

או.פי.סי אנרגיה בע"מ

21 בינואר, 2020

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A-' ועדכון תחזית הדירוג ליציבה
מחיובית בשל ירידה בתעריף הייצור של חברת החשמל

אנליסט אשראי ראשי:

איתי רפל, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
3	תחזית הדירוג
3	התרחיש השלילי
3	התרחיש החיובי
3	תיאור החברה
4	תרחיש הבסיס
4	נזילות
4	התניות פיננסיות
5	ניתוח שיקום חוב
5	שיקולים עיקריים
5	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
5	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
6	התאמות לדירוג
6	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
7	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA-' ועדכון תחזית הדירוג ליציבה מחיובית בשל ירידה בתעריף הייצור של חברת החשמל

תמצית פעולת הדירוג

- הירידה בשיעור של כ-8% בתעריף רכיב הייצור של חברת החשמל לישראל בע"מ (חח"י), ilA-1+/Stable/ilA+ (ב-2020 צפויה להוביל לירידה בהכנסות או.פי.סי. אנרגיה בע"מ (OPC)).
- אנו מעריכים כי OPC תציג יחס חוב ל-EBITDA מתואם של כ-5.0x ויחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם של כ-11.5% בממוצע בשנים הקרובות.
- ב-21 בינואר, 2020, אשררנו את הדירוג 'ilA-' של OPC, חברה העוסקת בפיתוח, תפעול ואחזקה של תחנות כוח בישראל, ועדכנו את תחזית הדירוג ליציבה מחיובית.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג יחסים פיננסיים הולמים את הדירוג הנוכחי בשנים הקרובות.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

שינוי תחזית הדירוג של OPC ליציבה מחיובית נובע בעיקר מהעדכון האחרון בתעריף רכיב הייצור של חח"י, שירד בכ-8% ב-2020. העדכון צפוי להביא לשימור היחסים הפיננסיים העיקריים של החברה ברמה ההיסטורית שלהם. לכן אנו מעריכים כי OPC תציג בשנים הקרובות בממוצע יחסים פיננסיים הולמים את הדירוג הנוכחי: יחס חוב ל-EBITDA מתואם של כ-5.0x ויחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם של כ-11.5%.

מתקני החשמל של החברה מוכרים חשמל ללקוחות במנגנון של הנחה בשיעור קבוע מתעריף רכיב הייצור. בהתאם, ככל שרכיב הייצור יורד כך קטנות ההכנסות של מתקני החברה. מנגד, העלויות של מתקני החברה אינן צמודות לתעריף רכיב הייצור באופן מוחלט. כתוצאה מכך, ירידת תעריף רכיב הייצור מקטינה את ההכנסות התפעוליות של החברה.

ב-2019 חתמה OPC על הסכם למימון הקמת תחנת כוח בצומת פלוגות. החברה ממתינה בשלב זה לחלק מן האישורים הנדרשים לצורך תחילת ההקמה. הקמת התחנה צפויה בשלב ראשוני להגדיל את מצבת החוב של OPC ולאחר מכן לתרום להכנסות החברה ולשיפור היחסים הפיננסיים.

אנו מנתחים את OPC ברמה המאוחדת. החזקתה העיקרית של החברה כיום היא 80% מתחנת הכוח רותם, הפעילה מאז 2013. רותם סיפקה ב-2018 כ-4.7% מתצרוכת החשמל של מדינת ישראל (לעומת כ-6% בשנים קודמות, כתוצאה מתחזוקה מתוכננת), בעיקר ללקוחות עסקיים גדולים. מכירת החשמל נעשית בדרך

כלל באמצעות חוזי מכר לטווח ארוך, אך ייתכנו גם התקשרויות לטווח קצר יותר לניצול פוטנציאל המכירות המלא. לאור ההנחה שרוטם נותנת ביחס למחירי חברת חשמל, אנו צופים כי היא לא תתקשה להחליף לקוח ארוך טווח שיעזוב. רוטם ממשיכה לפרוע את החוב הבכיר שלה כסדרו ולחלק דיבידנדים.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תשמור על נזילות "הולמת" ברמה המאוחדת ועל יחס מקורות לשימושים של לפחות 1.0x ברמת הסולו. אנו רואים יחס חוב ל-EBITDA מתואם של עד 7.0x ויחס FFO לחוב מתואם של כ-9% לאורך זמן כהולמים את רמת הדירוג הנוכחית. עם זאת תיתכן תנודתיות מסוימת בתוצאות בהתאם למועד ההשקעות המדויק בפרויקטים שבהקמה.

