

דליה חברות אנרגיה בע"מ

מעקב | דצמבר 2022

אנשי קשר:

יניב גפני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
yaniv.g@midroog.co.il

תומר דר

ראש צוות, מערכת דירוג משנית
tomero@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 סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לדליה חברות אנרגיה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לסדרת אג"ח - סדרה א'. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. 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) הממשלה הנחתה את שר האנרגיה להעלות בפני מוסדות התכנון את שיקולי העדיפות להקמתן של תחנות כוח חדשות בסמיכות או בתוך מתקני תשתית קיימים; (4) חסמי כניסה גבוהים, המתבטאים, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות ורגולציה רחבה; (5) בטווח הקצר-בינוני החברה צפויה להחזיק במקור תזרימי איכותי, תחנת דליה, תחנת כוח בהספק מותקן של כ-912 מגה וואט, אך בד בבד קיים סיכון הטמון בתזרימים מזומנים אשר נובע מנכס בסיס המורכב משתי יחידות הפועלות במיקום יחיד; (6) לחברה סיכונים ואתגרים תפעוליים, הממומנים, במידה מסוימת, לאור ניסיונו של קבלן התפעול והתחזוקה בפריקט וההיסטוריה התפעולית של תחנת דליה, אשר ב-4.5 שנים האחרונות עומדת ביעדי ביצוע גבוהים, לרבות ייצור חשמל סדיר ורציף, וללא תקלות ראויות לציון. זאת, לאחר שבשנות הפעלה הראשונות היו מספר תקלות ביחידות הייצור; (7) מעבר למשטר הפעלה למכירת 100% מהתפוקה של תחנת דליה ללקוחות פרטיים החל מיום 01.04.2022, אשר צפוי להגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם להגדיל את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים ולייצר אי ודאות מסוימת בקשר עם מכירת מלוא מכסת הייצור; (8) חשיפה לשינויים בתעריף רכיב הייצור (להלן: "רכיב הייצור"), אשר באה לידי ביטוי, בין היתר, בהפחתות תעריפים מהותיות של כ-15.6% במצטבר בשנים 2020-2021, מול עליות חדות בתעריף, הצפויות להגיע לכ-21.5% במצטבר בשנים 2022-2023;² (9) אסטרטגיית החברה בקשר עם הגדלת נתח השוק שלה, אשר כוללת, בין היתר, השתתפות במכרזים לרכישת תחנת כוח אשכול מידי חברת החשמל לישראל בע"מ ובמכרז להקמת תחנת הכוח בשורק, לצד תכנית להרחבת תחנת דליה בכ-850 מגה-וואט נוספים, עלולה להוביל להגדלה מהותית של מינוף החברה, אך גם צפויה לשפר את פיזור תזרימי המזומנים והגיוון העסקי; (10) תיקון להסכם הגז מול שותפי מאגר תמר, אשר צפוי להקטין את הוצאות החברה ולשפר את גמישותה התפעולית; (11) אפשרות למעבר למודל השוק בשינוי משטר ההעמסה החל מחודש ספטמבר 2023; (12) יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הבינוני מוערכת כטובה, נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת דליה. בשנת 2021 הסתכמו ה-EBITDA המאוחד בכ-539 מיליון ₪ והיקף ה-FFO בכ-446 מיליון ₪;³ (13) יחסי הכיסוי החזויים של החברה צפויים להיות מהירים ביחס לקבוצת השוואה; (14) רמת המינוף המאזני של החברה, הנמדדת ע"י פרמטר חוב ל-CAP, הינה הולמת את פעילותה, דומה לקבוצת הייחוס ונתמכת ביחסי כיסוי יציבים ומהירים; (15) להערכת מידרוג, יחס המקורות לשימושים בסולו צפוי לנוע בטווח שבין 2.0-2.7 בשנים 2023-2025;⁴ (16) הערכת מידרוג לחלוקות דיבידנד אגרסיביות יחסית לבעלי המניות של החברה. עם זאת, להערכתנו,

¹ החלטה מספר 465 של הממשלה מיום 25.10.2020

² שימוע- עדכון שנתי לתעריף החשמל 2023 לצרכני חברת חשמל.

³ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

⁴ ללא הנחה של הרחבת תחנת דליה ו/או השקעות נוספות.

להנהלת החברה קיימת גמישות בהפחתת חלוקות דיבידנדים בעת הצורך; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לנכס הבסיס העיקרי שבו היא מחזיקה; (18) לחברה מספר בעלי מניות המאופיינים באיתנות פיננסית, מצב המאפשר איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות; (19) להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. פליטת גזי חממה בתהליך ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה פחותה באופן משמעותי לעומת ייצור בפחם. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית, 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. בד בבד, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לנושאי ממשל תאגידי הינה נמוכה, בזכות בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית המאפשרים איזון בין בעלי המניות לבעלי חוב, חרף חלוקות דיבידנד מהותיות לאורך השנים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אשר איננו כולל תרחיש של הרחבת תחנת דליה או זכייה של החברה באחד ממרכזי חח"י לרכישת תחנת כוח נוספת, אנו מניחים כי תחנת דליה תמשיך לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. בנוסף, משטר ההפעלה של תחנת דליה השתנה בשנת 2022, והביא לכדי מכירה של 100% מהתפוקה ללקוחות פרטיים ולגידול בהכנסות וברווחיות החברה. הנחנו כי בטווח הבינוני רמת המינוף צפויה להשתפר וה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ- 539 מיליון ₪ בשנת 2021, לטווח של בין 700-800 מיליון ₪ בשנים 2022-2024, וכמו כן, היקף ה-FFO השנתי ינוע בטווח של 550-500 מיליון ₪ בשנים אלו. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO עמד על 6.9 בשנת 2021 וצפוי להשתפר בשנים הקרובות לטווח שבין 5.5-4.0. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex בשנים 2022-2025, של כ-300 מיליון ₪ בסה"כ, ללא הנחת השקעה בפרויקטים נוספים, כולן לצורך טיפולי תחזוקה כבדה בתחנת דליה, וממומנות ברמת הפרויקט. כמו כן, הנחנו כי חלוקות הדיבידנדים לבעלי המניות לא יפגעו ביציבותו של תזרים המזומנים הפנוי. נציין, כי במהלך חודש נובמבר 2022 הגישה החברה את מסמכי המיון המוקדם למרכז להקמה, הפעלה, תפעול והעברה של תחנת כוח קונבנציונלית על בסיס גז טבעי באתר שורק בהיקף שבין 600-900 מגה וואט. כמו כן, אלה אנרגיות כוח בע"מ, אשר נמצאת בבעלות מלאה של החברה, ביחד עם שותף שהינו צד ג', השתתפו בהליך המיון המוקדם לרכישת תחנת הכוח אשכול מחברת החשמל לישראל בע"מ. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר תוצאות המכרזים והשפעתם על החברה, ככל שתזכה במי מהם.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על חוזק ויציבות תזרים המזומנים מנכס הבסיס ואסדרה תומכת.

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שמירה על רמת הרווחיות התפעולית ויחסי הכיסוי המהירים, וכן שיפור רמת המינוף, תוך הצגת יציבות לאורך זמן
- שיפור בנתח השוק, תוך יצירת גיוון ופיזור בתזרימי המזומנים של החברה

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף ויחסי כיסוי החוב
- פגיעה בדירוג נכס הבסיס של החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים⁵, באלפי ₪

