

דליה חברות אנרגיה בע"מ

מעקב | דצמבר 2024

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

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

אופק ועקנין

אנליסט, מעריך דירוג משני
ofek.v@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

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 לדליה חברות אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידורג מותירה על כנו דירוג A3.il לסדרות האג"ח א' ו-ב' שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

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")¹, החברה מחזיקה בשני מקורות תזרימיים איכותיים, בטווח הקצר-בינוני לכל הפחות, תחנת הכוח דליה, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "דליה אנרגיות כוח בע"מ" (להלן: "תחנת דליה") עם הספק מותקן של כ-912 מגה-וואט ותחנת הכוח אשכול, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "אשכול ייצור אנרגיות בע"מ" (להלן: "תחנת 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 בסה"כ; (6) לחברה סיכונים ואתגרים תפעוליים, הממותנים במידה מסוימת, לאור ניסיונו של קבלן התפעול והתחזוקה בפריקט 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 הרכישה של אתר 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 בתעריף רכיב הייצור (להלן: "רכיב הייצור"), אשר באה לידי ביטוי, בין היתר, בהפחתות תעריפים בשנים 2020-2021, ובשנים 2024-2025, אל מול עלויות בתעריף בשנים 2022-2023;² (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, את רכישת תחנת כוח אשכול מידי חח"י, 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 (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) קיומה של זכות, המבוססת על אסדרה, למעבר חלקי או מלא למודל השוק בתחנת דליה; (13) יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הבינוני מוערכת כטובה, נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת דליה. זאת, במקביל לגידול

¹ החלטת ממשלה במסגרת תוכנית לתשתית לאומית מיום 28.05.2023.

² על פי דיווחי החברה, השלמת העסקה כפופה להתקיימות מספר תנאים מתלים, ובכללם קבלת אישורים רגולטוריים וסגירה פיננסית.

³ החלטת מספר 64504 - עדכון שנתי לתעריף החשמל 2023, דצמבר 2022.

הצפוי בהכנסות מתחנת אשכול; (14) יחסי כיסוי החוב החזויים של החברה צפויים להיחלש בשנים הקרובות, כתוצאה מהשפעות רכישת תחנת אשכול והקמתן הצפויה של אשכול הרחבה ודליה 2; (15) שימוע והליך שיתוף הציבור בדבר פיקוח על תעריפים משלימים ושינוי מתודולוגית מנגנון קביעת מחיר ה-SMP; (16) מחלוקות בגין תשלומים עבור אנרגיה שסופקה על ידי היחידות הקיטוריות אל מול נגה; (17) מדיניות פיננסית הכוללת המשך התמקדות בפיתוח תחנת דליה, לצד רכישה ותפעול של תחנת אשכול, ללא כוונה לבצע חלוקות דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות; (18) הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מספקת לטובת פירעון 12 חודשי שירות אגרות החוב; (19) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לנכסי הבסיס העיקריים; (20) סיכון מהותי למימון מחדש בשנים הבאות של ההלוואות הקצרות בקשר עם הקרקע והאופציה להקמת יחידת ייצור חדשה באבשל, הממותן באופן חלקי על ידי מספר מנגנונים פיננסיים ושעבוד נכסים מהותיים, וכן וגמישות פיננסית של החברה; (21) לחברה מספר בעלי מניות המאופיינים באיננות פיננסית, אשר תמכו בחברה בעת הצורך, בין היתר, דרך הזרמת הון לטובת רכישת תחנת אשכול, וצפויים להמשיך לתמוך גם בהמשך; (22) סיכויי הקמת יחידת הייצור החדשה במחזור משולב מסוג H-Class באבשל, לצד התוכנית להקמת תחנת דליה 2; (23) 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 אנו מבצעים התאמה לדוחות הכספיים של דליה ומאחדים באופן יחסי 75% מתוצאות אשכול (חלק היחסי של דליה בחברה). התרחיש כולל, בין היתר, עלייה מהותית בחוב הפיננסי, על רקע התוכניות להקמת יחידת ייצור חדשה באבשל, לצד הקמת תחנת דליה 2, פרויקטים אשר ימומנו במימון פרויקטלי Non-Recourse. אנו מניחים כי תחנות דליה ואשכול יעמדו ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. הנחנו כי בשנים הקרובות רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו, צפויה לנוע בטווח שבין 73%-70%. נציין, כי על פי תרחיש הבסיס, ובהתאם לדיווח של החברה, תידרש הזרמת הון בעלים בהיקף שלא יעלה על 300 מיליון ₪ בשנים הקרובות עבור הקמת תחנת דליה 2, זאת לצד צרכי מימון בהיקף של כ-4.2 מיליארד ₪ עבור דליה 2 וצרכי מימון דומים עבור יחידת הייצור החדשה באבשל. אנו מניחים כי ה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-694 מיליון ₪ בשנת 2023⁴, לטווח שבין 1,200-950 מיליון ₪ בשנים 2024-2026. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד על 4.8 בשנת 2023, צפוי להיחלש בשנים הקרובות ולעמוד על מעל ל-8.0 בשנת 2024, ולנוע בטווח שבין 7.0-9.0 בשנים 2025-2026, זאת לצד יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו הצפוי לנוע בטווח שבין 1.5-1.7 בשנים 2024-2026. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex מהותיות בשנים 2026-2027, בעיקר לצורך הקמת יחידת מחזור משולב באבשל, אשר תחליף את ארבע היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול והקמת דליה 2. נציין, כי חריגה מהיחסים הפיננסיים שהוגדרו בתרחיש הבסיס עלולה לפגוע בדירוג החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בקשר עם הקמות תחנות הכוח אבשל ודליה 2 ושינויי הרגולציה בתחום, ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

