

# אלומיי קפיטל בע"מ

## מעקב | אוגוסט 2025

### אנשי קשר:

**רוברט אבדלימוב**  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[robert.a@midroog.co.il](mailto:robert.a@midroog.co.il)

**תומר דר**  
ראש צוות בכירה  
[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

**איריס שדה אור**  
ראש צוות בכירה  
[iris.s@midroog.co.il](mailto:iris.s@midroog.co.il)

## אלומי קפיטל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
------------------	---------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק<sup>1</sup> Baa1.il לחברת אלומי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומי קפיטל"). אופק הדירוג יציב.

## שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בעיקר בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. הסיכון נובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכויי הקמה וכן מחשיפה לאסדרה במקטע הייצור ולמחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה; (2) מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (3) הסביבה הרגולטורית במדינות בהן פועלת החברה, לצד הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח מול לקוחות קצה חזקים, יוצרים ודאות יחסית בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי; (4) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (5) התזרים התפעולי של החברה נובע בעיקרו מפרויקטי PV<sup>2</sup> בהם מחזיקה החברה בספרד, זאת לצד פרויקטי הבי-גז בהולנד, פרויקטים סולאריים באיטליה וארה"ב ותזרימים שעולים בגין האחזקה בתחנת הכוח דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד"). בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה להמשיך לצמוח, עם השלמת הקמתם של פרויקטים נוספים באיטליה ובארה"ב; (6) ריכוזיות התזרימים מפעילות החברה בספרד, אשר צפויה להתמתן עם הבשלת פרויקטים באיטליה וארה"ב בשנים הקרובות; (7) ודאות תזרימית טובה, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל, באמצעות הסכמים ארוכי טווח, במחירים מגודרים; (8) ההספק המותקן של החברה קטן ביחס לקבוצת הייחוס בענף. עם זאת, ההספק המניב צפוי לצמוח בטווח הבינוני-ארוך, עם הפעלת המסחרית של הפרויקטים הנוספים; (9) פורטפוליו החברה בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי; (10) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לשערי חליפין, לריביות וסיכויי האשראי של המדינות בהן פועלת החברה (איטליה, ספרד, הולנד, ישראל וארה"ב), הממותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (11) ירידת מחירי החשמל בספרד פגעה בהכנסות החברה בשנים האחרונות, אולם ההכנסות צפויות להתאזן באמצעות הפעלת פרויקטים חדשים; (12) השריפה שפרצה בשנת 2024 בפרויקטים טלאסול ואלומי סולאר גרמה לפגיעה מסוימת בציוד המותקן ובהכנסות המתקנים. לדברי החברה, נכון למועד הדוח, רוב הציוד תוקן והתקבלו פיצויים בגין הנזקים ואובדן ההכנסות; (13) רכישת 7.5% (חלק החברה) נוספים ממניות דוראד, במקביל למתן פסק בוררות בין בעלי המניות; (14) הסכם להכנסת שותף מוסדי (49%) בחלק מהפורטפוליו הסולארי באיטליה וקבלת מימון פרויקטלי לפעילות; (15) עיכובים משמעותיים בלוחות הזמנים להקמת פרויקט אגירה שאובה ובהתאם בתזרימים הצפויים ממנו; (16) שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים, בין היתר, עקב רווחיות נמוכה בפרויקטי הבי-גז ורכיב גבוה של הוצאות פיתוח, לצד ירידה בהכנסות בשנת 2024; (17) ברבעון הראשון של שנת 2025, ביצעה החברה הנפקת אג"ח (סדרה ז') בהיקף של כ-215 מיליון ש"ח וגיוס הון נוסף בסך של כ-50 מיליון ש"ח; (18) רמת מינוף מאזני גבוהה ביחס לחברות השוואה, הנובעת בין היתר, מנטילת חוב לפרויקטים בשלבי הקמה ומח"מ ארוך בפרויקטים שהחלו בהנבה לאחרונה, כחלק ממבנה מימון פרויקטלי; (19) צפי לצמיחה בהיקף ה-EBITDA של החברה לאחר הפעלת המסחרית של פרויקטים חדשים, לצד יחסי כיסוי חלשים, הנובעים בין היתר מרווחיות נמוכה וממבנה המימון הפרויקטאלי (בד"כ בחוב Non-Recourse); (20) לחברה תכנית השקעות רב שנתית מהותית, הכוללת את המשך הקמת פרויקט האגירה שאובה בצוק מנרה, פורטפוליו פרויקטים באיטליה והקמת פרויקטים חדשים בארה"ב; (21) מדיניות פיננסית הכוללת החזקת יתרות נזילות מספקות; (22) גמישות פיננסית טובה, המתבטאת, בין היתר, במספר נכסים שאינם ממונפים, Track Record של הכנסת שותפים לפרויקטים ומימוש נכסים וכן נגישות לשוק ההון

<sup>1</sup> בנוסף, לחברה יש כיום 4 סדרות אג"ח ציבוריות (ד', ה', ו' ו-ז'), אשר אינן מדורגות ע"י מידרוג.  
<sup>2</sup> Photovoltaic.

