

דליה חברות אנרגיה בע"מ¹

מעקב ופעולת דירוג | נובמבר 2025

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
robert.a@midroog.co.il

שרון שלוח

ראש צוות, מעריכת דירוג משנית
sharon.c@midroog.co.il

איריס שדה אור, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
iris.s@midroog.co.il

¹ מר שלומי שוב נתן בעבר ועשוי לתת גם בעתיד ייעוץ למשק אנרגיות מתחדשות בע"מ (מחזיקה בכ-40.67% ממניות דליה חברות אנרגיה בע"מ), וכן מכהן כדח"צ במידרוג בע"מ. אין למר שוב כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

דליה חברות אנרגיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות

מידורג מותירה על כנו דירוג A3.il לחברה ולסדרות האג"ח א' ו-ב' שהנפיקה דליה חברות אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידורג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לסדרת אג"ח ג', אשר צפויה לגייס החברה בסך של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב באמצעות הנפקת סדרה חדשה. תמורת גיוס אגרות החוב תשמש את החברה לצרכיה השוטפים, לרבות מימון השקעות בפיתוח והקמה של פרויקטים.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
דליה אגח א	1184951	A3.il	יציב	30.09.2031
דליה אגח ב	1193598	A3.il	יציב	01.10.2034

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי, המוערך על ידי מידורג כבעל סיכון בינוני. הסביבה הרגולטורית של הענף הינה מוסדרת ומעוגנת בחוק; (2) בהתאם לרפורמה במשק החשמל בכלל ובחח"י בפרט, ניכר כי הרגולטור מקדם מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר במקטע הייצור; (3) אישור הממשלה להרחבה והקמה של תחנות כוח חדשות בישראל; (4) חסמי כניסה גבוהים מאוד, המתבטאים, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות ורגולציה רחבה; (5) בעקבות זכייתה של החברה בהליך התחרותי לרכישת תחנת הכוח אשכול מידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י"), החברה מחזיקה בשני מקורות תזרימיים איכותיים, תחנת הכוח דליה, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "דליה אנרגיות כוח בע"מ" (להלן: "דליה") עם הספק מותקן של כ-912 מגה-וואט ותחנת הכוח אשכול, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "אשכול ייצור אנרגיות בע"מ" (להלן: "אשכול"), המוחזקת בשיעור של 75% על ידי החברה, עם הספק מותקן של כ-1,680 מגה-וואט. נציין, כי רכישת תחנת הכוח אשכול הובילה לשיפור מהותי בגמישות התפעולית והתזרימית של החברה, אולם, עדיין קיים סיכון מסוים בתזרים מזומנים הצפוי לנבוע משני נכסים בלבד, המורכבים משמונה יחידות ייצור; (6) לחברה סיכונים ואתגרים תפעוליים, הממומנים במידה מסוימת, לאור ניסיונו של קבלן התפעול והתחזוקה בפרויקט וההיסטוריה התפעולית של תחנת דליה, אשר בשנים האחרונות עומדת ביעדי ביצוע גבוהים, לרבות ייצור חשמל סדיר ורציף. בד בבד, אנו מעריכים כי הסיכון התפעולי של החברה עלה בעקבות רכישת תחנת אשכול, אשר יחידות הייצור בו ישנות בהשוואה ליחידות הייצור בתחנת דליה; (7) מעבר למשטר הפעלה למכירת 100% מהתפוקה של תחנת דליה ללקוחות פרטיים החל מיום 01.04.2022, אשר הגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם הגדיל את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים; (8) חשיפה לשינויים ברכיב הייצור בתחנת הכוח דליה; (9) ודאות תזרימית גבוהה באופן יחסי מהפעילות הצפויה בתחנת אשכול, אשר פועלת במסגרת מודל ה-SMP, לצד חשיפה לשינויים בתעריף החשמל וברגולציה; (10) הגדלה צפויה של נתח שוק החברה, אשר כוללת בין היתר, הקמת יחידת ייצור חדשה במחזור משולב מסוג H-class באשכול אבשל אנרגיות בע"מ (להלן: "אשכול הרחבה" ו/או "אבשל") ואת התוכנית להרחבת תחנת דליה בכ-850 מגה-וואט נוספים בדליה אנרגיות הרחבה (להלן: "דליה 2" ו/או "דליה הרחבה"); (11) עלייה במינוף החברה כתוצאה מרכישת תחנת אשכול והקמתן הצפויה של תחנות אבשל ודליה 2, לצד שיפור בפיזור תזרימי המזומנים והגיוון העסקי; (12) יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הבינוני מוערכת כטובה, נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת דליה. זאת, במקביל לגידול בהכנסות מתחנת אשכול; (13) יחסי כיסוי החוב החזויים של החברה צפויים להיחלש בשנים הקרובות, כתוצאה מהשפעות רכישת תחנת אשכול והקמתן הצפויה של אשכול הרחבה ודליה 2; (14) החלטת רשות החשמל בדבר פיקוח על תעריפים משלימים ושינוי מתודולוגית מנגנון קביעת מחיר ה-SMP; (15) מדיניות פיננסית

² [החלטת ממשלה במסגרת תוכנית לתשתית לאומית מיום 28.05.2023](#)