אופק הדירוג

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

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס

⁴ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).⁵

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 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 בסיכונים הקמה של נכסי החברה
- פגיעה מהותית בדירוג נכסי הבסיס של החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים, באלפי ₪⁶:

2021	2022	2023	1-9/2023	1-9/2024	
1,669,709	1,979,390	2,283,579	1,796,092	2,213,525	הכנסות
19.9%	23.6%	20.6%	23.6%	22.1%	שיעור רווח תפעולי
108,655	140,226	717,001	696,506	203,254	מזומנים ושווי מזומנים ⁷
67.5%	66.7%	64.9%	66.0%	54.8%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
539,327	679,639	694,235	592,183	661,724	EBITDA
4,817,151	4,956,240	5,545,378	5,608,378	7,459,691	סך מאזן
116,178	187,959	93,628	76,162	47,828	CapEx
3.2%	5.1%	2.6%	2.1%	1.4%	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 2023 נאמד בכ-77.4 TWh, זאת ביחס ל-59.8 TWh בשנת 2011, שינוי המשקף צמיחה ממוצעת של כ-2.2% לשנה⁸. 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 2023 עמד נתח היח"פים על כ-54% וב-2025 הוא צפוי לעמוד על כ-62%. 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

⁵ הדוח מפורסם באתר מידרוג.

⁶ ללא איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

⁷ לא כולל פיקדונות מוגבלים בשימוש לזמן קצר.

⁸ דו"ח רשות החשמל - מצב משק החשמל לשנת 2023.

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 28.08.2022⁹. נציין, כי העדכון הביא לפגיעה מסוימת בהכנסות וברווחיות החברה, כחלק מהשפעה רוחבית על כלל המחירים בשוק החשמל בישראל.