ולבנקים; (23) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (24) מבנה השליטה בחברה מאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות; (25) להערכתנו, לחברה חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברה, זאת לאור פעילותה בתחום האנרגיות המתחדשות לצד האסדרות התומכת ומגמות הביקושים הגדלות בענף זה. בבחינת סיכונים ממשי תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA המתואם<sup>3</sup> צפוי לנוע בטווח שבין 20-25 מיליון אירו בשנים 2025-2026. תרחיש הבסיס מניח כי סביבת מחירי החשמל הנמוכה באירופה ובספרד בפרט, כפי שנצפתה בשנת 2024 צפויה להמשיך גם בשנים הקרובות, זאת לצד הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים באיטליה וארה"ב. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות נמוכים ואיטיים ביחס לרמת הדירוג. הנושא בא לידי ביטוי ביחס החוב ל-EBITDA, אשר צפוי לנוע בטווח שבין 25-30 בשנים 2025-2026. במקביל, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון יוותר חלש וינוע בטווח שבין 1-0. בנוסף, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, המשתקפת ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), צפוי לנוע בטווח של כ-74%-72% בסוף שנת 2025. בשנים 2026-2027 אנו צופים עלייה ברמת המינוף, בין השאר, כתוצאה מגיוסי חוב פרויקטליים לצורך מימון פרויקטים הנמצאים בשלבי הקמה, לטווח שבין 79%-75%. הנחנו, כי החברה תתמקד בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים. בהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 85-125 מיליון אירו בשנים 2025-2027). כמו כן, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

#### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך בוודאות תזרימי המזומנים, המבוססת על רגולציה תומכת והסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח אל מול לקוחות קצה איכותיים, בגמישות פיננסית טובה ובנזילותה המספקת של החברה.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ברמת המינוף וביחסי הכיסוי
- הגדלת פיזור תזרימי המזומנים בנכסי בסיס איכותיים

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי החוב, ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג

<sup>3</sup> כולל חלק החברה בדיבנד שהתקבל מדוראד וכולל פיצוי הכנסות מביטוח.

אלומי קפיטל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, אלפי אירו<sup>4</sup>

31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.03.2024	31.03.2025	
52,241	48,834	40,467	8,243	8,860	הכנסות
19,080	19,050	17,849	645	1,526	EBITDA מותאם <sup>5</sup>
49,294	52,124	41,143	83,767	71,449	מזומנים ושווי מזומנים <sup>6</sup>
83,077	125,099	129,285	132,251	131,170	הון עצמי
400,296	439,705	514,349	479,926	558,979	חוב פיננסי ברוטו <sup>7</sup>
576,157	612,852	677,257	666,810	721,240	סך מאזן
81.7%	77.5%	79.6%	78.1%	80.7%	חוב ל-CAP

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 2023<sup>8</sup>. 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 תקופת הזכאות להטבות מס בפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032, וכן העלה את שיעור ההטבה מ-26% ל-30% (להלן: "IRA"), תוך קביעת הטבות מס נוספות בכפוף לעמידה בתנאים מסוימים. עם זאת, כניסתו של ממשל טראמפ בחודש ינואר 2025 סימנה שינוי מגמה במדיניות האנרגיה, עם צמצום התמיכה באנרגיות מתחדשות וקידום ייצור אנרגיה מדלקים פוסלים, וזאת באמצעות קידום צווים נשיאותיים. בחודש יולי 2025 אישר הקונגרס תיקון לחוק ה-IRA, במסגרתו בוצעו שינויים לתקופת הזכאות להטבות, לפיה פרויקטים שיחברו לרשת החשמל עד ליום 31.12.2027 יהיו זכאים למלוא ההטבות. בנוסף, נקבע מנגנון Safe Harbor לפיו פרויקטים בתחום הפוטו-וולטאי יהיו זכאים למלוא שיעור הטבות המס ככל יועמדו בתנאים המצטברים הבאים: (1) הפרויקט החל בשלב ההקמה עד 12 חודשים ממועד אימוץ החוק (חודש יולי 2026); (2) הפרויקט יחובר לחשמל בתוך תקופה של 4 שנים ממועד תחילת הקמתו, קרי לא מאוחר מיום 31.12.2030. כמו כן, פרויקטים בתחום האגירה שיעמדו בדרישות יהיו זכאים להטבות מס עד סוף שנת 2033, עם הפחתה הדרגתית בשיעור ההטבות עד לסימון לאחר שנת 2035. לדברי החברה, הפרויקטים Mexia ו-Talco, Fairfield, Malakoff, אשר לגביהם נחתם הסכם למכירת הטבות המס, אינם מושפעים מהשינויים, שכן הקמתם החלה לפני שנת 2025 והם ימשיכו ליהנות מהטבות המס. במקביל, פועלת החברה להאיץ את הקמת פרויקט Hillsboro מתוך כוונה לעמוד בדרישות ה-Safe Harbor עוד במהלך שנת 2025, זאת לצד קידום פרויקטים נוספים באזור יוסטון, טקסס. באופן כללי, החברה רואה את ההשפעה של החוק כחיובית עבור הפורטפוליו שלה בארה"ב, שכן היא צופה עלייה במחירי החשמל, וזאת כתוצאה מהאטה בהקמה של פרויקטים חדשים, בשילוב עם עלייה בביקוש לאנרגיה.

