

## אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ

מעקב | ינואר 2021

### אנשי קשר:

#### אלעד סרוסי

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי

[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

#### תומר דר

אנליסטית בכירה, מערכת דירוג משנית

[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

#### ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

## אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ

|             |       |                  |
|-------------|-------|------------------|
| דירוג מנפיק | A2.il | אופק דירוג: יציב |
| דירוג סדרות | A2.il | אופק דירוג: יציב |

**מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לחברת אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ (להלן: "אנרג'יקס", ו/או "החברה"), אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לסדרות האג"ח שהנפיקה החברה (סדרות א' ו-ב'), אופק הדירוג יציב.**

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| שם סדרת אג"ח   | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|----------------|---------------|-------|------------|------------------|
| אנרג'יקס אגח א | 1161751       | A2.il | יציב       | 01.08.2030       |
| אנרג'יקס אג ב  | 1168483       | A2.il | יציב       | 01.08.2027       |

### שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת, בארץ ובעולם, בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני; (2) בחלק מהמדינות בהן היא פועלת, הסביבה הרגולטורית בענף מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה ויצרת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך. עם זאת, בטווח הבינוני, עם הרחבת הפעילות בשווקים המפותחים, השפעת אסדרות אלו תלך ותקטן; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח קונבנציונליות, המאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) אסטרטגיית החברה ליצור תמהיל גיאוגרפי מגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים ובעלי אסדרה תומכת ורגולציה שקופה; (6) בשנים האחרונות החלה החברה לפעול בכל שרשרת הערך בחלק מהפרויקטים אשר בבעלותה<sup>1</sup>, כאשר היא משמשת כזם, קבלן הקמה וקבלן תפעול בפרויקטים אלה. פעילות זו חושפת את החברה לסיכונים נוספים הקשורים להקמת ותפעול המתקנים, הממותנים בסביבת הפעילות ומורכבות טכנולוגית פשוטה יחסית. כמו כן, אנו מעריכים כי פעילות בכל שרשרת הערך צפויה להגדיל את התשואה המתקבלת מפרויקטים אלו; (7) נתח השוק של החברה צפוי לגדול באופן משמעותי בשנים הקרובות, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים בכל מדינות הפעילות של החברה; (8) לחברה קיימת תלות בלקוח מהותי בישראל, אשר הינו בעל איתנות פיננסית גבוהה. להערכתנו, בטווח הבינוני-ארוך, פיזור לקוחות החברה צפוי לגדול, בין היתר, לאחר הרחבת הפעילות בארה"ב ובפולין; (9) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים אשראי של המדינות בהן פועלת החברה. להערכתנו, סיכונים אשראי הנגזרים מפעילות החברה ארה"ב ופולין הינם נמוכים יחסית; (10) הפעילות הפרויקטאלית, הממומנת ברמת החברות הבנות בחוב Non-Recourse, אשר מחד גיסא, מספקת תעריפים קבועים בהסכמים ארוכי טווח, התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה, ומאידך גיסא, מאריכה את יחסי הכיסוי ברמת המאוחד; (11) וודאות תזרים המזומנים של החברה מוערכת כטובה, נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של הפרויקטים אותם מחזיקה החברה, כאשר נכון ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו ביום 30.09.2020, הסתכם היקף ה-EBITDA<sup>2</sup> בכ-190 מיליון ₪, בעוד שהיקף המקורות מפעילות (FFO) הסתכם בכ-152 מיליון ₪; (12) רמת המינוף הנוכחית של החברה מוערכת על ידי מידרוג כנמוכה יחסית, כפי שמשתקף ביחס החוב ברוטו מותאם לסך המקורות ההוניים (CAP) של כ-54% ליום 30.09.2020, עם זאת, רמת המינוף של החברה צפויה לעלות בשנים הקרובות. רמת המינוף של החברה בסולו נמוכה יחסית גם היא; (13) גמישות הפיננסית של החברה טובה ומתבטאת, בין היתר, ביחס כיסוי הריבית, אשר עמד על כ-4.8, נכון ליום 30.09.2020. בנוסף, החברה נהנית מנגישות גבוהה לשוק ההון ומנכסים משמעותיים שאינם משועבדים. יתרות הנזילות של החברה גבוהות מאוד ועמדו על כ-1.0 מיליארד ₪ במאוחד וכ-721 מיליון ₪ בסולו, נכון ליום