רכישת תחנת הכוח אשכול הגדילה באופן מהותי את פיזור ההכנסות, ההספק הכולל ונתח השוק אשר בבעלות החברה

החברה עוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח ומתקני ייצור חשמל בשוק הישראלי. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה מחזיקה בתחנת דליה (100%) ובתחנת אשכול (75%). תחנת הכוח דליה כוללת שתי יחידות ייצור חשמל הפועלות באמצעות טורבינות של גז וקטור בטכנולוגיית מחזור משולב ובגיבוי של סולר. תחנת דליה פועלת החל משנת 2015, כאשר לחברה שני רישיונות ייצור קבועים ורישיון אספקה עד שנת 2035. ביום 09.11.2023 חברת החשמל לישראל בע"מ פרסמה כי אשכול אנרגיות כוח בע"מ, חברת בת של דליה חברות אנרגיה בע"מ, המוחזקת בשיעור של 75% על ידי החברה, זכתה במכרז לרכישת תחנת הכוח אשכול מידי חח" תמורת כ-9.0 מיליארד ש"ח¹⁰. ביום 11.12.2023 דיווחה החברה כי נחתם הסכם המכר מול חח"י, כאשר מועד המסירה והשלמת העסקה, ובכלל זה העברת התמורה, בוצעו ביום 03.06.2024, וזאת לאחר התקיימותם של מספר תנאים, הכוללים, בין היתר, קבלת אישורים רגולטוריים וסגירה פיננסית מול המממנים ובסכום סופי של כ-9.2 מיליארד ש"ח. נציין, כי העסקה כוללת גם רכישת קרקע פרטית בשטח של כ-425 דונם, כאשר כ-220 דונם מתוכם צפויים לשמש, בין היתר, את היחידות הקיימות ויחידת מחזור משולב חדשה, אשר תחליף את היחידות הקטוריות הישנות וצפויה להתחיל בהקמה בשנים הקרובות. תחנת אשכול החלה לפעול בשנת 1958 וכוללת 6 יחידות ייצור חשמל, שתיים מהן פועלות במחזור משולב, ומייצרות חשמל באמצעות גז טבעי וארבע הנותרות הינן יחידות קטוריות, המייצרות אף הן חשמל מגז טבעי. לאחר רכישת התחנה גדל ההספק המותקן של החברה לסך של כ-2.47 ג"גה-וואט¹¹. נציין, כי רישיון הייצור של היחידות הקטוריות הינו לשלוש שנים בלבד, כאשר רשות החשמל רשאית לקצר או להאריך בשלוש שנים נוספות. בנוסף, החברה מתכננת הקמה של יחידת מחזור משולב בהספק כולל של כ-850 מגה-וואט בשטח תחנת אשכול (חלף כ-800 מגה-וואט של היחידות הקטוריות), בהתבסס על אסדרה שפורסמה (הכוללת רכיב זמינות מהותי של 6.8 אגורות לקילו-וואט), כאשר סגירה פיננסית עבור הפרויקט צפויה בטווח אופק הדירוג. כמו כן, החברה מתכננת להרחיב את פעילותה באמצעות הרחבת תחנת דליה בשטח הסמוך לתחנה כמפורט בהמשך.

התקשרות במזכר הבנות להעמדת מימון להקמת תחנת דליה 2

ביום 02.12.2024 דיווחה החברה על התקשרות במזכר הבנות בלתי מחייב לעניין העמדת מימון להקמת תחנת דליה 2 (להלן: "המזכר") מול בנק לאומי לישראל בע"מ ובנק דיסקונט בע"מ. בהתאם למזכר, הבנקים הסכימו, כל אחד בהתאם לחלקו, לחיתום מלא של העמדת חוב בכיר לדליה 2 בהיקף כולל של עד 4.25 מיליארד ש"ח. ההון העצמי הנדרש על ידי הבנקים יעמוד לכל הפחות על סכום המהווה 15% מהיקף החוב הבכיר. סכום ההון העצמי הנדרש מוערך על ידי החברה בכ-700 מיליון ש"ח, אשר חלקו כבר הושקע, כאשר להערכת החברה תידרש הזרמת בעלים (אשר צפויה להגיע מבעלי המניות של דליה) שלא תעלה על 300 מיליון ש"ח במהלך תקופת ההקמה. מזכר ההבנות יעמוד בתוקף עד למוקדם מבין חתימה על הסכם מימון להעמדת החוב הבכיר, או עד ליום 30.09.2025, כאשר ההגעה לסגירה פיננסית מותנית בהחלטות רשות החשמל לעניין השימוע בדבר פיקוח על התעריפים המשלים כמפורט בהמשך.