הכוללת המשך התמקדות בפיתוח תחנת דליה, לצד רכישה ותפעול של תחנת אשכול, ללא כוונה לבצע חלוקות דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות; (16) הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מספקת לטובת פירעון 12 חודשי שירות אגרות החוב; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לנכסי הבסיס העיקריים; (18) סיכון מהותי למימון מחדש בשנים הבאות בשל ההלוואות הקצרות שנטלה החברה עבור רכישת הקרקע והאופציה להקמת יחידת ייצור חדשה באבשל, הממותן באופן חלקי על ידי מספר מנגנונים פיננסיים ושעבוד נכסים מהותיים, וכן הגמישות הפיננסית של החברה; (19) לחברה מספר בעלי מניות המאופיינים באיתנות פיננסית, אשר תמכו בחברה בעת הצורך, בין היתר, דרך הזרמת הון לטובת רכישת תחנת אשכול, וצפויים להמשיך לתמוך גם בהמשך; (20) סיכוני הקמת תחנת אבשל, לצד סיכוני הקמת תחנת דליה 2; (21) להערכת מידרוג, החברה חשופה במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. פליטת גזי חממה בתהליך ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה פחותה באופן משמעותי לעומת ייצור בפחם. באופן דומה, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית ובפרט חשיפתה למגמות חברתיות ירוקות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל התאמות לדוחות הכספיים בהתאם לשיטת האיחוד היחסי של חברות כלולות (אשכול ואבשל), ניכרת עלייה מהותית בחוב הפיננסי. עלייה זו נובעת מהקמת תחנות הכוח החדשות דליה 2 ואבשל, אשר ימומנו במימון פרויקטלי (Non-Recourse). בהתאם לתרחיש הבסיס, רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו, צפויה לנוע בטווח של 70%-72% בשנת 2025. עם התקדמות ההקמות ומשיכות החוב הפרויקטלי, צפוי היחס לעלות לטווח שבין 74%-76% בשנים 2026-2027. במקביל, היקף ה-EBITDA צפוי להיוותר יציב ולנוע בטווח שבין 1.0-1.1 מיליארד ₪ בשנה בין השנים 2025-2027, בהתאם לכך, יחס החוב ל-EBITDA יעמוד על 7.0-8.0 בשנת 2025, ולאורך השנים 2026-2027 צפוי לעלות לרמה של 10.0-11.0. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT לעוצאות מימון נטו, צפוי להישאר יציב ולנוע בטווח שבין 1.5-2.0 במהלך שנות התחזית. כמו כן, הנחנו הוצאות Capex מהותיות בשנים 2026-2027, בעיקר לצורך הקמת יחידת המחזור המשולב באבשל, אשר תחליף את ארבע היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול והקמת דליה 2. נדגיש, כי במסגרת תרחיש הבסיס הנחנו כי תחנות הכוח דליה ואשכול יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים וללא תקלות מהותיות. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בקשר עם הקמות תחנות הכוח אבשל ודליה, ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם. נציין, כי חריגה מהיחסים הפיננסיים שהוגדרו בתרחיש הבסיס עלולה לפגוע בדירוג החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על חוזק ויציבות תזרים המזומנים, הנובעים מנכסי הבסיס ומהאסדרות התומכות.

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בנתח השוק של החברה, תוך יצירת גיוון ופיזור בתזרימי המזומנים של החברה
- שיפור מהותי ביחסי הכיסוי וברמת המינוף

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית ביחסי המינוף וביחסי כיסוי החוב לעומת הטווחים שהוגדרו בתרחיש הבסיס של מידרוג
- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- גידול מהותי בסיכוני הקמה של נכסי החברה
- פגיעה מהותית בדירוג נכסי הבסיס של החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים, באלפי ₪³:

31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025	
1,979,390	2,283,579	2,704,343	2,213,525	2,067,659	הכנסות
23.6%	20.6%	19.8%	22.1%	20.3%	שיעור רווח תפעולי
140,226	744,135	494,668	203,254	307,651	מזומנים ושווי מזומנים ⁴
66.7%	64.9%	54.1%	54.3%	53.9%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
679,642	694,234	767,960	659,819	614,379	EBITDA
4,956,240	5,545,378	7,402,795	7,459,691	7,706,902	סך מאזן
190,184	96,335	92,565	50,124	397,109	Capex ⁵
5.2%	2.7%	2.7%	1.4%	10.8%	PPE/CapEx

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני, עם צפי להתחזקות התחרות על רקע הרפורמה במשק החשמל והתמיכה באנרגיות מתחדשות

החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי. היקף ייצור החשמל בישראל בשנת 2024 נאמד בכ-80.4 TWh, זאת ביחס ל-59.8 TWh בשנת 2011. ענף החשמל בישראל מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות לצד סיכונים תפעול גבוהים, ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. הסיכון ממותן לאור אסדרה תומכת במקטע הייצור. יחד 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 ליצרני חשמל פרטיים (להלן: "יח"פים") על מנת לקדם ייצור חשמל פרטי. בשנת 2014 עמד היקף ייצור החשמל של יח"פים על כ-16% מכלל החשמל המיוצר במשק, כאשר בסוף שנת 2024 עמד נתח היח"פים על כ-59% וב-2030 הוא צפוי לעמוד על כ-77%. הסיכון הענפי מושפע מסוג תעריף החשמל ו/או רכיב הייצור בכל הטכנולוגיות. בעוד שתעריף החשמל בחלק מהאסדרות של אנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך כל תקופת הרישיון, בתחנות הכוח הפוסיליות, אשר מוכרות חשמל באמצעות חוזים בילטרליים מול לקוחות פרטיים, קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, אשר נקבע על ידי רשות החשמל ומהווה את הבסיס לתעריף החשמל. כמו כן, בתחנות הכוח הללו קיימת הגנה מובנית בין הכנסות החברה להוצאות הגז של החברה, בשל הצמדת תעריף הגז לרכיב הייצור. למרות זאת, תיתכן חשיפה לתעריף הגז הטבעי, בשל מנגנון מחירי רצפה. סיכון נוסף ברמת הענף טמון בשינויי רגולציה, כגון עדכון מקבצי שעות הביקוש, כפי שפרסמה רשות החשמל ביום 28.08.2022⁶. נציין, כי העדכון הביא לפגיעה מסוימת בהכנסות וברווחיות החברה, כחלק מהשפעה רוחבית על כלל המחירים בשוק החשמל בישראל.

החברה מקדמת את הקמתן של שתי תחנות כוח חדשות בטכנולוגיה מתקדמת

בהתאם לדיווחי החברה, ביום 06.04.2025 קיבלה דליה הרחבה רישיון מותנה להקמת תחנת כוח בטכנולוגיה קונבנציונלית בהספק מותקן של כ-846 מגה-וואט, אשר נכנס לתוקף ביום 08.04.2025 עם מסירת הערבות הבנקאית בסך של כ-11 מיליון ₪ על ידי החברה. ברישיון המותנה שינתן נקבעו מועדים שונים, וזאת בהתאם להוראות התקנות, ביניהם: (1) הגעה לסגירה פיננסית עד 30 חודשים ממועד קבלת הרישיון המותנה; (2) הפעלה מסחרית של פרויקט ההרחבה לא יאוחר מ-36 חודשים ממועד הסגירה הפיננסית; (3) נקבע תוקף הרישיון המותנה לתקופה של 66 חודשים ממועד קבלתו. ביום 03.06.2025 נחתם בין דליה הרחבה, לבין בנק לאומי לישראל בע"מ ובנק דיסקונט לישראל בע"מ, הסכם להעמדת מסגרות אשראי כוללות בסך של 800 מיליון ₪ לטווח הקצר, וזאת לצורך קידום פעילויות עבור פרויקט דליה הרחבה. בנוסף, ביום 12.06.2025, חתמה דליה הרחבה על הסכם מחייב עם Siemens Energy

³ ללא איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

⁴ כולל פיקדונות לזמן קצר בתאגידים בנקאיים ואחרים.

⁵ מתואם בגין פירעון קרן התחייבויות חכירה, השקעות ברכוש קבוע וברכישת תאגידים.

⁶ [החלטה מספר 63609 בדבר עדכון מקבצי שעות ביקוש, רשות החשמל, אוגוסט 2022](#).

Global GmbH & CO. KG (להלן: "Siemens") לאספקת טורבינות הגז והקיטור וציוד נלווה להן. במסגרת ההסכם התחייבה Siemens, בין היתר, לספק את הציוד העיקרי במועדים שסוכמו ולעמידתו בביצועים שונים במסגרת בדיקות שייערכו בפרויקט ההרחבה, דליה הרחבה התחייבה לשלם את התמורה המוסכמת אשר תמומן בשלב הראשון מסכומים של הלוואות הגישור, ובשלב השני תמומן מכספי המימון של החוב הבכיר לאחר שייחתם. בהמשך לכך, ביום 20.08.2025 חתמה דליה הרחבה על הסכם רכש, תכנון והקמה (EPC), להקמת תחנת הכוח דליה 2, עם קבלן EPC, על פי הסכם ה-EPC, הקבלן יבצע את עבודות התכנון, רכש והקמה של תחנת הכוח (וכן יוסב לו הסכם אספקת הציוד עם חברת Siemens). דליה הרחבה אחראית להשגת ההיתרים והאישורים הנדרשים להקמה ולהפעלה של התחנה. מועד ההפעלה המסחרית נקבע ליום 31.12.2028 או תקופה של 35 חודשים ממועד מתן הודעת דליה הרחבה על התקיימותם של התנאים המתלים בהסכם ה-EPC. היקף ההשקעה הכולל בהקמת פרויקט דליה 2 לפי הספק מתוכנן של כ-850 מגה-וואט, יעמוד על סך של כ-3.8 מיליארד ₪ (לא כולל עמלות פיננסיות וריבית בזמן הקמה). ביום 09.11.2025 שילמה דליה הרחבה את התשלום הנדרש על ידי רשות מקרקעי לישראל בסך של כ-270 מיליון ₪ כדמי שימוש מהוונים עבור השימוש במגרש המיועד להקמת יחידת הייצור החדשה.