<sup>1</sup> נכון למועד הדוח, הפרויקטים אותם החברה מתפעלת הינם הפרויקטים הסולאריים בישראל בלבד.  
<sup>2</sup> לאחר עלויות תפעול ברמת החברה.

30.09.2020, בין היתר, בעקבות גיוסי הון וחוב משמעותיים שבוצעו במהלך 2020. להערכתנו רמת הנזילות תישמר גבוהה בשנים הקרובות; (14) לחברה תכנית השקעות מאסיבית הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex במהלך השנים האחרונות, בסכומים שנתיים של מאות מיליוני ₪ והיא צפויה להמשיך ולהתרחב; (15) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (16) השליטה בחברה (53.86%) הינה בידי חברת אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ<sup>3</sup> (להלן: "אלוני-חץ", "החברה האם"), אשר סיפקה תמיכה פיננסית בדרכים שונות בחברה, בעת הצורך, בשנים האחרונות. כמו כן, מנהלי אלוני-חץ מעורבים באופן פעיל בפעילות החברה. בחודש נובמבר 2020 הודיעה החברה על חלוקת דיבידנד מיידית של כ-76 מיליון ₪ ועל בחינת מדיניות חלוקה שתקבע במועד הדוחות השנתיים הקרובים. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להיות מתונה ולהיגזר מהיקף התזרימים המיוצר בחברה וצרכי ההון שלה. מידרוג תמשיך ותבחן את ההתפתחויות במדיניות הדיבידנד של החברה והשפעתה על רמות המינוף ותזרימי המזומנים.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים, אשר נמצאים טרם שלב הסגירה הפיננסית, בארץ ובחו"ל. הנחנו כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בין 600-700 מיליון ₪ בשנת 2020 ובין 1.3-1.5 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלו"ז ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים בתקופת ההקמה, לצד שמירה על יתרות נזילות מהותיות ונגישות טובה לשוק ההון. בנוסף, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 200-230 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2020-2021, ולעלות מהותית בשנת 2022 לטווח של בין 300-350 מיליון ₪, לאחר הפעלה מסחרית של מספר פרויקטים מהותיים, בעוד שהיקף המקורות מפעילות (FFO) צפוי לנוע בטווח של 150-180 מיליון ₪ לשנה בין 2020-2021, ולעלות לטווח של בין 240-270 מיליון ₪ ב-2022, זאת תחת ההנחה של המשך הגדלת הפורטפוליו בתחום ה-PV בישראל וארה"ב ובתחום הרוח בפולין ובישראל. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיחלש בטווח הקצר-בינוני, כתוצאה משיעור מינוף גבוה יחסית ברמת הפרויקטים החדשים, כמקובל בתחום הפעילות, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר צפוי לנוע בטווח גבוה של בין 10.0-15.0, בשנים 2020-2021, בהן תידרש החברה להשקעות Capex גבוהות בהקמת פרויקטים חדשים. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה תעלה מהותית, כפי שמשתקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), ותנוע בטווח שבין 60%-70% בשנים הקרובות. הנחנו כי נוכח תכנית ההשקעות המאסיבית (כמפורט לעיל), תשמור החברה על רמת מינוף סבירה, תוך יצירת הלימה בין גיוסי החוב לאורך השנים להון העצמי שלה.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הפרופיל העסקי של החברה, דרך הרחבת פעילותה ומקורותיה התזרימים
- שיפור מתמשך ברמת המינוף וביחסי הכיסוי התזרימיים של החברה

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית, ויחסי כיסוי החוב
- עליה בסיכון הפעילות של נכסי הבסיס של החברה

<sup>3</sup> אלוני-חץ מדורגת במידרוג Aa3.il באופק יציב.

## אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

| 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 30.09.2019 | 30.09.2020 |                                    |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------------------|
| 141        | 171        | 239        | 178        | 195        | הכנסות                             |
| 89         | 111        | 184        | 140        | 146        | EBITDA                             |
| 66         | 82         | 146        | 112        | 119        | <sup>4</sup> FFO                   |
| 96         | 92         | 151        | 268        | 1,029      | מזומנים ושווי מזומנים <sup>5</sup> |
| 685        | 732        | 1,001      | 986        | 1,605      | סך הון מותאם <sup>6</sup>          |
| 714        | 868        | 1,302      | 1,085      | 1,827      | חוב פיננסי מותאם <sup>7</sup>      |
| 1,527      | 1,724      | 2,553      | 2,220      | 3,753      | סך מאזן                            |
| 50.9%      | 54.0%      | 56.0%      | 51.7%      | 53.7%      | חוב פיננסי ברוטו / Cap             |
| 3.4        | 3.4        | 4.6        | NA         | NA         | יחס כיסוי ריבית (ICR)              |
| 94         | 320        | 481        | 165        | 528        | Capex                              |
| 9%         | 25%        | 38%        | 14%        | 31%        | PPE / Capex                        |

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, זאת לצד ירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה בעשור האחרון, הנובעים בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות בעולם המערבי קבעו יעדי ייצור שאפתניים באנרגיות מתחדשות ומעודדות ייצור חשמל נקי באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. בסוף שנת 2019 כ-33% מההספק המותקן לייצור חשמל בעולם וכ-27.3% מייצור החשמל היו מאנרגיה מתחדשת. בישראל כ-6% בלבד מסך ייצור החשמל בשנת 2019 יוצר מאנרגיה מתחדשת<sup>8</sup>. בחודש אוקטובר 2020 החליטה ממשלת ישראל להגדיל את יעד ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות ל-30% עד שנת 2030, חלף יעד קודם של 17%, ובכלל זה, יעד ביניים של 20% עד 2025. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בשנים הקרובות.

## פרופיל סיכון הפעילות מאופיין ברמת סיכון בינונית, נהנה מרגולציה תומכת הכוללת יעדי ייצור באנרגיות מתחדשות

## ואסדרה תעריפית

החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, על ידי הפרויקטים בהם היא מחזיקה, אשר ממומנים ברובם במימון פרויקטאלי (חוב בכיר, Non-Recourse). ענף פעילות זה מוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני, הנובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכונים הקמה, ומנגד ודאות תזרימית גבוהה יחסית.

בשונה מחברות אחרות בענף, החברה מבצעת בעצמה את פעולות ההקמה והתפעול בפרויקטים, ובמסגרת זו היא חשופה להיבטים אלו, לרבות העמדת ערבויות. להערכת מידרוג, בטווח הקצר, הכנסות החברה ורווחיותה ינבעו בעיקר מהפרויקטים בישראל ובפולין ובטווח הבינוני תתווסף הכנסה מהותית מפעילות ה-PV בארה"ב.

בישראל ובפולין, בשנים הקרובות, פעילות החברה צפויה להישען לרוב על רגולציה תומכת, במסגרתה קיימות התחייבויות של חברות חשמל / חברות הולכה מקומיות ו/או גורם חיצוני אחר לרכוש את מרבית או את כל החשמל המיוצר בפרויקטים הרלוונטיים (Off-

<sup>4</sup> כולל פירעון הלוואות לחברות מוחזקות.

<sup>5</sup> יתרות אלו אינן כוללות כ-40 מיליון ₪ המופקדים כקרנות רזרבה לשירות חוב להבטחת פירעונות הלוואותיה של הקבוצה.