2018	2019	2020	2021	1-9/2021	1-9/2022	
1,643,062	1,733,862	1,625,353	1,669,709	1,232,445	1,474,750	הכנסות
16.7%	15.8%	16.8%	19.9%	19.5%	23.7%	% רווחיות תפעולית
156,745	167,264	167,642	72,657	16,854	110,308	רווח נקי
53.1%	50.6%	49.8%	67.5%	68.3%	66.3%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
504,777	504,206	501,734	539,327	393,148	507,717	EBITDA
188,032	167,123	118,241	119,500	40,000	56,000	DIV
4.7	6.5	10.2	5.8	NA	NA	FFO + Int / Int
6.9	5.9	5.2	6.9	NA	NA	Debt/FFO
7.6%	10.2%	14.3%	10.6%	NA	NA	RCF/Debt

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי. היקף ייצור החשמל בישראל בשנת 2021 נאמד בכ-74.0 TWh, זאת ביחס ל-59.8 TWh בשנת 2011, שינוי המשקף צמיחה ממוצעת של כ-2.4% לשנה⁶. ענף החשמל בישראל מוערך ע"י מידורג כבעל סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות לצד סיכונים תפעול גבוהים, ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. הסיכון ממוותן 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, 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 2021 עמד נתח היח"פים על כ-48% וב-2025 הוא צפוי לעמוד על כ-62%. הסיכון הענפי מושפע מסוג תעריף החשמל ו/או רכיב הייצור בכל הטכנולוגיות. בעוד שתעריף החשמל באנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך כל תקופת הרישיון. בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור. כמו כן, בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה לתעריף הגז הטבעי, בשל היעדר מנגנון התאמה מלא עבור שינויים ברכיב הייצור. עם זאת, עלייה ברכיב הייצור תוביל לגידול ישיר בהכנסות, ללא גידול מקביל בעלויות הגז לפרויקט, וזאת עד שהמחיר האפקטיבי של הגז יעלה על מחיר הרצפה.

סיכון נוסף ברמת הענף טמון בעדכון מקבצי שעות הביקוש, שפרסמה רשות החשמל ביום 28.08.2022. העדכון צפוי להביא לפגיעה מסוימת בהכנסות והרווחיות של החברה, כחלק מהשפעה רוחבית על כלל המחירים בשוק החשמל בישראל.

החברה פועלת כיום באמצעות תחנת כוח פוסילית יחידה, בעלת הספק ונתח שוק מהותיים

החברה עוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח ומתקני ייצור חשמל בשוק הישראלי. כיום, החברה מחזיקה בתחנת דליה (100%), המהווה כ-5% מסך ההספק המותקן במשק. התחנה כוללת שתי יחידות ייצור חשמל שפועלות באמצעות טורבינות של גז וקיטור בטכנולוגיית מחזור משולב. התחנה פועלת באמצעות גז טבעי ובגיבוי של סולר. תחנת דליה פועלת החל משנת 2015, כאשר לחברה שני רישיונות ייצור קבועים ורישיון אספקה עד שנת 2035. כמו כן, החברה בוחנת אפשרויות להרחבת הפעילות, בין היתר, באמצעות רכישה של תחנת כוח במסגרת המכרזים של חח"י והרחבת תחנת דליה בשטח הסמוך לה. החברה מדווחת כי ביום 16.11.2021 התקבל במשרדיה מכתב שרת האנרגיה, המופנה ליו"ר הות"ל, לפיו על מנת לעמוד בהחלטת הממשלה ביחס לקידום הקמת תחנות פוסיליות בשטחים של תחנות קיימות, יש להקים את ההרחבה המאושרת לתחנת הכוח בדליה, לצד קידום תכניות

⁵ החברה הוקמה בחודש אוקטובר 2020 והציגה דוחות פרפורמה החל משנת 2017, בהתאם לשערוך נכסים שביצעה בדוחות תחנת דליה, עד הדוחות של הרבעון השלישי לשנת 2020.