<sup>4</sup> לאור מכירת התחנה הפוטו-וולטאית בתלמי יוסף, סווגו מחדש התוצאות של פעילות זו תחת פעילויות שהופסקו, והתוצאות מוצגות בהתאם.

<sup>5</sup> כולל התאמת תזרימים בגין הכנסות מתחנת הכוח דוראד.

<sup>6</sup> כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

<sup>7</sup> בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

<sup>8</sup> [דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2024.](#)

בהתאם לנתוני הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, איטליה שואפת להגיע לאיפוס פליטות פחמן עד לשנת 2050, והציבה יעד ייצור של כ-55% מהאנרגיה שלה ממקורות מתחדשים עד לסוף שנת 2030<sup>9</sup>. כמו כן, בהולנד מקדמים מעבר הדרגתי לאנרגיה בת-קיימא, עם יעד לייצור של כ-70% מהחשמל ממקורות מתחדשים עד שנת 2030<sup>10</sup>. יתרה מזאת, חקיקה חדשה בהולנד, שתיכנס לתוקף בשנת 2027, תחייב את ספקי הגז לשלב גז ירוק באספקתם בהיקף מוגדר, מהלך שצפוי להטיב עם תחנות הבינו-גז של החברה במדינה.

בחודש אוקטובר 2020<sup>11</sup> 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 2021<sup>12</sup> נקבע יעד לאומי להפחתת פליטות גזי חממה בישראל 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 חממה<sup>13</sup>. בנוסף, בחודש אוקטובר 2024 פרסמה הממשלה החלטה לקידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי<sup>14</sup>, 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 2023<sup>15</sup>, 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.

#### **דאות תזרימית טובה, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל, באמצעות הסכמים ארוכי טווח, במחירים מוגדרים**

המודל העסקי של החברה מבוסס על השקעה בייזום והקמת פרויקטים, והחזר ההשקעה מתוך ההכנסות ממכירת החשמל ו/או מממוש הנכסים שברשותה, על ידי מכירת זכויותיה במתקנים. תזרימי המזומנים של החברה נובעים בעיקרם מפרויקטי ייצור חשמל באמצעות אנרגיה פוטו וולטאית (PV) וכן ממתקני הבינו-גז שבבעלותה. כמו כן, לחברה הכנסות דיבידנד מאחזקה (בשרשור) בתחנת הכוח דוראד, המסתכמת לאחר רכישת מניות נוספת שבוצעה במהלך תקופת הדוח (כמפורט מטה) בכ-16.9%. נציין, כי ביום 03.06.2024 הושלמה עסקה למכירת פרויקט תלמי יוסף, מתקן סולארי בהספק של כ-9.0 מגה-ואט, הממוקם בישראל, כאשר התמורה נטו שהתקבלה עמדה על כ-10.6 מיליון אירו.

פעילות האנרגיה המתחדשת של החברה נשענת בחלקה על 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. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות, בין היתר, על תשלומים מגופים ממשלתיים ופרטיים, כאשר פגיעה באיתנות הפיננסית של גופים אלה עשויה להשפיע באופן ישיר או עקיף על ההכנסות מפעילות זו. בד בבד, התזרימים שאינם מוגדרים בהסכמי PPA חשופים למעשה למחירי השוק (Merchant), במדינות בהן פועלת החברה. בישראל, ההכנסות הצפויות ממכירת החשמל בפרויקט אגירה שאובה, מגודרות וקבועות ברובן לאורך תקופת הרישיון, ואילו בתחנת הכוח דוראד קיימת חשיפה, בין היתר, לשינויים ברכיב הייצור. נציין, כי הרגולטורים בארץ<sup>16</sup> מקדמים מעבר לאסדרה חדשה, מודל שוק, המעודדת תחרות גבוהה יותר, תוך הפחתת הגנות הינוקא. להערכתנו, אסדרה זו עלולה להגביר את התחרות ולפגוע מעט בוודאות תזרימי המזומנים. בספרד, חתמה החברה על הסכם PPA לגידור מחירי החשמל בפרויקט טלאסול, אשר מכסה כ-80% מתפוקת המתקן לתקופה של 10 שנים שהחלה בשנת 2020. בהתאם להסכם, אם מחיר החשמל בשוק יהיה גבוה ממחיר ההסכם, החברה תשלם לגוף המגדר את ההפרש בין המחיר שקיבלה בשוק למחיר הקבוע בהסכם ה-PPA. אם מחיר השוק יהיה נמוך ממחיר ההסכם,

<sup>9</sup> [הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה - איטליה.](#)

<sup>10</sup> [Netherland Enterprise Agency.](#)

<sup>11</sup> [החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".](#)

<sup>12</sup> [החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.](#)

<sup>13</sup> [החלטת ממשלה בנושא פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.](#)

<sup>14</sup> [החלטת ממשלה 2282 בנושא קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי, תיקון וביטול החלטות ממשלה, אוקטובר 2024.](#)