במקביל, מקדמת החברה את הקמתה של תחנת הכוח אבשל בחצר תחנת הכוח אשכול. ביום 09.04.2025 נכנס לתוקף סקר חיבור חיובי שהתקבל מנגה להתחייבות מנהל המערכת לשמירת מקום ברשת ליחידת הייצור החדשה באשכול. לאחר קיום שיחות בין אבשל ונגה, סוכמו עקרונות הדרישות הטכניות אשר יחולו על יחידת הייצור החדשה. ביום 19.05.2025, נחתם בין אבשל לבין בנק הפועלים בע"מ הסכם להעמדת מסגרות אשראי לטווח קצר של עד 12 חודשים, וזאת לצורך קידום פעילויות עבור הקמת יחידת הייצור החדשה בהספק של כ-850 מגה-וואט באבשל. בהמשך לכך, ביום 24.07.2025 חתמה אבשל על הסכם מחייב עם Siemens לאספקת טורבינות הגז והקיטור וציוד נלווה להן. במסגרת ההסכם התחייבה Siemens, בין היתר, לספק את הציוד העיקרי במועדים שסוכמו ולעמידתו בביצועים שונים במסגרת בדיקות שייערכו באבשל. אבשל התחייבה לשלם את התמורה המוסכמת אשר תמומן בשלב הראשון באמצעות הלוואות גישור, ובשלב השני תמומן מכספי המימון של החוב הבכיר לאחר שייחתם. בנוסף, ביום 20.08.2025 חתמה אבשל עם קבלן EPC על מזכר הבנות מחייב לחתימת הסכם EPC מפורט עד למועד המסוכם, אשר תנאיו יהיו דומים מכל הבחינות המהותיות לתנאי הסכם ה-EPC של דליה הרחבה, למעט שינויים לא מהותיים. לפי ההסכם המחייב, מועד ההפעלה המסחרית של אבשל נקבע לחודש יוני 2029, או תקופה של 35.5 חודשים ממועד מתן הודעת אבשל עם התקיימות התנאים המתלים לכניסת הסכם ה-EPC לתוקף. היקף ההשקעה הכולל בהקמת אבשל לפי הספק מתוכנן של כ-850 מגה-וואט, יעמוד על סך של כ-3.4 מיליארד ₪ (לא כולל העלות שהושקעה ברכישת הזכויות להקמת יחידת הייצור אבשל במועד רכישת תחנת אשכול ולא כולל עמלות פיננסיות וריבית בזמן הקמה). בהמשך לכך, ביום 11.09.2025 דיווחה החברה על חתימת הסכם ה-EPC המפורט לעיל מכוחו של מזכר ההבנות המחייב. כמו כן, ביום 18.09.2025, חתמו כל אחת מהחברות, דליה הרחבה ואבשל עם חברה קשורה ל-Siemens, על הסכם נפרד לביצוע תחזוקה כבדה של טורבינות הגז והקיטור והציוד הנלווה להן, אשר נרכשו מהיצרן.

להערכתנו, הקמתן של שתי תחנות כוח בעלות הספקים גבוהים מציבה את החברה בטווח הקצר-בינוני בפני מספר אתגרים משמעותיים. בראשם ניצבים צורכי המימון הנרחבים הנדרשים להשלמת הפרויקטים, אשר מובילים לירידה בגמישות הפיננסית ועלייה ברמות המינוף. בנוסף, החברה חשופה לאירועים רוחביים במשק העולמיים לעכב את תהליכי ההקמה, כגון: מחסור במומחים, עיכובים בשרשראות ההספקה, תנודתיות במחירי חומרי הגלם, שינויים רגולטורים וכן עליית עלויות מימון על רקע תנאי שוק משתנים. בהקשר זה נציין, כי חתימת החברה על הסכמי אספקת ציוד לתחנות מול תאגיד בעל ניסיון, לצד חתימה על הסכמי תחזוקה ארוכי טווח, מחזקת את הוודאות בנוגע להקמת התחנות. זאת במיוחד נוכח העלייה החדה שנרשמה לאחרונה בביקוש לציוד להקמת תחנות כוח, ובפרט לטורבינות, המביאה להארכת זמני האספקה ולתורים ממושכים. כמו כן, פרויקטים בהיקפים אלו עשויים לדרוש מאמצי ניהול מוגברים ולהכביד על משאבי ההנהלה בטווח הזמן הקרוב. למרות הפגיעה האפשרית בטווח הקצר, אנו מעריכים כי בטווח הארוך, הרחבת מקורותיה התזרימיים של החברה ותחזוקה בתחנות כוח יעילות הפועלות בטכנולוגיה מתקדמת ותחת אסדרות מוגדרות, יתמכו בוודאות התזרימית ובגיוון מקורות ההכנסה של החברה.

הסכמים ארוכי טווח לצד איכות ופיזור לקוחות הקצה, המלווים בחשיפה לתעריף רכיב הייצור בתחנת דליה