⁶ מתוך דו"ח רשות החשמל - מצב משק החשמל לשנת 2021

⁷ החלטה בדבר עדכון מקבצי שעות ביקוש

נוספות במשק, בנוסף לאמור לעיל, בחודש נובמבר 2021 התקשרה חברת בת של החברה בהסכם להקמת מתקן אגירה סמוך לתחנת הכוח בהספק של 16 מגה וואט (ועם כושר אגירה של כ-84 מגה וואט שעה). עלות ההקמה אינה מהותית לחברה, ותמומן במימון עצמי. מתקן האגירה צפוי לשמש את התחנה לצורך מתן שירותי התנעה שחורה במקרה של עלטה במשק (חלף השירות הניתן כיום בתשלום מחח"י), כאשר שימוש אחר בחשמל ממתקן האגירה עשוי להיות מותנה בהגעה להסכמות עם רשות החשמל ו/או לפרסום אסדרה על ידה. בשנים הקרובות אנו צופים כי החברה תישען על מקור תזרימי יחיד, תחנת דליה, אולם בטווח הבינוני-ארוך, במידה ותשלים את תהליך הרחבת התחנה או תבצע רכישת פעילות מהותית נוספת, לחברה עשויים להיות שני מקורות תזרימיים איכותיים לכל הפחות.

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

נכון למועד הדוח מחזיקה החברה, באמצעות תחנת דליה, בהסכמי PPA מול לקוחות קצה פרטיים שונים בהיקף של כ-100% מהספק התחנה, אשר זמין למכירה החל מאפריל 2022 עם המעבר למשטר הפעלה של 100% זמינות משתנה, בטווחי זמן הנעים בין 5 ל-13 שנים. להערכתנו, המעבר למשטר החדש צפוי להמשיך ולהגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם להגדיל את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים ולייצר אי ודאות מסוימת בקשר עם מכירת מלוא מכסת הייצור. סיכון זה ממותן על ידי זכאות לתשלומי זמינות משתנה מחברת נגה - ניהול מערכות החשמל בע"מ (להלן: "מנהל המערכת"), עבור הספק שלא נמכר ללקוחות פרטיים. בד בבד, לחברה ישנה חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, אשר באה לידי ביטוי בהפחתות תעריפים מהותיות של כ-15.6% במצטבר בשנים 2020-2021 מול עליות חדות בתעריף, הצפויות להגיע לכ-21.5% במצטבר, לכל הפחות, בשנים 2022-2023. מחיר רכישת הגז הטבעי ומחיר מכירת החשמל ללקוחות הקצה צמודים לשינויים ברכיב הייצור. נציין, כי עלייה ברכיב הייצור מובילה לעליה מקבילה בהכנסות החברה מתחנת הכוח, 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 והעלויות החדות בתעריף במהלך שנת 2022, כאמור לעיל, הביאו לגידול בהכנסות החברה וב-EBITDA והן עמדו נכון לתשעת החודשים הראשונים של השנה על כ-1.4 מיליארד ₪ וכ-508 מיליון ₪ בהתאמה, לעומת כ-1.2 מיליארד ₪ וכ-393 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הסכמי ה-PPA אל מול לקוחות הקצה צמודים לרכיב הייצור של חברת החשמל, בדומה לתעריף הגז הטבעי. אולם, בהסכם אספקת הגז 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 תהנה מיציבות תזרימית, נוכח היקפם ואורכם של הסכמי ה-PPA (עד 13 שנים), עם איכות ופיזור נרחב של לקוחות הקצה.

תיקון להסכם הגז מול שותפי מאגר תמר, אשר מקטין את הוצאות רכישת הגז של החברה ומשפר את גמישותה התפעולית