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 13-5 שנים. להערכתנו, משטר הפעלה זה מגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם מעלה את חשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים ויוצר אי ודאות מסוימת בקשר עם מכירת מלוא מכסת הייצור. סיכון זה ממותן על ידי זכאות לתשלומי זמינות משתנה מחברת נגה - ניהול מערכות החשמל

⁹ החלטה מספר 63609 בדבר עדכון מקבצי שעות ביקוש, רשות החשמל, אוגוסט 2022.

¹⁰ הודעה על זכייתה של החברה בהליך תחרותי למכירת אשכול, נובמבר 2023.

¹¹ המספרים כוללים גם את חלק אחזקת המיעוט בתחנת אשכול.

בע"מ (להלן: "מנהל המערכת"), עבור הספק שלא נמכר ללקוחות פרטיים. בד בבד, לחברה קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, אשר באה לידי ביטוי בהפחתות תעריפים מהותיות של כ-15.6% במצטבר בשנים 2020-2021, מול עליות חדות בתעריף, אשר הסתכמו למעל 11% במצטבר בשנים 2022-2023. עם זאת, בשנת 2024 שוב הופחת רכיב הייצור בכ-1.1% ובשנת 2025 צפויה הפחתה נוספת. 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. שינוי משטר ההפעלה, אשר בוצע במהלך שנת 2022 והעליות בתעריף הייצור במהלך השנים 2022-2023, הביאו לגידול בהכנסות החברה וב-EBITDA והן עמדו נכון לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 על כ-2.2 מיליארד ₪ וכ-662 מיליון ₪ בהתאמה, לעומת כ-1.8 מיליארד ₪ וכ-592 מיליון ₪, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. הסכמי ה-PPA אל מול לקוחות הקצה צמודים לרכיב הייצור של חברת החשמל, בדומה לתעריף הגז הטבעי. 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 הסכמי ה-PPA (עד 13 שנים), 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 הנקי 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. אולם, קיומו של רכיב זמינות המהווה נדבך מרכזי בהכנסות וברווחות התחנה, לצד הישענותה על הסכמי 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.

שימוע והליך שיתוף הציבור בדבר פיקוח על תעריפים משלימים ושינוי מתודולוגית מנגנון קביעת מחיר ה-SMP

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. מניטור השוק שביצעה רשות החשמל בשנים האחרונות עולה כי הצעות מחיר גבוהות ניתנו על ידי מרבית היצרנים בשוק האנרגיה ולאורך כל שנות פעילותם במשק, אשר הובילו לרווחיות עודפת עבור חלק מהיצרנים, המשורשרת לעלייה במחירי החשמל לציבור. להערכת רשות החשמל, השוק כיום אינו משוכלל ומאופיין ברמת תחרותיות נמוכה. בהתאם לכך, הרשות סבורה כי אין מנוס מהתערבות מיידית במשק החשמל, זאת על מנת לוודא כי צרכני החשמל ישלמו את עלות הייצור ללא עלות עודפת. 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.

בנוסף, במסמך מיום 29.08.2024¹², 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 ליישום המודל הנבחר עד לסוף שנת 2024 ולהתחיל ביישומו בפועל בשנת 2025. על פי נגה, אחד האתגרים בשוק החשמל הוא ריבוי רגולציות של הפעלת יחידות ייצור של יצרנים

¹² [נגה משתפת את הציבור במתווה לשינוי מחיר השוק הסיטונאי SMP, אוגוסט 2024.](#)

פרטיים, לצד הפעלת יחידות יצור של חח" בכל הנוגע לפעילות במקטע הייצור, כאשר בשיטה הנוכחית נוצר פער בין המחיר הנקבע במכרז לבין העלות האמיתית, כאשר התוצאה 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.