<sup>6</sup> כולל נטרול הרכיב ההוני של אג"ח להמרה.

<sup>7</sup> בנטרול מזומן מוגבל המשמש כקרן לשירות החוב הפרויקטלי, כולל התחייבויות לפינוי ושיקום, בתוספת הרכיב ההוני של אג"ח להמרה.

<sup>8</sup> [אנרגיה מתחדשת בישראל - רקע וסוגיות לדיון - 19.10.2020](#)

(Taker) בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ולמשך תקופה ארוכה, במסגרת הסכמי PPA. בנוסף, בפרויקטי הרוח בפולין, אשר מצויים בהפעלה מסחרית, החברה מוכרת את החשמל ואת התעודות הירוקות שמונפקות לה בקשר עם ייצור החשמל מחוות הרוח דרך הבורסה במחירי ספוט ו/או לסוחר חשמל מקומיים ועל כן חשופה לשינויים במחיר. עם זאת, נציין כי החברה מבצעת פעילות לגידור מחירי החשמל והתעודות הירוקות ובמסגרת זו, בין היתר, קיבעה החברה כ-80% מהיקף ייצור החשמל הצפוי מחוות הרוח בהפעלה מסחרית לשנים 2021-2023 והתקשרה בעסקאות לקיבוע כ-70%-80% מצפי ייצור התעודות הירוקות בשנים 2022-2021. בנוסף, בפעילות החברה בארה"ב, ביצעה החברה עסקת גידור מחיר ל-12 שנה ביחס ל-80% מצפי ייצור החשמל והתקשרה בעסקה למכירת כלל התעודות הירוקות לתקופה של 12 שנה בפרויקטים וירג'יניה 1. לדברי החברה, היא צפויה להמשיך ולפעול בשנים הקרובות אך ורק במדינות מפותחות עם פרופיל פיננסי איתן.

## **נח שוק מצומצם, עם תלות בלקוח מהותי בעל איתנות פיננסית גבוהה בישראל, לצד פיזור הכנסות משופר בטווח הקצר-בינוני**

כיום, לחברה פרויקטים בהיקף של כ-402 מגה-וואט, מתוכם כ-201 מגה-וואט בישראל, כ-119 מגה-וואט בפולין וכ-82 מגה-וואט בארה"ב. בישראל החברה הינה מהבולטות בקרב חברות האנרגיות המתחדשות, אולם תחום האנרגיות המתחדשות כולו מהווה חלק מצומצם ביחס לסך החשמל המיוצר במשק. בד בבד, ההספק המיוצר על ידי החברה צפוי לגדול באופן משמעותי בשנים הקרובות. כלל מכירות החשמל בשוק המקומי הינן למנהל המערכת, אשר כיום הינו אורגן בחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"). התבססות החברה על מכירות ללקוח מהותי כגון "חח" חושפת אותה לסיכונים האשראי של "חח" ומבטאת ריכוזיות הכנסות גבוהה. עם זאת, היות ולקוח זה הינו חברה ממשלתית בעלת איתנות פיננסית גבוהה, סיכון זה מתמתן. בד בבד, החברה חשופה כיום ללקוח מהותי נוסף (AXPO TRADING AG, סוחר חשמל הפועל בפולין), בגין פעילותה בפולין, חשיפה זו צפויה להתמתן בשנים הקרובות, תוך כדי הרחבה מהותית של זרוע הפעילות בארה"ב, שוק בעל פוטנציאל ושיעורי צמיחה משמעותיים.