התרחיש השלילי

התדרדרות בפרופיל הנזילות של החברה, בין ברמה המאוחדת ובין ברמת הסולו, עשויה להוביל לפעולת דירוג שלילית. מצב כזה עלול להתרחש כתוצאה מאירוע בתחנת הכוח רוטם אשר ישבית את הייצור במתקן וימנע חלוקת דיבידנדים לחברה. נציין כי ירידה בעלויות הייצור של חברת החשמל עשויה ליצור לחץ על ההכנסות של רוטם ולהוביל לפגיעה ביחסים הפיננסיים של החברה. יחס חוב ל-EBITDA מתואם של 7.0x ומעלה או יחס FFO לחוב מתואם של מתחת ל-9% לאורך זמן עשויים גם הם להוביל לפעולת דירוג שלילית.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג יחס חוב ל-EBITDA מתואם נמוך מ-4.5x או יחס FFO לחוב מתואם של 15% ומעלה לאורך זמן, תוך שמירה על נזילות הולמת ברמה המאוחדת ועל יחס מקורות לשימושים של לפחות 1.0x ברמת הסולו. מצב כזה עשוי לנבוע מהמשך פעילות טובה ברוטם תוך קבלת הכנסות מתחנת הכוח OPC חדרה וצמצום המינוף.

תיאור החברה

א.פי.סי אנרגיה בע"מ (OPC) היא חברה העוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח מטכנולוגיות שונות. נכון להיום, החזקתה העיקרית של OPC היא 80% מחברת א.פי.סי. רוטם בע"מ ("רוטם") המחזיקה ומפעילה פרויקט ייצור החשמל במישור רוטם. בנוסף רכשה החברה מחברת האם לשעבר שלה את הפרויקט להקמת תחנת הכוח OPC חדרה בע"מ (ilA+/Stable). הקמת המתקן נמצאת בשלבים מתקדמים ואנו צופים כי הוא יתחיל לפעול לקראת סוף הרבעון הראשון של 2020. OPC פועלת לפיתוח תחנות כוח נוספות, ביניהן תחנת כוח בצומת פלוגות. לקראת סוף 2019 הגיעה החברה לסגירה פיננסית עם קונסורציום מממנים למימון הקמתה של תחנה זו.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- EBITDA של כ-400 מיליון ₪ בממוצע ב-2020-2021.
- מרווח EBITDA של כ-26% על פני זמן.
- השקעות של כ-400 מיליון ₪ ב-2020, כ-500 מיליון ₪ ב-2021 וכ-370 מיליון ₪ ב-2022. סכומים אלה כוללים בעיקר את ההשקעות בהקמת תחנת הכוח בצומת פלוגות.
- חלוקת דיבידנד מינימלית בשנים 2020-2022, בהתאם ליכולת ולמדיניות של החברה.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס חוב ל-EBITDA מתואם של כ-5.0x בממוצע בשנים 2019-2021
- יחס FFO לחוב מתואם של כ-11.5% בממוצע בשנים 2019-2021

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". יחס המקורות לשימושים הצפוי של החברה לשנה שהתחילה ב-30 בספטמבר, 2019, הוא כ-1.5x.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה לשנה שהתחילה ב-30 בספטמבר, 2019, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1,100 מיליון ₪ (סכום זה כולל מזומן מהקרנות השמורות של החברה שחלקו שמור לטווח ארוך בגין הפרויקטים של החברה);
- תזרים שוטף בסך כ-200 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה שנה הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-280 מיליון ₪;
 - השקעות בהיקף של כ-360 מיליון ₪;
 - דיבידנד בסך כ-200 מיליון ₪ (חולק ברבעון האחרון של 2019).
- אנו סבורים כי יש לחברה די מקורות לשמור על יחס מקורות לשימושים העולה על 1x ברמת הסולו.

התניות פיננסיות

לחברה מספר התניות פיננסיות, חלקן ברותם וחלקן בחברת האחזקות (סולו). החברה עומדת בכל ההתניות.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרת האג"ח הלא מובטחת של או.פי.סי. אנרגיה בע"מ (סדרה א'). דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח 50%-70%. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על היותם של רוב נכסי החברה משועבדים כנגד חוב בנקאי.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2021
- מיתון בכלכלה הישראלית או שינוי ברגולציה וירידה בתעריף רכיב הייצור יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לחשמל מהפרויקטים. בה בעת יחול זינוק בעלויות התפעול והתחזוקה של הפרויקטים. כתוצאה מכך תחול ירידה של כ-10% בהכנסות ועלייה בשיעור דומה בעלויות הפרויקטים של החברה, שיפגעו בתזרימי המזומנים המשמשים לשירות קרן וריבית.
- התזרים המהוון שיוותר לאחר שירות החוב הבכיר המובטח נועד לשרת את אג"ח סדרה א'.
- לחברה קרנות מזומן לשירות חלקי של מלוא החוב הבכיר.
- הפרויקטים ימשיכו לפעול כעסק חי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: 1.96 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: 1.87 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: 1.74 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-126 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרה א'): כ-238 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3: נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות חשמל וגז שאינן נמצאות תחת רגולציה](#), 28 במרץ, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019

- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של [S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-21 בינואר, 2020)

או.פי.סי. אנרגיה בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	ilA-\Stable
טווח ארוך	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	ilA-
סדרה א	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	ilA-\Stable
ינואר 21, 2020	ilA-\Stable
יולי 31, 2019	ilA-\Positive
יולי 23, 2017	ilA-\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	12:29 21/01/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:29 21/01/2020
יזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.