נכון למועד הדוח מחזיקה החברה, באמצעות תחנת דליה, בהסכמי PPA מול לקוחות קצה פרטיים שונים בהיקף של כ-100% מהספק התחנה, אשר זמין למכירה במשטר הפעלה של 100% זמינות משתנה ובטווחי זמן הנעים בין 5-10 שנים. להערכתנו, משטר הפעלה זה מגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם מעלה את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים ויוצר אי ודאות מסוימת בקשר עם מכירת מלוא מכסת הייצור. סיכון זה ממותן על ידי אפשרות מכירת עודפי חשמל לנגה, לצד זכאות לתשלומי זמינות משתנה, עבור הספק שלא נמכר ללקוחות פרטיים. בד בבד, לחברה קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, מחיר רכישת הגז הטבעי בתחנת דליה ומחיר מכירת החשמל ללקוחות הקצה צמודים לשינויים ברכיב הייצור. נציין, כי עלייה ברכיב הייצור מובילה לעלייה מקבילה בהכנסות החברה מתחנת דליה, ללא עלייה זהה בהוצאות התחנה, וזאת משום שהעלייה בהכנסות צמודה לרכיב הייצור, בעוד שההוצאות צמודות רק בחלקן, מאחר ולתחנת הכוח ישנן עלויות נוספות, נוסף על רכישת הגז. אולם, בהסכם אספקת הגז בתחנת דליה קיים מחיר רצפה מינימלי, בעוד שבהסכמי ה-PPA לא קיים מנגנון זהה. העדר הסימטריות בין שני ההסכמים יוצר חשיפה מסוימת לשינויים ברכיב הייצור של חברת החשמל. עם זאת, להערכתנו, החברה צפויה ליהנות מיציבות תזרימית, נוכח היקפם ואורכם של ההסכמי ה-PPA, עם איכות ופיזור נרחב של לקוחות הקצה בתחנת דליה.

ודאות תזרימית גבוהה באופן יחסי, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל למנהל המערכת במסגרת פעילות רגולטורית

במודל ה-SMP בתחנת אשכול, לצד חשיפה לשינויים בתעריף החשמל

פעילות החברה באחזקתה בתחנת אשכול, הינה במסגרת אסדרת רשות החשמל, לפיה התחנה, אשר מוחזקת על ידי החברה בשיעור של 75%, תעמיד את מלוא ההספק הזמין בפועל למנהל המערכת, וכן תייצר ותמכור חשמל למנהל המערכת בשוק חשמל תחרותי, בהתאם לעקרונות העמסה מרכזית. לפיכך, מלוא תזרים המזומנים של תחנת אשכול יתבסס 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 בתחנה, בשל קיומה של תלות ברכיב העלויות המשתנות בגין ייצור חשמל וההעמסה לרשת החשמל על ידי מנהל המערכת, בהתאם לתוכניות הייצור בפועל. נדגיש, כי להעמסת התחנה לרשת ולמכירת החשמל לנגה חשיבות רבה בפעילות התחנה, בין היתר, בשל קיומן של עלויות קבועות ומנגנון TOP⁷ שנתי בהסכמי הגז. לפיכך, רציפות הייצור והיקפיו מהווים נדבך משמעותי בתוצאותיה. אולם, קיומו של רכיב זמינות המהווה חלק מרכזי בהכנסות וברווחיות התחנה, לצד הישענותה על ההסכמי PPA ארוכי טווח אל מול מנהל המערכת, תומכים בדירוג. נציין, כי החברה חשופה, בין היתר, לשינויים אפשריים בתעריף החשמל המתקבל לפי מודל ה-SMP, כמפורט בהמשך.

החלטת רשות החשמל בדבר פיקוח על תעריפים משלימים

ביום 04.09.2024 פרסמה רשות החשמל החלטה לשימוע להתייחסות הציבור (להלן: "השימוע") לקביעת תקרת מחיר מקסימלי על תעריפי ההגנה המשולמים ליצרנים (להלן: "התעריף המשלים"), זאת במטרה ליצור מחירים תחרותיים והוגנות בתחרות המתפתחת בשוק החשמל בישראל. ביום 17.02.2025 פרסמה רשות החשמל את ההחלטה בשימוע⁸. ההחלטה, הכוללת קביעת תקרה לתעריפי ההגנה המשולמים ליצרנים, התקבלה מתוך ציפייה לשיפור מצב ההיצע במשק החשמל בעתיד. הרשות תמשיך לנטר את שוק האנרגיה, לבחון את התנהגות היצרנים ובהתאם לתוצאות תחליט האם להתיר או להדק את המגבלות בעתיד.

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה, ביום 25.06.2025 התקבלה החלטת דירקטוריון החברה, בדבר בחירת חלופת הפיקוח על התעריף המשלים, לאחר ששקל את שתי חלופות הפיקוח האפשריות על התעריף המשלים שבהחלטה, לבחור בחלופה בעלת הכדאיות הכלכלית העדיפה לחברה, לפיה תקרת התעריף המשלים תהא לפי תוספת של פי 1.6, אשר תחול על כל יחידות הייצור

⁷ Take or pay

⁸ החלטה מספר 70502 - קביעת תעריף מפוקח לתשלומים הנוספים באסדרת השוק, ליצרנים המחזורים או המשולבים ברשת ההולכה, רשות החשמל, פברואר 2025.

(היחידות הקיטוריות ויחידות המחז"מ) של החברה. החלופה שנבחרה תחול רטרואקטיבית מיום רכישת יחידות הייצור ועד למועד ההודעה למנהל המערכת, ובהתאם תבוצע התחשבות רטרואקטיבית עם מנהל המערכת.