## **השפעה שלילית מהותית של שינויים בשערי חליפין על תוצאות החברה**

פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לסיכון שערי החליפין של המטבעות בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. לפיכך, חשופה החברה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על כדאיות ורווחיות הפרויקטים. החשיפה קיימת הן ברמת החברה, אשר מקבלת תזרימים במטבעות השונים מהשקל, והן ברמת הפרויקטים בהם ישנן עלויות הקמה ו/או תפעול הנקובות במטבע שאינו המטבע בו נקוב התעריף למכירת החשמל. חשיפה זו ממותנת, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זהה) וכן באמצעות מדיניות גידור לפיה החברה פועלת לשמור על שיעור חשיפה שלא יעלה על 20% מההון העצמי, עבור כל מטבע בודד. נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים חושפים את החברה גם לסיכונים האשראי של פולין כיום ובטווח הבינוני-ארוך גם חשיפה לסיכונים האשראי של ארה"ב.

## **תכנית השקעות מאסיבית הצפויה לאפשר את צמיחתה המואצת של החברה**

החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות מאסיבית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובחו"ל (כמפורט לעיל). תכנית ההשקעות הביאה להוצאות Capex מהותיות בין השנים 2016-2019, במוצע שנתי של מעל ל-300 מיליון ₪. בנוסף, הוצאות אלו צפויות לגדול באופן משמעותי לטווח של בין 600-700 מיליון ₪ בשנת 2020 ולעלות לטווח של בין 1.3-1.5 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022. עם זאת, יתרות המזומנים הגבוהות של החברה, לצד גיוסי הון וחוב שבוצעו לאחרונה וכן התזרים השירי מן הפרויקטים המוחזקים, צפויים לספק מענה הולם לצרכי ההשקעה המאסיביים.

## **יחסי כיסוי חוב ארוכים הממותנים בוודאות תזרימית גבוהה יחסית**

מתקנים לייצור אנרגיה מהווים תשתית חיונית ונדבך משמעותי במשק החשמל. בישראל, פעילויות אלו מעוגנות לרוב בהסכמי PPA ארוכי טווח מול מנהל המערכת המקומי, הכוללים בין היתר, תעריף קבוע המשולם בתמורה לאספקת חשמל, ולהערכתנו, תורמים רבות ליציבותה התזרימית של החברה. בד בבד, נכון למועד הדוח, לחברה פרויקטי רוח בפולין, אשר התזרימים מהם נסמכים על מכירות חשמל באמצעות הבורסה או באמצעות סוחר חשמל מקומיים וכן מכירות של תעודות ירוקות באמצעות הבורסה. בנוסף,

לחברה פרויקטי PV בארה"ב אשר החשמל המיוצר בהם נמכר לחברת החשמל המקומית, למשך תקופה של 13 שנים מהפעלתו המסחרית של כל פרויקט, והתעודות הירקות בגינם נמכרו במלואן, עד לסוף שנת 2032, לחברת Shell. החברה מבצעת גידור לפעילותה בארה"ב ובפולין, כמפורט מעלה.

נכון ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו ביום 30.09.2020, הסתכם היקף ה-EBITDA<sup>9</sup> בכ-190 מיליון ₪, כאשר על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA השנתי צפוי לנוע בטווח של 200-350 מיליון ₪ בין השנים 2020-2022, זאת לאור הפעלה מסחרית של פרויקטים חדשים בישראל, בפולין ובארה"ב. בנוסף, בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2020, עמד היקף המקורות מפעילות (FFO) על כ-152 מיליון ₪ ולהערכתנו, הוא צפוי לנוע בטווח של 160-270 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2020-2022. יש לציין, כי יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיות ארוכים יחסית ונובעים מן החוב הפרויקטלי, המאופיין בשיעור מינוף גבוה, התואם את הנהוג בענף, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר עמד נכון ליום 30.09.2020 על כ-11.7 (לאחר ממוצע של כ-11.0 בשנים 2016-2019) וצפוי לנוע בטווח של 10-15 בשנים 2020-2022.

