מיליון ₪ שבוצע במהלך הרבעון השני של 2019. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים המשך ירידה ברמת המינוף של החברה בשנים הקרובות.

אסטרטגיית החברה לרכישת תחנת כוח במכרזים של חח"י, עלולה להגדיל את מינוף החברה

בנוסף להרחבת הפעילות על ידי ייזום והקמת תחנות כוח חדשות, אסטרטגיית החברה הינה לגשת למכרזים לרכישת תחנות כוח מניבות מחח"י, אשר מוצעות למכירה במסגרת הרפורמה במשק החשמל. במסגרת תוצאות המכרז למכירת תחנת אלון תבור, הוכרזה חברה בת (100%) של החברה כ"כשיר שני" בקשר עם מכירת תחנה זו. משמעות הדבר הינה שמקרה של ביטול ההכרזה או ביטול ההתקשרות בחוזה עם הזוכה ובכפוף לתנאים מסוימים, ועדת המכרזים תהא רשאית להכריז על חברת הבת כזוכה⁸. לדברי החברה, היא צפויה להמשיך ולהתמודד במכרזי מכירת תחנות הכוח של חח"י וזאת בהתאם לאסטרטגיית ההתרחבות והגדלת נתח השוק

⁷ בחודש ינואר 2019 התקשרה החברה עם בעלי המניות הפרטיים, בהסכם לרכישת חלקם (5%). הרכישה תבצע במספר מועדים ובהתאם לאבני דרך שנקבעו בהסכם המכר.

⁸ [דיווח החברה במאיה - הכרזת חברת הבת כ"כשיר שני" במכרז למכירת תחנת אלון תבור](#).

שלה. להערכתנו, רכישת תחנת כוח נוספת במסגרת מכרזי חח" צפויה להביא להגדלת מינוף החברה באופן מהותי, בד בבד עם שיפור נוסף בתזרימי המזומנים והגדלת חלקה של החברה בנתח השוק הכולל.

תזרימי מזומנים יציבים, לצד יחסי כיסוי חוב מהירים ביחס לקבוצת השוואה, אשר צפויים להשתפר בטווח הבינוני

יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הקצר-בינוני מוערכת כטובה נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת רותם, לצד התחלת ההפעלה המסחרית בתחנת חדרה וההכנסות הצפויות ממנה. בשנת 2018 הסתכם ה- EBITDA בכ- 338 מיליון ש"ח והיקף ה- FFO בכ- 260 מיליון ש"ח, זאת בהשוואה לכ- 373 מיליון ש"ח וכ- 303 מיליון ש"ח, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה ברווחיות החברה בשנת 2018 נבעה מהשבתתה המתוכננת של תחנת רותם, במהלך הרבעון הרביעי של 2018. תחנת חדרה צפויה לתרום בין 130-150 מיליון ש"ח ל- EBITDA השנתי, בהפעלה מלאה. בתרחיש הבסיס הנחנו כי היקף ה- EBITDA וה- FFO בשנת 2019 יעמדו על כ- 370 מיליון ש"ח וכ- 300 מיליון ש"ח, בהתאמה, וצפויים להשתפר החל משנת 2020 ולנוע בטווח של 470-570 מיליון ש"ח וטווח של 380-480 מיליון ש"ח, בשנים 2020-2022, בהתאמה. יחסי הכיסוי של החברה הינם מהירים ביחס לחברות דומות בענף הפעילות. יחס החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA צפוי לנוע בשנת 2019 בטווח של בין 6.0-6.5 ואילו יחס חוב ל- FFO צפוי לנוע בטווח של בין 7.5-8.0. בשנים 2020-2022 יחסים אלו צפויים להשתפר לטווחים של 5.0-5.5 ו- 6.0-6.5, בהתאמה.

הוצאות ה- Capex של החברה בשנים 2020-2022 צפויות לעמוד על כ- 1.6 מיליארד ש"ח בסה"כ, מתוך סכום זה כ- 1.4 מיליארד ש"ח לטובת הקמת תחנת צומת, כאשר השקעה זו תמומן בחוב פרויקטאלי. להערכתנו, בשנים 2020-2021, התזרים החופשי (FCF) של החברה צפוי להיות שלילי בעקבות השקעות אלו וחלוקות דיבידנדים. מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה הינה חלוקה של לפחות 50% מהרווח הנקי. חלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים, אשר תשחק את נזילותה מהותית מעבר למדיניות החברה, עלולה להוביל לפגיעה בדירוג.