בד בבד, להערכת החברה, בעקבות ההתחשבות הרטרואקטיבית בקשר עם בקרת העלויות לגבי היחידות הקיטוריות ובקשר להתחשבות החברה בגין בחירה בחלופת התוספת של פי 1.6 עבור המחז"מים, החברה צפויה להשיב למנהל המערכת סכום חד פעמי, שנאמד בכ-200 עד 260 מיליון ₪, מתוך הסכומים שצברה החברה מתקבולים ממנהל המערכת החל ממועד תחילת הפעלת יחידות הייצור באתר אשכול ועד ליום 31.05.2025. החברה פנתה למנהל המערכת בבקשה להאריך את תקופת ההחזר ללא ריבית והצמדה על פני 24 חודשים, וזאת בהתאם להוראות ההחלטה.

שינוי מתודולוגית מנגנון קביעת מחיר ה-SMP

במסמך מיום 29.08.2024⁹, פנה מנהלת המערכת בהליך שיתוף הציבור בנושא עדכון מתודולוגיות חישוב מחיר השוק בשיטת SMP. בכוונת נגה, לאחר קבלת הערות מהציבור ובכפוף לאישור רשות החשמל, להיערך לקבלת החלטה בנוגע למודל הנבחר עד לסוף שנת 2025 ולהתחיל ביישום בפועל בשנת 2026. על פי נגה, אחד האתגרים בשוק החשמל הוא ריבוי רגולציות של הפעלת יחידות ייצור של יצרנים פרטיים, לצד הפעלת יחידות ייצור של חח"י בכל הנוגע לפעילות במקטע הייצור, כאשר בשיטה הנוכחית נוצר פער בין המחיר הנקבע במכרז לבין העלות האמיתית, והתוצאה היא ייקור מחיר החשמל לציבור. כמו כן, מתודולוגית החישוב החדשה צפויה להתחשב בגידול ניכר בייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, מתקני אגירה ועוד. שינוי השיטה חשוב הן לשוק הייצור הסיטונאי והן לשוק האספקה, כאשר מחיר ה-SMP מהווה בסיס לקביעת מחיר החשמל בשווקים אלה. נכון למועד הדוח, טרם התקבלה החלטה בדבר עדכון לשיטת החישוב הקיימת של מחירי ה-SMP.

צפי לצמיחה מהותית בהכנסות לצד עליה ברמת המינוף המאזני והיחלשות ביחסי הכיסוי בשנים הקרובות

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, עלייה במינוף הכולל של החברה, על רקע התוכניות להקמת יחידת ייצור חדשה באבשל, לצד הקמת תחנת דליה 2. כמו כן, אנו מניחים כי תחנת דליה ותחנת אשכול יעמדו ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. בהתאם לתרחיש הבסיס, רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו, צפויה לנוע בטווח של 72%-70% בשנת 2025. עם התקדמות הקמת התחנות ומשיכות חוב פרויקטלי, צפוי היחס לעלות לטווח שבין 74%-76% בשנים 2026-2027. אנו מניחים כי ה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-768 מיליון ₪ בשנת 2024¹⁰, לטווח שבין 1.0-1.1 מיליארד ₪ בשנה בין השנים 2025-2027. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד על 4.8¹¹ בשנת 2024, צפוי להיחלש בשנים הקרובות ולעמוד על 7.0-8.0 בשנת 2025, ולאורך השנים 2026-2027 צפוי לעלות לרמה של 10.0-11.0. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו צפוי לנוע בטווח שבין 1.5-2.0 בשנים 2025-2027. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex מהותיות בשנים 2026-2027, שינועו בטווח שבין 1.5-4.5 מיליארד ₪ לשנה, בעיקר לצורך הקמת אבשל, אשר תחליף את ארבע היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול וכן הקמת דליה 2.

אנו מעריכים כי לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה, זאת לאור רווחיותה ואיתנותה של תחנת דליה ולנוכח ההכנסות המהותיות הצפויות מתחנת אשכול. בשנת 2024 עמדו הכנסות החברה על כ-2.7 מיליארד ₪ ואלו צפויות לעלות מהותית בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 3.2-3.4 מיליארד ₪ בשנה¹², בזכות התזרים הצפוי מתחנת אשכול. להערכתנו, בטווח הבינוני-ארוך, מעל ל-60% מהכנסות החברה ומה-EBITDA שלה יבועו מתחנת דליה והיתרה מתחנת אשכול. להערכתנו, בטווח הארוך, ככל ותשלים את הרחבת אשכול ודליה, צפויה החברה להנות מעלייה מהותית בפיזור ואיכות ההכנסות.

⁹ נגה משתפת את הציבור במתווה לשינוי מחיר השוק הסיטונאי SMP, אוגוסט 2024.