במהלך חודש דצמבר 2021 חתמה החברה על תיקון לחוזה לרכישת גז מול שותפי מאגר תמר, חלף סיום החוזה מול חברת אנרג'יאן פי אל סי. החוזה נכנס לתוקף לאחר התקיימותם של תנאים מתלים במהלך חודש יולי 2022, כאשר תוקפו של ההסכם החדש הוא עד לשנת 2035. במסגרת ההסכם, נקבעה כמות Take Or Pay (TOP) שנתית מינימלית לרכישת גז, אשר נמוכה מכמות ה-TOP בהסכם הקודם. בנוסף, החברה התחייבה לרכוש כמות מינימלית יומית נוספת בהתאם לצרכיה התפעוליים. כמו כן, סוכם כי כל כמות נוספת שתרכוש החברה מעבר להתחייבויות אלו תהיה במחיר נמוך יותר ממחיר ההסכם המקורי, הצמוד לשינויים בתעריף ייצור החשמל. להערכתנו, ההסכם החדש משפר את הגמישות הפיננסית של החברה לטובת רכישת גז לצרכיה התפעוליים של תחנת הכוח, וצפוי להקטין את הוצאות רכישת הגז הכוללות שלה, אשר נגזרות ממחיר גז משוקלל נמוך יותר בהשוואה להסכם הקודם.

החלטה לעניין החלת מודל השוק עבור יצרניות חשמל פרטיות

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 ייכנסו לתוקפם החל מיום 01.09.2023. החברה בוחנת את ההשפעה הפוטנציאלית של שינוי משטר ההעמסה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בשוק החשמל ואחר אסטרטגיית החברה לנושא.

צפי לצמיחה בהכנסות לצד רמת מינוף מאזני התואמת את מאפייני פעילות החברה, ונתמכת ביחסי כיסוי מהירים

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אשר אינו כולל תרחיש של הרחבת תחנת דליה, זכייה של החברה באחד ממכרזי חח"י לרכישת תחנת כוח נוספת או זכייה במכרז להקמת תחנת שורק כאמור לעיל, אנו מניחים כי תחנת דליה תמשיך לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. בנוסף, משטר ההפעלה של תחנת דליה השתנה בשנת 2022, והביא לכדי מכירה של 100% מהתפוקה ללקוחות פרטיים ולגידול בהכנסות וברווחיות החברה, זאת במקביל לעלייה חדה בתעריף הייצור כאמור לעיל, אשר הביאה לגידול בהכנסות ובתזרים הפנוי בשנה זו. תעריף הייצור צפוי לעלות שוב במהלך חודש ינואר 2023 במקביל לעליה בתעריף החשמל ובכפוף לשימוע⁸. הנחנו כי בטווח הבינוני רמת המינוף צפויה להשתפר וה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-539 מיליון ₪ בשנת 2021, לטווח של בין 700-800 מיליון ₪ בשנים 2022-2024, וכמו כן, היקף ה-FFO השנתי ינוע בטווח של 550-500 מיליון ₪ בשנים אלו. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex בשנים 2022-2025, של כ-300 מיליון ₪ לצורך טיפולי תחזוקה כבדה בתחנת דליה, וממומנות ברמת הפרויקט. כמו כן, הנחנו כי חלוקות דיבידנדים לבעלי המניות לא יפגעו ביציבות של תזרים המזומנים הפנוי. רמת המינוף של החברה תואמת את מאפייני פעילותה, וכן את קבוצת הייחוס שלה, ונתמכת ביחסי כיסוי חוב מהירים. נכון ליום 30.09.22 רמת המינוף עומדת על יחס חוב ל-Cap מותאם של כ-66.3%, זאת בעקבות השלמת גיוס סדרת האג"ח ופירעון שטרי ההון. יחס זה צפוי להשתפר בשנים הקרובות ככל שהחברה לא תבצע השקעות נוספות. יחס הכיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-FFO עמד על 6.9 נכון ליום 30.09.2022 וצפוי להשתפר בשנים הקרובות לטווח שבין 4.0-5.5. יחסי כיסוי עתידיים אלו הינם מהירים יחסית לקבוצת ההשוואה.

לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה בטווח הקצר-בינוני, זאת לאור רווחיותה ואיתנותה של תחנת דליה. בשנת 2021 עמדו הכנסות החברה על כ-1.7 מיליארד ₪ ואלו צפויות לעלות מהותית בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 2.0-2.3 מיליארד ₪ בשנה, לאור השפעות השינוי במשטר ההפעלה כאמור לעיל ובמקביל לעליית תעריף ייצור החשמל. בהתאם לכך, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022 עמדו ההכנסות על כ-1.5 מיליארד ₪ לעומת כ-1.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בטווח הארוך, ככל שתשלים את הרחבת התחנה, תהנה החברה מהרחבת פיזור ההכנסות כך שיוכלת ייצור ההכנסות שלה תשתפר משמעותית. נציין, כי במהלך חודש אוגוסט 2022 הוחלט על עדכון מקבצי שעות הביקוש⁹ (מש"בים), שעל בסיסם יעודכן תעריף הייצור. העדכון צפוי להביא לפגיעה לא מהותית על הכנסות החברה.

נזילות מספקת ביחס לצרכי החברה לצד גמישות פיננסית נמוכה יחסית וחלוקת דיבידנדים אגרסיבית

נכון ליום 30.09.2022 עמדו יתרות הנזילות של החברה בסולו על כ-81 מיליון ₪ ובמאוחד על כ-248 מיליון ₪. בהתאם, לדברי החברה, היא תשמור על יתרות נזילות מינימליות של לפחות 20 מיליון ₪ ברמת הסולו ולפחות כ-40 מיליון נוספים ברמת המאוחד, אך להערכתה יתרות הנזילות תהיינה גבוהות יותר. כמו כן, יחס המקורות לשימושים בסולו, צפוי לנוע בטווח רחב שבין 2.0-2.7 בשנים 2022-2025 (כתלות בהיקף חלוקת דיבידנד), ולנוע בין 1.1-1.7 במאוחד בשנים אלו.

בשנת 2022 החברה חילקה דיבידנד בהיקף של כ-117 מיליון ₪, כאשר המדיניות הפיננסית הנוכחית קובעת חלוקה של לפחות 55% מהרווח הנקי של השנה הקלנדרית הקודמת. בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל, היא צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות בשיעור ניכר מהרווח הנקי. יש לציין, כי על פי טיוטת שטר אגרות החוב, לחברה מגבלות לחלוקת דיבידנדים, אך כיום לחברה פער גדול מאמות מידה אלו. בנוסף, בהתאם לטיוטת שטר אגרות החוב, החברה התחייבה לעמוד במספר אמות מידה. החברה צפויה לעמוד באמות

⁸ פרסום שימוע ציבורי בדבר עדכון תעריפי החשמל לשנת 2023

⁹ בניכוי קרנות לשירות חוב.

¹⁰ עדכון מקבצי שעות ביקוש

המידה במרווח מספק, גם ברמת הסולו וגם ברמת תחנת דליה.

עם זאת, להערכתנו גמישותה הפיננסית של החברה הינה נמוכה יחסית כיום, בין היתר, בשל שיעבוד מלא של הנכס התפעולי שברשותה. עם זאת, הגמישות והנגישות הפיננסית השתפרה לאחר רישום סדרת האג"ח, אשר קודם לכן נסחר ברצף מוסדיים, למסחר בבורסה לניירות ערך. להערכתנו, ככל שיתממשו תרחישים שונים של השקעות מהותיות, לרבות הרחבת תחנת דליה, זכייה במכרז של תחנת אשכול או זכייה במכרז הקמת תחנת שורק כאמור לעיל, על החברה יהיה לגייס מימון בהיקפים משמעותיים, דרך גיוסי חוב/הון. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות בחברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקט בו היא מחזיקה

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 מתחנת דליה כפופה לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית הינם בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה.

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, בעלי 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 הנוכחית, 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. יצוין, כי החזקות משקי הקיבוצים בתחנת הכוח נרכשו בשנת 2022 ע"י חברת משק אנרגיה-אנרגיות מתחדשות בע"מ ("להלן: "משק אנרגיה") בתמורה להקצאת מניות, כך שכיום משק אנרגיה מחזיקה ב-40.67% ממניות החברה. בנוסף לכך, משק אנרגיה נמצאת בשנה האחרונה במו"מ להגדלת שיעור אחזקתה, דרך רכישת מניות נוספות מבעלי המניות הנוכחיים.