### **גמישות פיננסית טובה, לצד רמת מינוף נמוכה יחסית כיום, אשר צפויה לעלות משמעותית בשנים הקרובות**

החברה מחזיקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, הנע בטווח שבין 60%-80%. רמת המינוף של החברה כיום מוערכת על ידי מידרוג כנמוכה יחסית, כפי שמשתקף ביחס החוב ברוטו מותאם לסך המקורות ההוניים (CAP), העומד על כ-54% ליום 30.09.2020. עם זאת, רמה זו צפויה לעלות משמעותית בשנים 2020-2022 ולנוע בטווח שבין 60%-70%, נוכח תכנית ההשקעות המאסיבית. נציין, כי, סביבת מינוף זו הינה מקובלת לחברות בענף. יחס כיסוי הריבית (ICR) הינו טוב ועמד על כ-4.8 ליום 30.09.2020 וצפוי לנוע בשנות התחזית בטווח שבין 6.0-8.0. גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת בנגישות טובה לשוק ההון, כפי שבא לידי ביטוי בשנה האחרונה בגיוסי הון וחוב מהותיים ובמספר נכסים שאינם משועבדים.

### **שמירה על יתרות נזילות גבוהות במאוחד וברמת החברה סולו וצפי למדיניות חלוקת דיבידנד מתונה**

לחברה יתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על מעל ל-1.0 מיליארד ₪ במאוחד ליום 30.09.2020 וכ-721 מיליון ₪ ברמת הסולו, זאת, בין היתר, לאור גיוסי חוב והון שבוצעו במהלך הרבעון השלישי לשנת 2020. יתרות נזילות אלו צפויות לשמש, בין היתר, לצרכי ההשקעות הגבוהות שהחברה צפויה לבצע בטווח הקצר-בינוני. עם זאת, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה תשמור על רמת נזילות גבוהה. שמירה על יתרות נזילות גבוהות אלו תומכת בדירוג החברה, בדגש בתקופה הקרובה, המאופיינת בתוכנית השקעות מאתגרת ומאסיבית.

ברמת הסולו, לחברה צרכי שירות חוב (תשלומי קרן וריבית) שנתיים של בין 65-70 מיליון ₪ והוצאות מטה בטווח של בין 25-30 מיליון ₪ בשנים הקרובות. להערכתנו, החברה צפויה לשמור על מרווח הולם ביחס לאמות המידה של סדרות האג"ח. כמו כן, למועד הדוח לחברה מסגרות חתומות ופנויות של כ-135 מיליון ₪. נציין, כי החברה צפויה לקבוע לראשונה מדיניות חלוקת דיבידנדים במועד הדוחות השנתיים, אשר צפויה להערכתנו להיות מתונה.

## **שיקולים נוספים לדירוג**

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

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים, אשר חלקן הינן בעלות חובות בכירים, במסגרת מימון פרויקטאלי Non-Recourse. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה, בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. יש לציין, כי כל הפרויקטים של החברה בפולין ובארה"ב (בתפעול ובהקמה) כיום ממומנים בהון עצמי (בארה"ב גם באמצעות מימון שותף מס) ואינם נושאים חוב. נכון למועד הדוח חלק מהותי מסך הרווח התזרימי במאוחד נובע מפרויקטים בפולין ובארה"ב שאינם ממומנים. עם זאת,

<sup>9</sup> לאחר עלויות הנהלה וכלליות וייזום ברמת החברה.

אנו צופים שחלק התזרימים מפרויקטים בעלי חוב יגדל מהותית בשנים הקרובות.

### תמיכה מוכחת של החברה האם

השליטה בחברה (53.86%) הינה בידי חברת אלוני-חץ, המדורגת Aa3.il באופק יציב, אשר סיפקה תמיכה פיננסית בדרכים שונות לחברה, בעת הצורך, בשנים האחרונות, בין היתר, בדרך של העמדת מסגרות אשראי, הלוואות גישור והלוואות בעלים וערבויות לספקים, לצד השתתפות בשיעורים משמעותיים בגיוסי הון בתקופות של השקעות גבוהות. כמו כן, מנהלי אלוני-חץ מעורבים באופן פעיל בפעילותה השוטפת של החברה. חברת האם והבעלים צפויים להמשיך ולהזרים הון נוסף לחברה, בעת הצורך, לטובת המשך פיתוח וצמיחת הפורטפוליו של החברה, וזאת בהתאם להצהרת מנהלי חברת האם. בנוסף, מדיניות חלוקת הדיבידנדים באנג'יקס צפויה, להערכתנו, להיות מתונה ולהיגזר מהיקף התזרימים המיוצר בחברה וצרכי ההון שלה.