¹⁰ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

¹¹ ללא איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

¹² ההכנסות כוללות איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

מדיניות פיננסית הולמת, הכוללת התמקדות בהמשך פיתוח תחנת דליה ותחנת אשכול והצהרת החברה בנוגע לאי

חלוקת דיבידנד בשנים הקרובות

החברה הצהירה, כי אין בכוונתה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות, וזאת בשל רכישת תחנת אשכול וצרכי החברה השוטפים להקמת התחנות אבשל ודליה 2. כמו כן, בתרחיש מידורג, ובהתאם לדברי החברה, הונחה הזרמת הון בגובה של 250 מיליון ש"ח עבור הקמת דליה 2. בהקשר זה נציין, כי בהתאם להסכם הלוואות הגישור לדליה 2, יינתנו ערבויות בנקאיות אוטונומיות על ידי כל אחד מבעלי מניות החברה לטובת שני הבנקים בסך כולל של כ-250 מיליון ש"ח לצרכי ההון בפרויקט. להערכת מידורג, תמיכת הבעלים לצד היסטוריית הזרמות הון תומכים בדירוג החברה. כמו כן, אנו מעריכים כי גמישותה הפיננסית של החברה הינה נמוכה יחסית כיום, בין היתר, בשל שיעבוד מלא של תחנת דליה ושל תחנת אשכול. כאמור לעיל, החברה צפויה לגייס מימון נוסף בהיקפים משמעותיים בעקבות הצורך בתכנון והקמת אבשל ודליה 2. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות בחברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

נכון ליום 30.09.2025 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-308 מיליון ש"ח, כאשר רוב הסכום הינו בסולו. כמו כן, נכון למועד כתיבת הדוח, המדיניות הפיננסית של החברה כוללת, בין היתר, את הצהרת החברה, כי היא תשמור על יתרות נזילות מינימליות של לפחות 12 חודשי שירות אגרות החוב (קרן וריבית) ברמת הסולו וכ-90 מיליון נוספים לכל הפחות ברמת המאוחד.

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה בשל החזקתה הנוכחית והצפויה בפרויקטים עם חוב בכיר

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקט עם חובות בכירים. נכס הבסיס בחברות הבת, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים בכל תחנה. כמו כן, חלוקת העודפים בפרויקטים כפופה לעמידה במבחנים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית הינם בעלי מרווח מספק ביחס למבחנים לחלוקת העודפים לחברה. להערכתנו, סיכון הנחיתות ממותן בחלקו על ידי פיזור של 2 תחנות כוח, הכוללות 8 יחידות ייצור בסה"כ וכן יישום אסטרטגיית החברה בקשר עם הקרקע שנרכשה כחלק מתחנת אשכול.

סיכון מימון מחדש מהותי בשנים הבאות, אשר ממותן באופן חלקי על ידי מספר מנגנונים

בהתאם למתווה המימון לרכישת תחנת אשכול, החברה גייסה הלוואות לטווח קצר, אשר עשויות להוביל לעומס פירעונות משמעותי בשנים 2027-2029. להערכת מידורג, סכום הלוואות אלו צפוי להוות תשלום משמעותי ויוצר סיכון של מימון מחדש, אשר ניצב בפני החברה במהלך שנים אלו. להערכתנו ועל פי תרחיש הבסיס, סיכון המימון מחדש ממותן חלקית על ידי מאפייני החוב, אשר גויס על ידי אשכול כחוב נון-ריקורס לחברה. בנוסף, הסיכון צפוי להיות ממותן על ידי האפשרות להמיר חלק מההלוואות לזמן קצר בהלוואות לזמן ארוך במסגרת החוב שילקח עבור הרחבת אשכול. כמו כן, הסיכון ממותן על ידי המדיניות הפיננסית והאסטרטגיה העסקית של החברה, כמפורט לעיל.

מספר בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית עם היסטוריה של הזרמת כספים, המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי

המניות

לבעלי המניות הנוכחיים של החברה היסטוריה של הזרמת כספים לצורך פיתוח תחנות כוח בקבוצה. להערכתנו, חלק מבעלי המניות הנוכחיים הינם בעלי איתנות פיננסית ואינם בעלי צרכים תזרימיים מיוחדים, אשר מחייבים העלאת דיבידנדים מהותיים, ועל כן יהיה ניתן בעת הצורך לעדכן את מדיניות הדיבידנד על פי צרכיה של החברה ובהתאם לתוכניות האסטרטגיות. להערכתנו, מבנה הבעלות הנוכחי מאפשר איזון בין בעלי החוב לבעלי המניות, לרבות הזרמת הון נוסף לטובת השקעות נדרשות, לצד קביעת מדיניות חלוקת דיבידנדים בעתיד בהלימה טובה למאפייני הפעילות של החברה ולצרכיה. הנושא בא לידי ביטוי, בין היתר, בהזרמת הון מהותית מצד הבעלים לטובת רכישת תחנת אשכול, כמפורט לעיל.

סיכויי הקמת יחידת הייצור החדשה באשכול, לצד הרחבת תחנת דליה

להערכתנו, הקמתה של יחידת הייצור החדשה במחזור משולב מסוג H-Class באבשל, צפויה להציב בפני החברה סיכון הנובע מהשפעות עיכובים אפשריים בלוחות הזמנים של הקמת הפרויקט, תוך דחייה במועד הפעלתו. במקביל, אנו מעריכים כי הרחבתה של תחנת דליה, צפויה ליצור סיכון הקמה נוסף, כאשר החברה תקים 2 תחנות כוח במקביל. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות בחברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידורג, החברה חשופה במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. 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 עד לשנת 2025. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית מסוימת, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את התלות בגז. באופן דומה, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית ובפרט חשיפתה למגמות חברתיות ירוקות. בנוסף, אנו מעריכים כי החברה חשופה לסיכונים חברתיים בהקשרי ייצור אחראי והצורך בשמירה על אמינות אספקת החשמל. סיכונים אלו ממותנים לאור היסטוריה תפעולית חיובית של פעילות החברה. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לנושאי ממשל תאגידי הינה נמוכה-בינונית, בזכות בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית, המאפשרים איזון בין בעלי המניות לבעלי חוב.