<sup>15</sup> [דוח משק החשמל סיכום שנת 2023, ספטמבר 2024, רשות החשמל.](#)

<sup>16</sup> [תמורות במשק החשמל והשפעתן על סיכוני האשראי, מידרוג, יולי 2023.](#)

הגוף המגדר ישלם לחברה את ההפרש. יתרת התפוקה בפרויקט טלאסול, כמו גם החשמל המופק בפרויקט אלומיי סולאר בספרד, נמכרים בשוק הפתוח בהתאם למחירי השוק (Merchant). בנוסף, צבר של ארבעה פרויקטים בהספק כולל של 7.9 מגה-וואט בספרד פועלים מתוקף אסדרה תעריפית. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים, הנובעים הן מייצור הגז בתהליך והן מייצור חום וחשמל, כאשר לקוחות הקצה הינן חברות מובילות הפועלות בענף האנרגיה. כמו כן, במסגרת הפעילות, מוכרת החברה גם תעודות ירוקות המהוות מקור הכנסה נוסף. באיטליה, עבור כלל הצבר המניב, חתמה החברה על הסכמי רכישת חשמל (PPA) לתקופה של תשע שנים מול חברת Statkraft, יצרנית מובילה של אנרגיה מתחדשת באירופה. הסכמים אלו מכסים כ-75% מההספק הכולל של המתקנים. בארה"ב כלל החשמל המיוצר במתקני החברה נמכר במחירי שוק חופשי (Merchant).

### פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, לצד צפי להמשך הרחבת פורטפוליו הנכסים

לחברה פעילות מגוונת מבחינה טכנולוגית ובעלת פריסה גאוגרפית רחבה, עם פרויקטים הפועלים במיקומים שונים בישראל ובעולם. עם זאת, ההספק המותקן שבחזקתה נותר קטן יחסית לחברות השוואה בענף. בישראל, החברה מחזיקה בכ-16.9% (בשרשור) מתחנת הכוח דוראד, בעלת הספק מותקן של כ-860 מגה-וואט וכן בכ-83.8% מפרויקט אגירה שאובה במנרה, בהספק של כ-156 מגה-וואט, הנמצא בשלבי הקמה. בהולנד, לחברה שלושה מתקני ביו-גז בהספק כולל של כ-19 מגה-וואט, ובספרד היא מחזיקה בפרויקט טלאסול, בהספק של כ-300 מגה-וואט (51%). אלומיי סולאר, בהספק של כ-28 מגה-וואט (100%) וצבר פרויקטי PV נוספים בהספק כולל של כ-7.9 מגה-וואט (100%). כמו כן, במהלך תקופת המעקב נכנסו להפעלה מסחרית צבר פרויקטים באיטליה בהספק של כ-38 מגה-וואט (51%) וארבעה פרויקטים בארה"ב בהיקף כולל של כ-40 מגה-וואט (100%). נציין, כי לחברה חשיפה מהותית לפרויקט טלאסול, המהווה כ-40% מחלקה היחסי בהספק הפרויקטים המניבים וכ-55% מסך ה-EBITDA של החברה. להערכתנו, הסתמכותה של החברה על תזרימים מפרויקט זה יוצרת ריכוזיות גבוהה בהכנסות, אשר עלולה לפגוע בוודאות התזרימית ובגמישות הפיננסית של החברה. יחד עם זאת, עסקת גידור שנחתמה לפרויקט, המכסה 80% מייצור החשמל במחיר מוסכם מראש לתקופה של עשר שנים, מצמצמת באופן מהותי את תנודתיות תזרימים המזומנים בפרויקט. במקביל, מקדמת החברה ייזום, פיתוח והקמה של פרויקטים נוספים באיטליה וארה"ב, אשר עתידים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך השנים 2025-2027. להערכתנו, הפעלתם המסחרית של הפרויקטים צפויה לתרום לביזור מקורותיה התזרימיים של החברה ולהפחתת ריכוזיות ההכנסות.

### חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים ולסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

פרויקטי החברה ממומנים לרוב באמצעות שילוב של רכיב הון עצמי ורכיב חוב, על ידי מימון בנקאי ו/או מוסדי (ברמת הפרויקט) ו/או ציבורי (ברמת הסולו). לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטים בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. עם זאת, 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. נציין, כי ביחס לחוב הפרויקטלי, רכיב מהותי 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 מטבעות. לפיכך, החברה חשופה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על כדאיות ורווחיות הפרויקטים. 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, מלבד ישראל (מדורגת Baa1, אופק שלילי), בין היתר, הולנד (Aaa, אופק יציב), ספרד (Baa1, אופק חיובי), איטליה (Baa3, אופק חיובי) וארה"ב (Aa1, אופק יציב) (דירוגי Moody's).