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לרבעון השלישי לשנת 2024, ביצעה החברה בחינות ראשוניות בדבר השלכות אפשריות שתחולנה במקרה ששימוע רשות החשמל יאושר כהחלטה מחייבת ללא תיקונים. החברה מעריכה כי השימוע אינו צפוי להשפיע באופן מהותי על תוצאות הפעילות של תחנת הכוח דליה, אשר רשאית לפעול במתכונת בילטרלית. ואילו בתחנת הכוח אשכול, מעריכה החברה כי לשימוע עלול להיות השפעה מהותית לרעה על תוצאותיה, לרבות חשש לאי עמידת אשכול ייצור באמות המידה הפיננסיות להן היא מחויבת במסגרת מסמכי המימון. נציין, כי החברה ערכה בחינה לירידת ערך לאשכול, שהצביעה על כך שאין צורך ברישום הפרשה לירידת ערך בנכסי אשכול. הסיבה לכך, על בסיס הערכות של יועציה הכלכליים של אשכול, כי סביר להניח שההחלטה הסופית בדבר השימוע, לא תתקבל ולא תאושר בנוסח כפי שמפורט בשימוע. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר החלטותיה של רשות החשמל בדבר השינויים המוצעים בשימוע ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם.

החלטה לעניין החלת מודל השוק עבור יצרניות חשמל פרטיות בתחנת דליה

ביום 6.3.2022 פרסמה רשות החשמל החלטה מספר 62703, אשר מתקנת את אמות המידה, על מנת להחיל כללי הסחר על כלל היצרניות הפרטיות הקיימות ועל יצרנים של אנרגיות מתחדשות. החלטה זו מאפשרת ליצרנים הפועלים במסגרת אסדרה 241 לפעול במתכונת העמסה פיזית או לבחור לפעול במתכונת העמסה מרכזית, בה היצרן מעמיד את הספק היחידות לרשות נגה חברת ניהול המערכת בע"מ, כאשר במקביל ירכוש את החשמל הנדרש ללקוחותיו במחיר שוק (SMP). ההחלטה מאפשרת ליצרני החשמל לבחור את משטר ההפעלה על בסיס חודשי ועבור כל אחת מיחידות הייצור בנפרד. התיקונים נכנסו לתוקפם החל מיום 01.05.2024. בחודש יולי 2024 החליטה תחנת דליה לעבור למתכונת העמסה מרכזית וביום 01.10.2024 עברה דליה חזרה למודל העמסה עצמית, וזאת בשל פרסום הוראות השימוע, המפורטות לעיל. בהתאם לדיווחי החברה, היא תבחן את ההחלטה בכל עת, ככל ותמצא שיש לכך השפעה חיובית על תוצאותיה הכספיות.

מחלוקות בגין תשלומים עבור אנרגיה שסופקה על ידי היחידות הקיטוריות אל מול נגה

בהתאם לאסדרה החלה על תחנת אשכול, הגישה החברה למנהל המערכת הצעות מחיר עבור היחידות הקיטוריות בגין חודשים אוגוסט וספטמבר לשנת 2024. מנהל המערכת חייב את התחנה בחשבון אשר אינו כולל את כלל העלויות שנכללו על ידי תחנת אשכול בהצעות המחיר לחודשים אלו. בהתאם לדיווחי החברה, נושא ההתחשבנות הועבר לדיון ברשות החשמל, בשל עמדת מנהל המערכת וחוסר הודאות לגבי התוצאה האפשרית, אשכול הכירה בדוחותיה הכספיים רק חלק מהכנסותיה בגין היחידות הקיטוריות, שלהערכתה ברמת סבירות גבוהה לא יהיו שנויות במחלוקת.