אודות החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ התאגדה ביום 22.10.2020 כחברה פרטית. החברה פועלת בתחום ייצור חשמל ואספקתו בישראל, ובכלל זה ייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח, וכן ייצור חשמל ואספקתו ללקוחות פרטיים ולמנהל המערכת. נכון למועד הדוח, חברת משק אנרגיה - אנרגיות מתחדשות בע"מ, מחזיקה בכ-40.67% ממניות החברה. בנוסף, החברה מוחזקת על ידי חירם-אפסילון בע"מ בשיעור של כ-25.65%, דניאל קיסריה החזקות בדליה ש.מ בשיעור של כ-20%, א.א.אינט-אנרג'י גרופ בע"מ בשיעור של כ-8.67% ואורות אנרגיה החזקות ש.מ בשיעור של כ-5%. החברה מחזיקה ב-100% ממניות תחנת דליה, תחנת כוח הכוללת שתי יחידות נפרדות בעלות הספק מותקן כולל של כ-912 מגה-וואט, אשר החלה את הפעלתה המסחרית בשנת 2015. תחנת דליה פועלת תחת אסדרה 13241. בנוסף לתחנת דליה, החברה מחזיקה בתחנת אשכול בשיעור של 75%. אשכול יצור אנרגיות בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה בישראל בשנת 2024, במטרה לרכוש, להפעיל ולתחזק את תחנת הכוח אשכול. ביום 03.06.2024 הושלמה מסירת תחנת הכוח אשכול מחח"י לאשכול ייצור אנרגיות. תחנת הכוח אשכול כוללת 2 יחידות ייצור בטכנולוגיית מחזור משולב (מחז"מ), המספקות יחדיו כ-752 מגה-וואט ו-4 יחידות קיטוריות המספקות יחדיו כ-850 מגה-וואט. אשכול פועלת בתחום פעילות אסדרת מודל שוק, ומוכרת את החשמל למנהל המערכת בלבד.

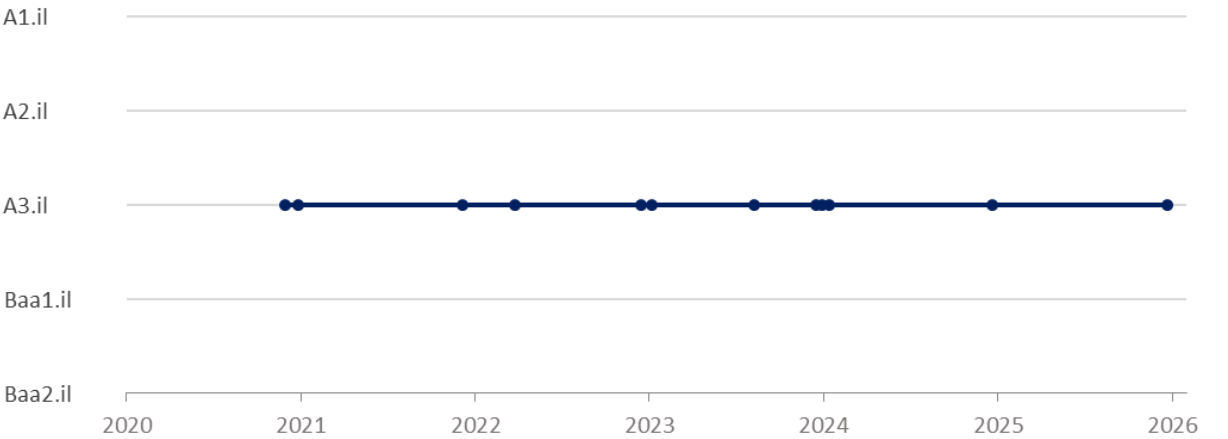
¹³ לפי החלטה מס' 2 מישיבה 241 מיום 02.12.2008 - הסדרה תעריפית ליצרן חשמל פרטי קונבנציונלי של רשות החשמל, כפי שתוקנה.

מטריצת הדירוג^[1]

תחזית מידרוג **		ליום 30.09.2025 *LTM			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
Aa.il	---	Aa.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aa.il	15.1 מיליארד ₪	A.il	7.7 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Baa.il-A.il	---	Baa.il-A.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	16.0%	Aa.il	12.0%	Capex/PPE	רווחיות
A.il	9.6	A.il	5.1	חוב ברוטו / EBITDA	
Baa.il	1.8	A.il	4.8	EBIT / Int	
Baa.il	73.9%	A.il	53.9%	חוב/ CAP	פרופיל פיננסי
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.
* ללא איחוד יחסי של תוצאות אשכול.
** כולל איחוד יחסי של תוצאות אשכול.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דליה חברות אנרגיה בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג פרויקטים לייצור חשמל - דוח מתודולוגי, פברואר 2025](#)

[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, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20.11.2025	תאריך דוח הדירוג:
25.12.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.12.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דליה חברות אנרגיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דליה חברות 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 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 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 לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים 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 החלטת 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, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר 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 ההנפיקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפיקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיות 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 אמינים ומדויקים. 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 אינו 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.