## השריפה שפרצה בפרויקט טלאסול ואלומיי סולאר הביאה לפגיעה מסוימת בציוד המותקן בפרויקטים

ביום 20.07.2024 פרצה שריפה באזור הפרויקטים טלאסול ואלומיי סולאר, אשר גרמה לפגיעה מסוימת בציוד המותקן, בתוך יממה, כ-90% מהציוד חובר מחדש לרשת. במהלך תקופת המעקב, בוצעו תיקונים לציוד הנותר, פרויקט אלומיי סולאר חזר לפעילות סדירה, ופרויקט טלאסול קרוב לתפוקת המלאה, כאשר חזרה לפעילות מלאה צפויה בטווח הקרוב. נציין, כי מתקני ה-PV מבוטחים בפוליסות ביטוח המכסות נזקים ישירים ועקיפים, לרבות אובדן הכנסות. בהתאם לכך, הגישה החברה תביעות לחברת הביטוח. לדברי החברה, התקבלו תשלומים עבור תיקון המתקן וכן פיצוי בגין אובדן הכנסות עבור מרבית תקופת ההשבתה.

## מחירי החשמל הנמוכים בספרד פגעו בהכנסות החברה, אך אלו צפויות להתאזן באמצעות הפעלתם של פרויקטים חדשים

בשנים האחרונות החברה נמצאת בתהליך צמיחה, תוך האצת ייזום ורכישת פרויקטים, ובכלל זה, ייזום והקמת פרויקט PV נוספים באיטליה, ספרד, ישראל וארה"ב. בשנת 2024 עמדו הכנסות החברה על כ-40 מיליון אירו, לעומת כ-49 מיליון אירו בשנת 2023. הקיטון בהכנסות נובע מירידה במחירי החשמל בספרד לעומת שנת 2023, וכן מירידה בהיקף אספקת החשמל לרשת החשמל בספרד, על רקע השרפה שפרצה בפרויקטים, כמפורט לעיל. אנו מעריכים כי מחירי החשמל באירופה יישארו נמוכים באופן יחסי בשנים הקרובות וישפיעו לשלילה על הכנסות החברה. עם זאת, הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים צפויה לקזז באופן מסוים את השפעת ירידת המחירים, כך שלהערכתנו, הכנסות החברה צפויות לעלות בצורה מתונה בשנים 2025-2026 לטווח שבין 50-54 מיליון אירו.

## רכישת החזקות נוספות בדוראד על ידי אלומיי לוזון, במקביל לפסק בורות בין בעלי המניות

אלומיי לוזון תשתיות אנרגיה בע"מ (להלן: "אלומיי לוזון"), המוחזקת בשרשור בשיעור של 50% על ידי החברה, ומחזיקה בזכויות בתחנת הכוח דוראד, השלימה ביום 22.07.2025 רכישה של כ-15% ממניות דוראד. הרכישה בוצע במסגרת מימוש זכות סירוב ראשונה שניתנה לבעלי מניות דוראד, בעקבות החלטת זורלו (Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.S) למכור את החזקותיה. בתחילה נחתם הסכם שלפיו אלומיי לוזון ואדלקום בע"מ (להלן: "אדלקום") ירכשו כל אחת 7.5% מהמניות, אך בעקבות אי-עמידת אדלקום בתנאי הסגירה, בוטל ההסכם ואלומיי לוזון רכשה את מלוא ה-15% לבדה, בתמורה לסך של כ-424 מיליון ₪ (כ-108 מיליון אירו), אשר מומנה באמצעות הלוואות בנקאיות. בהמשך לכך, ביום 27.07.2025 הגישה אדלקום תביעה לבית השפט נגד דוראד, אלומיי לוזון, זורלו ובעלי מניות נוספים, בדרישה לבטל את המכירה לאלומיי לוזון ולחייב את העברת המניות לידיה. במקביל לכך, ביום 20.07.2025 הגישה אדלקום בקשה לצווים זמניים וצווי מניעה, אשר נדחתה, ולאחר מכן הודיעה על משיכתם חזרה ביום 03.08.2025. ביום 04.08.2025 קיבל בית המשפט את ההודעה, ביטל את הדיון שתוכנן ליום 13.08.2025, והורה למשיבים, וביניהם אלומיי לוזון, להגיש את תגובתם עד ליום 06.08.2025.

בנוסף, בחודש נובמבר 2024, בהמשך לפסק הבוררות בנוגע לניפוח עלויות ההקמה, בתביעה שהוגשה על ידי יתר בעלי המניות בדוראד נגד זורלו ואדלקום בע"מ (להלן: "הנתבעים"), קבע הבורר כי על הנתבעים לשלם לדוראד סך של כ-94 מיליון דולר, בתוספת ריבית והצמדה בהיקף של כ-35 מיליון דולר בנוסף לתשלום הוצאות משפטיות. נציין, כי במהלך חודש דצמבר 2024 העבירו הנתבעים את מלוא הסכום לדוראד.