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. הנחנו כי בשנים הקרובות רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו צפויה לנוע בטווח שבין 70%-73%. נציין, כי על פי תרחיש הבסיס, ובהתאם לדיווחה של החברה, תידרש הזרמת הון בעלים בהיקף שלא יעלה על 300 מיליון ₪ בשנים הקרובות עבור הקמת תחנת דליה 2, זאת לצד צרכי מימון בהיקף של כ-4.2 מיליארד ₪ עבור דליה 2 וצרכי מימון דומים עבור יחידת הייצור החדשה באבשל. אנו מניחים כי ה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-694 מיליון ₪ בשנת 2023¹³, לטווח שבין 1,200-950 מיליון ₪ בשנים 2024-2026. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד על 4.8 בשנת 2023, צפוי להיחלש

¹³ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

בשנים הקרובות, לעמוד על מעל ל-8.0 בשנת 2024, ולנוע בטווח שבין 7.0-9.0 בשנים 2025-2026, זאת לצד יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון נטו, הצפוי לנוע בטווח שבין 1.5-1.7 בשנים 2024-2026. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex מהותיות בשנים 2026-2027 שינועו בטווח שבין 1.0-3.5 מיליארד ₪ לשנה, בעיקר לצורך הקמת יחידת מחזור משולב באבשל, אשר תחליף את ארבע היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול והקמת דליה 2. אנו מעריכים כי לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה, זאת לאור רווחיותה ואיתנותה של תחנת דליה ולנוכח ההכנסות המהותיות הצפויות מתחנת אשכול. בשנת 2023 עמדו הכנסות החברה על כ-2.3 מיליארד ₪ ואלו צפויות לעלות מהותית בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 3.4-3.6 מיליארד ₪ בשנה¹⁴, בזכות התזרים הצפוי מתחנת אשכול. להערכתנו, בטווח הבינוני-ארוך, מעל ל-60% מהכנסות החברה ומה-EBITDA שלה ינבעו מתחנת דליה והיתרה מתחנת אשכול. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 עמדו הכנסות החברה מתחנת הכוח דליה על כ-2.2 מיליארד ₪, לעומת כ-1.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, זאת לצד הכנסות בהיקף של כ-0.5 מיליארד ₪ מתחנת הכוח אשכול, אשר אינן מאוחדות לתוצאות החברה. להערכתנו, בטווח הארוך, ככל ותשלים את הרחבת אשכול ודליה, תהנה החברה מעלייה מהותית בפיזור ואיכות ההכנסות.

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 מידרוג, ובהתאם לדברי החברה, הונחה הזרמת הון בגובה של עד 300 מיליון ₪ עבור הקמת תחנת הכוח דליה 2. להערכת מידרוג, תמיכות 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 והשעבוד המלא של תחנת אשכול. כאמור לעיל, החברה צפויה לגייס מימון נוסף בהיקפים משמעותיים, בעקבות הצורך בהקמת יחידת ייצור חדשה באבשל, והתכנון להקמת תחנת דליה 2. מידרוג 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 30.09.2024 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-203 מיליון ₪, 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 בחברת פרויקט עם חוב בכיר. נכס הבסיס בחברת הבת, לרבות התזרימים הנובעים ממנה, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החוב הבכיר. 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, המכילות 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 מידרוג, 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

¹⁴ ההכנסות כוללות איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

ידי חברת אשכול אנרגיות כוח בע"מ כחוב נון-ריקורס לחברה. בנוסף, הסיכון צפוי להיות ממותן על ידי האפשרות להמיר חלק מההלוואות לזמן קצר להלוואות לזמן ארוך במסגרת החוב שיילקח 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 לתוכניותיה האסטרטגיות. להערכתנו, מבנה הבעלות הנוכחי מאפשר איזון בין בעלי החוב לבעלי המניות, לרבות הזרמת הון נוסף לטובת השקעות נדרשות, לצד קביעת מדיניות חלוקת דיבידנדים, 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 התוכנית להרחבת תחנת דליה

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

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, 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 ירקות. 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 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 15241. בנוסף לתחנת דליה, החברה מחזיקה באשכול ייצור אנרגיות בע"מ בשיעור של 75%. אשכול ייצור אנרגיות בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה בישראל בשנת 2024, במטרה לרכוש, להפעיל ולתחזק את תחנת הכוח אשכול הממוקמת צפונית לנמל אשדוד.