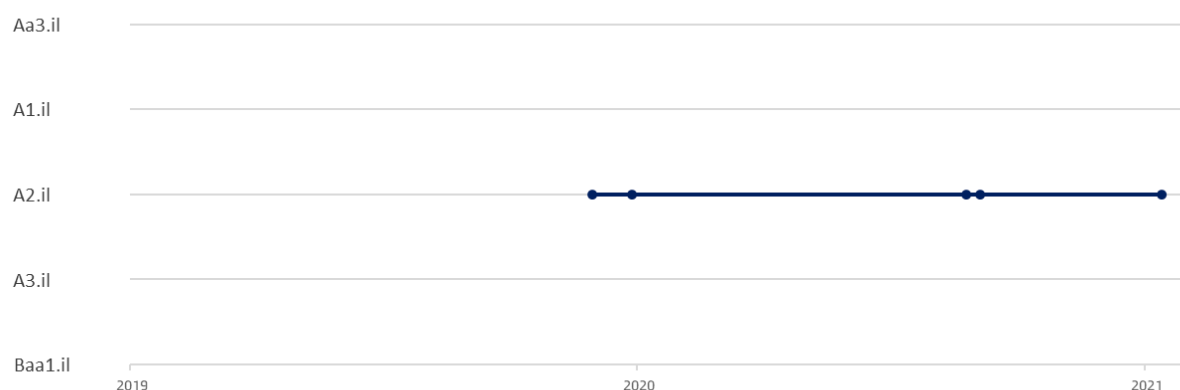
### ניהול שמרני המשתקף בסביבות הפעילות וביחסי המינוף של החברה

להערכת מידרוג, החברה פועלת בסביבות פעילות בטוחות יחסית, בדגש על שווקים מפותחים ובמדינות עם סיכון אשראי נמוך. כמו כן החברה מציגה רמות מינוף נמוכות ביחס לחברות דומות. להערכתנו, ניהול הסיכונים של החברה הינו הולם את רמת הדירוג.

### אודות החברה

אנג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ, התאגדה בדצמבר 2006 כחברה פרטית ובשנת 2011 הפכה לחברה ציבורית. החברה עוסקת בייזום, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של מיזמים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשים (אנרגיה סולארית ואנרגיית רוח) ומכירת חשמל המיוצר במתקנים אלה, הן באופן עצמאי והן באמצעות חברות בנות ושותפויות הנמצאות בשליטתה. פעילות החברה פרוסה על פני מספר מדינות, כאשר נכון למועד הדוח, החברה פועלת בישראל, בפולין ובארה"ב. בעלת מניות השליטה הינה חברת אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ<sup>10</sup> (כ-53.86%).

### היסטוריית דירוג



<sup>10</sup> נכון למועד הדוח מדורגת ע"י מידרוג Aa3.il באופק יציב.

## דוחות קשורים

- [אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ - דוחות קשורים](#)  
[דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית - דוח מתודולוגי, יולי 2020](#)  
[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)  
[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)  
[הערת ענף - מימון פרויקטים ותשתיות, נובמבר 2020](#)  
[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)  
[טבלת זיקות והחזקות](#)  
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

|                                 |                                      |
|---------------------------------|--------------------------------------|
| 13.01.2021                      | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 02.09.2020                      | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 28.11.2019                      | התאריך שבו בוצע הדירוג לראשונה:      |
| אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| אנרג'יקס - אנרגיות מתחדשות 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' 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 וככאלה 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>