## הסכם למכירת חלק מהפורטפוליו הסולארי באיטליה לחברת כלל וקבלת מימון פרויקטלי לפעילות

ביום 09.04.2025 דיווחה החברה על חתימת הסכם למכירת 49% מהפורטפוליו הסולארי שלה באיטליה, בהספק כולל של כ-198 מגה-וואט, לכלל ביטוח בע"מ וחברות קשורות בבעלותה (להלן: "כלל"). במסגרת ההסכם, תשקיע כלל סך כולל של כ-52 מיליון אירו, ובמקביל הוקמה שותפות מוגבלת ישראלית חדשה, אשר החברה מחזיקה ב-51% מהזכויות בה וכלל ב-49% הנותרים. השותפות הישראלית הינה בבעלות מלאה של ישות שהוקמה לאחרונה בלוקסמבורג, אליה העבירה חברת בת של אלומיי את מלא הון המניות המונפק והנפרע של שבע חברות פרויקט איטלקיות, המחזיקות בפורטפוליו של פרויקטים סולאריים עם הספק מצטבר של כ-198 מגה-וואט. הפורטפוליו כולל מתקנים סולאריים מניבים בהספק מצטבר של כ-38 מגה-וואט ופרויקטים סולאריים אשר הגיעו לשלב "מוכן להקמה" (Ready-To-Build) בהיקף כולל של כ-160 מגה-וואט. במקביל לעסקה, נחתם הסכם מימון מול גוף מוסדי אירופאי לצורך מימון הקמת הפורטפוליו כולו, לרבות המתקנים המניבים, בהיקף של כ-198 מגה-וואט. המימון יינתן לתקופה של 23 שנים,

בריבית שנתית קבוע של כ-4.5%.

### עיכובים משמעותיים בלוחות הזמנים להקמת פרויקט אגירה שאובה

הקמת פרויקט האגירה השאובה בצוק מנרה, בהספק של כ-156 מגה-וואט ומוחזק (בשרשור) בשיעור של כ-83.34% על ידי החברה, נעצרה כליל עם פרוץ מלחמת חרבות ברזל ביום 07.10.2023, בשל קרבתו לגבול הצפון ובהוראת משרד הביטחון. לאחר תקופה ממושכת של השבתה, חודשה לאחרונה פעילות ההקמה בפרויקט. הפרויקט נהנה מהגנה רגולטורית במסגרת האסדרה התעריפית (אמות מידה תומכות מימון). במסגרתה אישרה רשות החשמל דחיית מועדים של 16 חודשים, ביחס למועד ההפעלה המקורי אשר היה צפוי במחצית הראשונה של שנת 2027. החברה ושותפתה אמפא בע"מ השלימו את השקעת ההון העצמי הדרוש, והיתרה ממומנת באמצעות קונסורציום מלווים, בהיקף של כ-1.18 מיליארד ₪. נכון למועד הדוח, תרחיש הבסיס של מידרוג לא לוקח בחשבון את הפעלתו המסחרית של הפרויקט בשנים הקרובות.

### לחברה תכנית השקעות משמעותית ומאתגרת, הצפויה לאפשר את המשך צמיחתה המואצת

לחברה תכנית השקעות רחבה ומאתגרת, הכוללת הקמה ופיתוח של פרויקטים באיטליה וארה"ב. תכנית ההשקעות הובילה לגידול משמעותי ב-Capex של החברה בשנים האחרונות, וצפויה להמשיך ולהשתקף ברמות השקעה גבוהות גם בשנים הקרובות. בהתאם לכך, היקף ה-Capex לשנים 2025-2027 צפוי לנוע בטווח שבין 85-125 מיליון אירו, זאת בהשוואה לכ-73 מיליון אירו בשנת 2024. חלק ניכר מההשקעות העתידיות צפוי להתמקד בפרויקטים באיטליה וארה"ב. יתרות הנזילות של החברה, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הון או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה של החברה.

### צפי לצמיחה ב-EBITDA לאחר הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים

בשנת 2024 הסתכם ה-EBITDA המתואם<sup>17</sup> של החברה בכ-17.8 מיליון אירו, לעומת כ-19.1 מיליון אירו בשנת 2023. הירידה בהיקף ה-EBITDA נובעת, בין השאר, מירידה במחירי החשמל בספרד ומהשרפה שפרצה בפרויקטים טלאסול ואלומיי סולאר, כמפורט לעיל. בשנים 2025-2026 אנו צופים כי סך ה-EBITDA ינוע בטווח שבין 20.0-25.0 מיליון אירו, וזאת על רקע כניסתם הצפויה להפעלה מסחרית של פרויקטים נוספים באיטליה וארה"ב. נציין, כי יחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים ביחס לקבוצת הייחוס ואינם תואמים את רמת הדירוג הנוכחית. הנושא בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עלה מכ-23.0 בשנת 2023 לכ-28.8 בשנת 2024. ההרעה נובעת מהירידה בהכנסות ומהעלייה המשמעותית בהיקף החוב בשנת 2024, כפי שיפורט בהמשך. אנו מעריכים כי במהלך השנים 2025-2026 צפוי יחס החוב ל-EBITDA לנוע בטווח של 25.0-30.0. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי כיסוי החוב באופן מהותי, אולם אנו מצפים כי עם כניסתם של פרויקטים נוספים בשנים הקרובות להפעלה המסחרית, ישתפר קצב יחסי הכיסוי.

### שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס בענף

בשנת 2024 הציגה החברה רווח תפעולי מותאם<sup>17</sup> בשיעור של כ-4.8%, לעומת שיעור רווחיות של כ-6.3% בתקופה המקבילה אשתקד וכ-6.7% בשנת 2022. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקר בשל ירידה ברווח הגולמי, כמפורט מעלה, לצד עליה בהוצאות הנהלה וכלליות. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו, נאמד על כ-0.1 בשנת 2024, לעומת כ-0.8 בשנת 2023 וכ-1.0 בשנת 2022. נדגיש, כי בשנים 2022-2023, הושפע היחס לחיוב כתוצאה מהכנסות מימון מהותיות בגין רווחים משינויי שערי חליפין. אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות הרווחיות תישאר נמוכה, בין היתר, בשל צפי לסביבת מחירי חשמל נמוכה באירופה. להערכתנו, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון יוותר חלש וינוע בטווח שבין 0.0-1.0.

<sup>17</sup> כולל חלק החברה בדיבידנד שהתקבל מדוראד וכולל פיצוי הכנסות מביטוח.

### רמת מינוף מאזני גבוהה ביחס לחברות השוואה, אשר צפויה להתמתן מעט בשנות התחזית

החברה פועלת באמצעות החזקות בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין ברמות מינוף גבוהות, הנעות בטווח של כ-50%-85%. רמת המינוף המאזני של החברה, אשר באה לידי ביטוי ביחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים של החברה (CAP), מצויה במגמת עלייה בשנים האחרונות. יחס זה עמד על כ-79.6% בסוף שנת 2024, לעומת כ-77.5% בסוף שנת 2023. העלייה נבעה, בין היתר, מהנפקת והרחבות סדרת אג"ח ו' בהיקף כ-330 מיליון ₪. בשנת 2025 צפויה ירידה מסוימת ביחס המינוף, חרף גיוס אג"ח נוסף (סדרה ז') בהיקף של כ-215 מיליון ₪ בחודש פברואר 2025, וזאת על רקע גיוס הון בהיקף של כ-50 מיליון ₪ (כ-12.5 מיליון אירו) שבוצע ברבעון הראשון, וכן השקעת כלל בפורטפוליו החברה באיטליה, בהיקף של כ-52 מיליון אירו (כ-200 מיליון ₪), אשר צפויה לתרום לעיבוי ההון המאוחד של החברה. בהתאם לכך, יחס החוב ל-CAP צפוי לנוע בטווח של כ-74%-72% בסוף שנת 2025. בשנים 2026-2027 צפויה עלייה נוספת ברמת המינוף, בין השאר, כתוצאה מגיוסי חוב פרויקטליים לצורך מימון פרויקטים הנמצאים בשלבי הקמה, כאשר יחס החוב ל-CAP צפוי לנוע בטווח שבין 75%-79%. נדגיש, כי החברה חתמה על הסכם PPA לגידור מחירי החשמל בטלאסול. מבחינה חשבונאית, ההסכם מטופל כגידור תזרימי מזומנים, ולכן שינויים בשווי ההוגן שלו מוכרים במסגרת רווח כולל אחר ואינם משפיעים על הרווח הנקי, אך עשויים להשפיע באופן מהותי על ההון העצמי המאוחד של החברה בשל תנודתיות במחירי החשמל ובשווי ההוגן של הגידור.

### מדיניות פיננסית הכוללת החזקת יתרות נזילות מספקות

לחברה יתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על כ-35 מיליון אירו במאוחד, נכון לדוח הכספי מיום 31 למרץ 2025. 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. להערכתנו, החברה צפויה לשמור על מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות של סדרות האג"ח. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד, כאשר בהתאם לדברי הנהלת החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות.

### שיקולים נוספים לדירוג

#### גמישות פיננסית הנתמכת ביכולת למכור או למנף נכסים נוספים

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית טובה ונגישות גבוהה לשוק ההון, כפי שמשתקף ביכולתה לבצע גיוסי הון וחוב בשנים האחרונות. נכון למועד הדוח, הפרויקטים שבבעלותה בארה"ב אינם ממונפים, ופרויקטי הביו-גז בהולנד נושאים יתרות חוב נמוכות יחסית. בנוסף, החברה בוחנת מעת לעת אפשרויות להכנסת שותפים בפרויקטים קיימים ולמימוש נכסים, וכבר ביצעה בעבר מהליכים מסוג זה, לרבות מכירת נכסים באיטליה ובישראל. יכולות אלו תורמות להרחבת הגמישות הפיננסית של החברה, ומעניקות לה יכולת להגדיל את הנזילות או להקטין את החוב והמינוף, בהתאם לצורך.

#### נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית נוכח החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים על נכסי הבסיס שלהם, לרבות התזרימים הנובעים מהן, אשר משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין, כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית הינם בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה. עם זאת, החברה חשופה באופן מסוים לריכוזיות ההכנסות מפרויקט טלאסול. להערכתנו, נחיתות זו צפויה להצטמצם במידה מסוימת בשנים הקרובות, עם תחילת הפעלתם המסחרית של פרויקטים הנמצאים בשלבי ההקמה באיטליה וארה"ב.