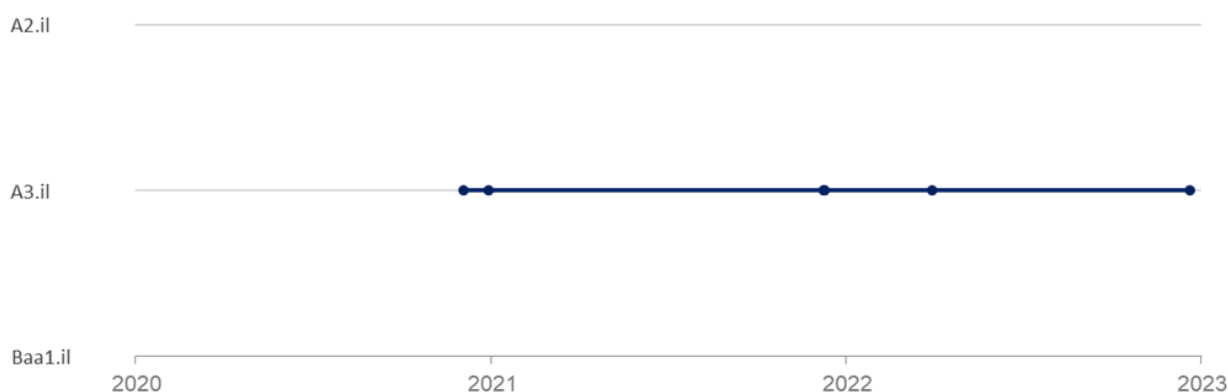
שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידורג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. 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, בזכות בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית, המאפשרים איזון בין בעלי המניות לבעלי חוב. עם זאת, נציין כי מדיניות חלוקת הדיבידנד לבעלי מניות החברה הינה אגרסיבית יחסית, אך להערכתנו להנהלת החברה קיימת גמישות בהפחתת חלוקות דיבידנדים בעת הצורך.

אודות החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ התאגדה ביום 22.10.2020 והינה חברה פרטית. החברה פועלת בתחום ייצור חשמל ואספקתו בישראל, ובכלל זה ייצום, 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 כ-40.67% ממניות החברה. החברה מתמקדת כיום בטכנולוגיה קונבנציונאלית במחזור משולב. החברה מחזיקה ב-100% ממניות תחנת דליה, תחנת כוח הכוללת שתי יחידות נפרדות בעלות הספק מותקן כולל של כ-912 מגה וואט (כ-5% מסך ההספק המותקן במשק לסוף שנת 2021), אשר החלה את הפעלתה המסחרית בשנת 2015. עלות הקמת התחנה הייתה כ-3.5 מיליארד ש"ח והיא פועלת תחת אסדרה 241'1. כמו כן, כיום כלל פעילות הייצור והאספקה הינה באמצעות תחנת דליה. במהלך חודש אפריל 2022 רכשה "משק אנרגיה-אנרגיות מתחדשות בע"מ" את מלוא החזקות חברת "אנרגיה משקי הקיבוצים (דליה) אגש"ח", כאשר האחרונה רכשה את מלוא החזקות חברת "דליה 12 בע"מ". בכך גדלה אחזקתה של משק אנרגיה ל-40.67% ממניות החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית - דוח מתודולוגי, מאי 2015](#)
- [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](#)
- [דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [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

¹¹ לפי החלטה מס' 2 משיבה 241 מיום 2 בדצמבר 2008 - הסדרה תעריפית ליצרן חשמל פרטי קונבנציונלי של רשות החשמל כפי שתוקנה.

מידע כללי

19.12.2022	תאריך דוח הדירוג:
30.03.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.12.2020	התאריך שבו הונפק הדירוג לראשונה:
דליה חברות אנרגיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דליה חברות אנרגיה בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידע 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>