¹⁵ לפי החלטה מס' 2 משיבה 241 מיום 2 בדצמבר 2008 - הסדרה תעריפית ליצור חשמל פרטי קונבנציונלי של רשות החשמל כפי שתוקנה.

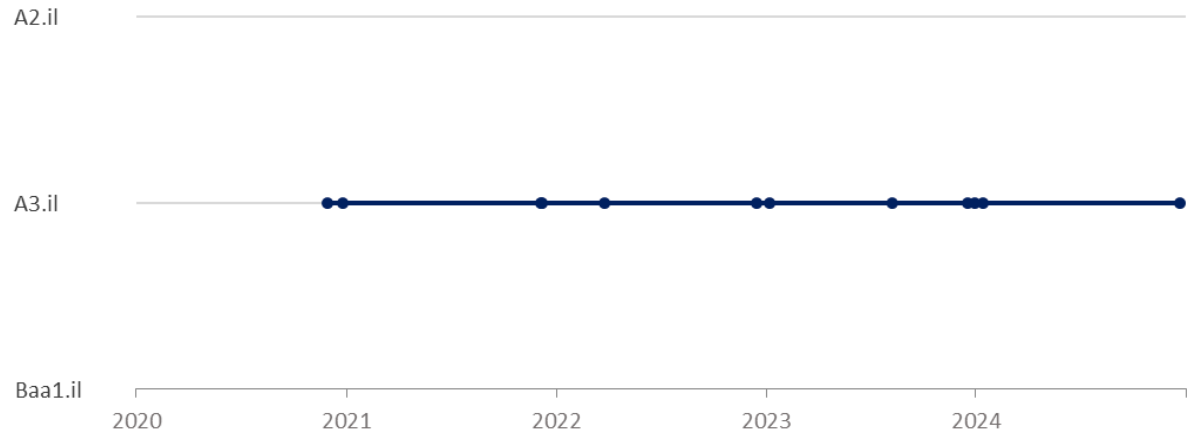
ביום 03.06.2024 הושלמה מסירת תחנת הכוח אשכול מחח" לאשכול ייצור אנרגיות. תחנת הכוח אשכול כוללת 2 יחידות ייצור בטכנולוגיית מחזור משולב (מחז"מ), המספקות יחדיו כ-752 מגה-וואט ו-4 יחידות קיטוריות המספקות יחדיו כ-850 מגה-וואט. אשכול פועלת בתחום פעילות אסדרת מודל שוק, ומוכרת את החשמל למנהל המערכת בלבד.

מטריצת הדירוג^[1]

תחזית מידרוג **		ליום 30.09.2024 - *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	12.6 מיליארד ₪	A.il	7.5 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	
Aa.il	13.0%	Aaa.il	162.0%	Capex/PPE	רווחיות
A.il	8.0	A.il	5.3	חוב ברוטו / EBITDA	
Baa.il	1.6	A.il	3.4	EBIT / Int	
Baa.il	71.2%	A.il	54.8%	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 תחנת אשכול.
** כולל איחוד יחסי של תוצאות תחנת אשכול.

היסטוריית דירוג



¹⁶ בנטרול השפעת רכישת תחנת אשכול בשנת 2024.

דוחות קשורים

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

[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[התפתחויות באסדרות שוק ה-SMP - דוח מיוחד, ספטמבר 2024](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

25.12.2024	תאריך דוח הדירוג:
02.01.2024	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 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 ביועץ 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 כשלהו 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 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, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'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 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 אמין 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 לתקן 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 מצד (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.