#### מבנה השליטה בחברה מאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

בעלי השליטה בחברה מר שלמה נחמה - יו"ר החברה (26.04%), קניר ל.פ. (18.91%), אשר השותף הכללי שלה נשלט על ידי מר רן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה והגב' ענת רפאל (1.85%), מאפשרים גיוסי הון, אשר תרמו להשקעות מהותיות בשנים

<sup>18</sup> באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

האחרונות. כמו כן, לדברי הנהלת החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות. להערכתנו, ככל ומדיניות בעלי השליטה בחברה תישאר עקבית, היא צפויה להמשיך ולתמוך בתוכנית ההשקעות של החברה, ולחזק את המשך צמיחתה, תוך שמירה על יחס הולם בין החוב להון.

### שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה העיקרית בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה מתחדשת (בפרט, טכנולוגיה פוטו-וולטאית, ביו-גז ואגירה שאובה), עם זאת לחברה גם יש אחזקה מהותית בתחנת הכח דוראד, שאיננה בליבת הפעילות. פרויקטים סולאריים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. לחברה חשיפה עקיפה לסיכוני אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. נציין כי סיכון זה ממותן באמצעות ביטוחים שונים. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטים סולאריים ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מרבית מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכוני ממשל תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

### מטריצת הדירוג<sup>[1]</sup>

תחזית מידרוג		LTM - 31.12.2024			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזמ"ז	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
Aa.il-A.il	---	Aa.il-A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Baa.il	790-960 מ' אירו	Baa.il	כ-677 מ' אירו	סך מאזן	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפיזור הג'ג	
A.il	---	A.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
Aa.il-A.il	11%-18%	Aa.il-A.il	15%	Capex/PPE	פרופיל פיננסי
B.il	25.0-30.0	B.il	28.8	חוב / EBITDA	
B.il	0.0-1.0	B.il	0.1	EBIT / מימון נטו	
Baa.il	72%-79%	Baa.il	79.6%	חוב/CAP	מדיניות פיננסית
A.il	---	A.il	---		
<b>Baa2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Baa1.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

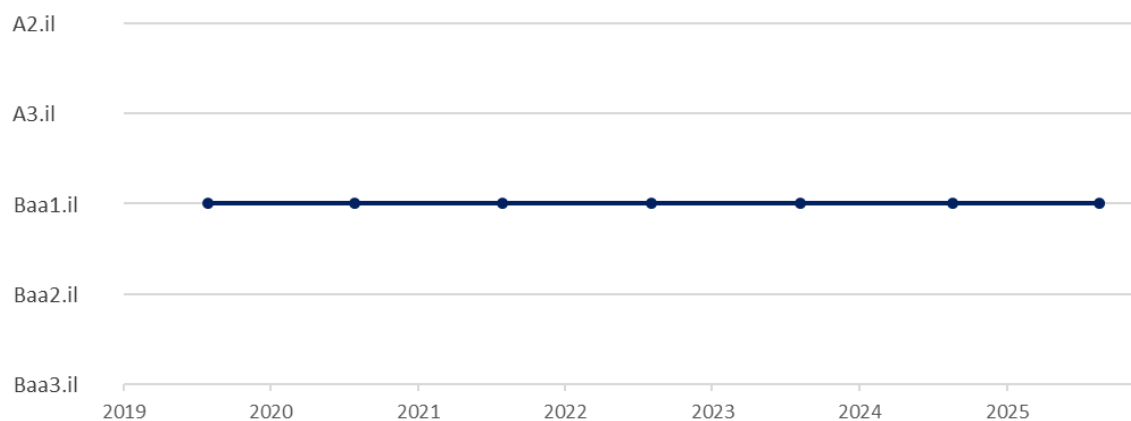
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

### אודות החברה

אלומיי קפיטל בע"מ עוסקת בפיתוח, הקמה, הפעלה והחזקה של מתקנים לייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ואנרגיות קונבנציונליות, בישראל, באירופה ובארה"ב. החברה התאגדה בשנת 1987 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך של ניו יורק (NYSE American) החל משנת 2011, ובבורסה לניירות ערך בתל אביב מאז שנת 2013. פעילותה המרכזית של החברה מתמקדת בייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת, בדגש על מתקנים סולאריים, מגזר אשר מהווה כיום את עיקר הכנסות החברה. במסגרת פעילות זו מחזיקה החברה בפרויקטים מניבים במדינות ספרד, איטליה וארה"ב. בנוסף, לחברה תחנות כוח מבוססות ביו-גז בהולנד, פרויקט אגירה שאובה בהקמה בישראל, והחזקה של כ-16.9% בתחנת הכוח דוראד. בעלי השליטה בחברה הינם מר שלמה נחמה - יו"ר החברה (26.04%), קניר לפ (18.91%), אשר השותף הכללי שלה נשלט על ידי מר רן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה והגב' ענת רפאל (1.85%). גרעין השליטה הנ"ל מחזיק כ-46.80% ממניות החברה. כ-39.35% נוספים מוחזקים על ידי גופים מוסדיים והיתרה הינה החזקת ציבור.

<sup>19</sup> באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

## היסטורית דירוג



## דוחות קשורים

[אלומיי קפיטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - 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](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

26.08.2025	תאריך דוח הדירוג:
21.08.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
29.08.2019	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלומיי קפיטל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלומיי קפיטל 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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").

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 בדבר 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, 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 שנמסרו או נוצרו 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 ומדיקים. 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 לתקף 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](http://www.midroog.co.il).