נזילות טובה אשר הולמת את רמת הדירוג

נזילות החברה מושתתת על קרן ייעודית ויכולת ייצור תזרים מזומנים טובה מתחנת רותם. כמו כן, החברה שומרת על יתרת מזומנים מינימאלית לפעילותה השוטפת והשקעות עתידיות. פעילות החברה הינה החזקה בחברות פרויקט, ואינה עוסקת בפעילות עצמאית לייצור חשמל או מחזיקה בכספים משמעותיים, מלבד השקעותיה בחברות שבבעלותה. החברה תלויה בקבלת תזרימים מחברות הפרויקטים שבבעלותה (באמצעות דיבידנדים ו/או הלוואות) על מנת לעמוד בהתחייבויותיה השונות, זאת בכפוף לאמות המידה לחלוקת עודפים, אשר נכון למועד הדוח, מוגבלים לפעמיים בשנה קלנדרית. גורם הממתן סיכון זה, במידה מסוימת, הינה העובדה כי תחנת רותם, אשר נכון למועד הדוח מהווה בעבור החברה מקור תזרימי יחיד, מאופיינת ברווחיות איתנה, וכנגזרת מכך חלוקת הרווחים ממנה יוצרת תזרים מזומנים יציב לחברה. בנוסף, אנו מעריכים כי רמת הנזילות הנוכחית הינה גבוהה יחסית, בין היתר, כהכנה למכרזי תחנות חח"י, וכן לקראת הסגירה הפיננסית של תחנת צומת. נכון לתום הרבעון הראשון לשנת 2019, לחברה יתרות נזילות ופנויות בהיקף של כ- 449 מיליון ש"ח, זאת בהשוואה לכ- 509 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, יחס מקורות לשימושים בסולו צפוי לנוע בטווח שבין 3.0-3.5 בשנים 2020-2022.

שיקולים נוספים לדירוג

החזקת קרן ייעודית לשירות החוב

בהתאם לתנאי אגרות החוב ולמדיניות הפיננסית, תעמיד החברה קרן ייעודית בסכום השווה לתשלומי החוב (קרן וריבית) עבור 18 החודשים העוקבים.

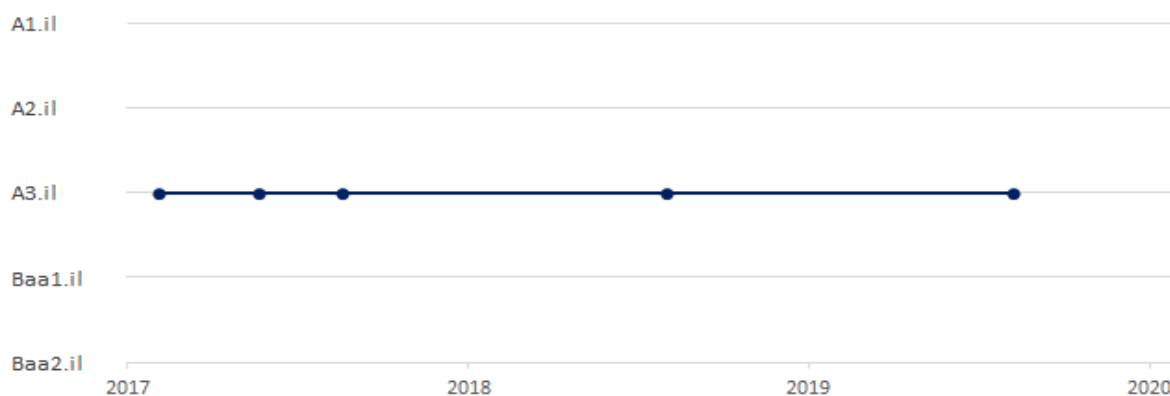
נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בד"כ בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים כפופות לעמידה בתנאים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין, כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית בתחנת רותם הינם בעלי מרווח מספק, ביחס לאמות המידה לחלוקת העודפים לחברה.

אודות החברה

א.פ.י.סי. אנרגיה בע"מ התאגדה בישראל ביום 02.02.2010 והינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נשלטת על ידי Kenon Holdings Ltd (להלן: "קנון"), המחזיקה נכון לתאריך הדוח 72.93% מהון המניות של החברה⁹ ופועלת בעצמה וכן באמצעות מספר חברות בנות בתחום ייצור חשמל ואספקתו בישראל, ובכלל זה ייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח, וכן ייצור חשמל ואספקתו ללקוחות פרטיים ולחח"י. החברה מתמקדת בייצור חשמל בטכנולוגיה קונבנציונאלית ובטכנולוגיית קוגנרציה. נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה ב- 80% מתחנת רותם, תחנת כוח בהספק כולל של כ- 466 מגה וואט, 100% מתחנת חדרה, תחנת כוח בעלת הספק של 130 מגה וואט וכ- 148.5 מגה וואט ללא הקזת קיטור, וכמו כן, מחזיקה במרכז האנרגיה בחדרה. בנוסף, מחזיקה החברה ב- 95%¹⁰ מהונה המונפק והנפרע של תחנת צומת, המקדמת פרויקט תחנת כוח קונבנציונאלית בהספק כולל של כ- 396 מגה וואט.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ](#)

[דוח מתודולוגי לדירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית](#)

[דוח מתודולוגי לדירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות](#)

[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

⁹ לגבי מו"מ עם חברת ורידיס להעברת מלוא אחזקות (20%) בחברת רותם כנגד הקצאת מניות החברה, ראו דיווח מידי של החברה מיום 09.04.2019.
¹⁰ בחודש ינואר 2019 התקשרה החברה עם בעלי המניות הפרטיים, בהסכם לרכישת חלקם (5%). הרכישה תבצע במספר מועדים ובהתאם לאבני דרך שנקבעו בהסכם המכר.

מידע כללי

12.08.2019	תאריך דוח הדירוג:
12.08.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
16.02.2017	התאריך שבו בוצע הדירוג לראשונה:
א.פ.י.סי אנרגיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
א.פ.י.סי 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 הגבוה 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").

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 וכאאלה 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 ביועץ 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>