

# אלומי קפיטל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2021

## אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

[uri.h@midroog.co.il](mailto:uri.h@midroog.co.il)

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

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

## אלומי קפיטל בע"מ

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

**מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Baa1.il, לחברת אלומי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומי קפיטל"). אופק הדירוג יציב.**

### שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בעיקר בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. עיקר הסיכון נובע מחשיפה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה; (2) אסטרטגיית רכישות ומבנה מימון פרויקטאלי (בד"כ בחוב Non-Recourse), המספק תעריפים קבועים בהסכמים ארוכי טווח, התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה מחד, ומאידך, גורמים ליחסי כיסוי איטיים הנובעים מחוב פרויקטאלי ארוך; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) הסביבה הרגולטורית במדינות בהן פועלת החברה, לצד הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח מול לקוחות קצה חזקים, יוצרים ודאות יחסית בקשר עם יציבות תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (5) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (6) נתח השוק וגודלה של החברה הינו קטן ביחס לקבוצת הייחוס בענף, אך נציין כי גדל משמעותית עם תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקט טלאסול (להלן: "טלאסול"), וצפוי להמשיך לצמוח בטווח הקצר-בינוני, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים בספרד ובאיטליה עד סוף שנת 2023, לצד פוטנציאל צמיחה נוסף באמצעות צבר מהותי של פרויקטי PV נוספים; (7) החברה מציגה שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים יחסית, בין היתר, עקב רכיב גבוה של הוצאות פיתוח; (8) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה (איטליה, ספרד, הולנד וישראל), לצד חשיפה לשערי חליפין, הממותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (9) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מטלאסול, ופרויקטי ה-PV בהם החברה מחזיקה בספרד וישראל ופרויקטי הביוגז בהולנד. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה להמשיך לצמוח, עם השלמת הקמתם של פרויקטים נוספים בספרד ובאיטליה. השלמת טלאסול מגדילה מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד, זאת, עד להבשלת פורטפוליו פרויקטים מהותי חדש באיטליה; (10) יכולת ייצור ההכנסות טובה, לאור ההפעלה המסחרית של טלאסול, לצד שיפור צפוי עם השלמתם של הפרויקטים שבהקמה; (11) לחברה תכנית השקעות רב שנתית מהותית, הכוללת בעיקר את הקמת פרויקט האגירה השאובה בצוק מנרה (להלן "פרויקט מנרה"), וכן פרויקט PV נוסף בספרד, הנמצאים בשלבי הקמה, ופורטפוליו פרויקטים חדש באיטליה. על פי תחזית החברה, הוצאות ה-Capex בשנים 2021-2023 צפויות לעמוד על כ-500 מיליון אירו, לרבות מימון פרויקטים ברמת החברות המוחזקות; (12) רמת המינוף המאזני של החברה נכון לסוף חודש מרץ 2021 הינה סבירה, אולם צפויה לעלות בטווח הקצר-בינוני, בשל הקמתו של פרויקט מנרה וייזום של פרויקטים נוספים. עם זאת, אנו מניחים כי החברה תאזן את רמת המינוף על ידי גיוסי הון, בהתאם לצרכיה השוטפים, עם התקדמות תוכנית ההשקעות; (13) המדיניות הפיננסית בקשר עם החזקת יתרות נזילות תומכת בדירוג, כאשר נכון ליום 31.03.2021, עמדו היתרות הנזילות על כ-105 מיליון אירו, ובטווח הקצר-בינוני צפויה החברה להחזיק רמת מזומנים מינימלית של לפחות 30-40 מיליון אירו; (14) לחברה גמישות פיננסית טובה, המתבטאת, בין היתר, בנגישותה לבנקים ולשוק ההון; (15) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בטווח הקצר בהשלמת פיתוח פרויקטים בספרד ובאיטליה, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2021-2023, ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בישראל, ספרד ואיטליה. בהתאם להנחות אלו, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי לעמוד על כ-20 מיליון אירו בשנת 2021, זאת בעיקר לאור הפעלת טלאסול, ובשנים 2022-2023, לאחר הפעלת פרויקטים נוספים בספרד ואיטליה, צפוי פרמטר זה לנוע בין 25-40 מיליון אירו. כמו כן, היקף המקורות מפעולות (FFO) בשנים אלו צפוי לנוע בטווח שבין 15-25 מיליון אירו. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות

צפויים להיות איטיים ביחס לרמת הדירוג, גם לאחר הפעלת טלאסול והפרויקטים הנוספים אשר בתכנית ההשקעות, בין היתר, עקב הכללת החוב הפרויקטלי שילקח בגין פרויקט מנרה. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקפת ביחס ההון למאזן תעלה, ותנוע בטווח שבין 21%-25%. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים בהן היא תמצא בתכנית השקעות נרחבת.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

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

#### אלומי קפיטל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, אלפי אירו

| 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.03.2020 | 31.03.2021 |                                    |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------------------|
| 18,117     | 18,988     | 9,645      | 1,943      | 7,200      | הכנסות                             |
| 8,267      | 7,291      | (378)      | (1,208)    | 2,948      | EBITDA מותאם <sup>1</sup>          |
| 39,014     | 53,197     | 76,719     | 66,429     | 105,020    | מזומנים ושווי מזומנים <sup>2</sup> |
| 76,957     | 107,756    | 125,026    | 132,919    | 123,820    | הון עצמי                           |
| 116,035    | 178,906    | 296,469    | 193,198    | 334,851    | חוב פיננסי ברוטו <sup>3</sup>      |
| 211,160    | 310,172    | 460,172    | 376,142    | 491,647    | סך מאזן                            |
| 36.4%      | 34.7%      | 27.2%      | 35.3%      | 25.2%      | הון למאזן                          |
| 7,908      | 4,476      | (1,117)    | (1,404)    | 2,351      | FFO <sup>4</sup>                   |

#### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

##### פרופיל סיכון הפעילות מאופיין ברמה בינונית, נהנה מרגולציה תומכת, הכוללת יעדי ייצור באנרגיות מתחדשות ואסדרה תעריפית

החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, באירופה ובישראל, באמצעות הפרויקטים בהם היא מחזיקה, אשר מומנו ברובם במימון פרויקטאלי (חוב בכיר, Non-Recourse). פעילות החברה נשענת לרוב על רגולציה תומכת, במסגרתה קיימת התחייבות של חברת חשמל / חברות הולכה מקומיות ו/או גורם חיצוני אחר לרכוש את מרבית או את כל החשמל המיוצר בפרויקטים הרלוונטיים (Off-taker) למשך תקופה ארוכה, במסגרת הסכמי PPA. בהתאם לכך, ענף ייצור החשמל באנרגיות מתחדשות מוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני, הנובע בעיקר לאור חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. כמו כן, ניכר כי הרגולטורים (בארץ ובחלק מן השווקים בעולם) מקדמים מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות הינוקא. גורמים הממתנים סיכון זה, הינם קיומה של רגולציה תומכת, המלווה בתכניות ויעדי ייצור באנרגיות מתחדשות לטווח הקצר-בינוני, ויוצרת ודאות תזרימית ושקיפות, אשר הולמות את רמת הדירוג.

##### מסגרת רגולטורית תומכת באזורי הפעילות, הנשענת על הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח, מול לקוחות קצה איכותיים

פעילות הליבה של החברה הינה ייצור חשמל באנרגיות מתחדשות וקונבנציונאליות במדינות שונות, אשר לכל אחת מהן מסגרת

<sup>1</sup> לא כולל דיבידנד מדוראד, וכולל התאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

<sup>2</sup> כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

<sup>3</sup> בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

<sup>4</sup> לרבות דיבידנד מדוראד מוחלק על פני השנים, והתאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

רגולטורית שונה ביחס לענף. מתקנים לייצור אנרגיה מהווים תשתית חיונית ונדבך משמעותי במשק החשמל, מעוגנים לרוב בהסכם PPA מול מנהל המערכת המקומי, ולהערכתנו תורמים רבות ליציבות התזרימית של החברה. עיקר ההכנסות של החברה נובעות ממתקני ה-PV בהם היא מחזיקה וממתקני הביוגז שבבעלותה. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות, בין היתר, על תשלומים מגופים ממשלתיים ופרטיים, ופגיעה באיתנות הפיננסית של גופים אלה עשויה להשפיע באופן ישיר או עקיף על ההכנסות מפעילות זו. בישראל, ענף החשמל מאנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך תקופת הרישיון, ואילו בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור. בספרד, ההכנסות מהמתקנים אשר תחת אסדרה תעריפית נקבעים עבור כל מתקן בעת החיבור לרשת החשמל, ומורכבים משלושה רכיבים: תפעול, השקעה ומחירי Spot. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים, הן על ייצור הגז בתהליך והן על ייצור החשמל, תשלום מהספק עבור פינוי ה"זבל", שמקוץ במחיר שמועבר לספק עבור פינוי הבוצה, ותעודות ירוקות עבור ייצור גז וחשמל, אותן היא מממשת בעת מכירתן.

### **פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, וצפי להמשך גידול של סך המגה-וואט בטווח הקצר**

החברה פועלת כיום, מפתח ובעלים של מתקנים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת. המודל העסקי מבוסס על השקעה בייזום והקמת פרויקטים, והחזר ההשקעה מתוך ההכנסות ממכירת החשמל לרשת החשמל ו/או ממימוש הנכסים שברשותה, על ידי מכירת זכויותיה במתקנים. הפרויקטים ממומנים באמצעות שילוב של רכיב הון עצמי ורכיב חוב, על ידי מימון בנקאי (רמת הפרויקט) ו/או ציבורי (בסולו). לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטים בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. החברה מתמקדת כיום בשלבי הפיתוח, מימון, הקמה והפעלה של הפרויקטים. בשוק הישראלי, החברה רכשה כ-9.4% מתחנת הכוח דוראד וכן את מתקן ה-PV בתלמי יוסף. בפרויקט מנרה החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של הפרויקט. בשוק הבינלאומי, בשנת 2017, רכשה החברה את הזכויות בפרויקט טלאסול והחלה בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקט. סך המגה-וואט המיוצרים בפרויקט טלאסול מהווה מעל 50% מסך חלקה היחסי של החברה בפרויקטים שלה. נציין, כי בטווח הקצר, שיעור זה צפוי לרדת. בנוסף, החברה מקדמת בימים אלו ייזום ופיתוח של פרויקטי PV רבים בספרד ובאיטליה, אשר חלקם צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך 2022-2023 תחילת הקמתם צפויה בטווח הקצר-בינוני.

### **נתח שוק קטן יחסית, לצד פיזור לקוחות בעלי איתנות פיננסית גבוהה וחשיפה גבוהה לפרויקט יחיד בטווח הקצר-בינוני**

נתח השוק בו מחזיקה החברה הינו מצומצם ביחס לקבוצת הייחוס, כאשר בבעלותה פרויקט תלמי יוסף בהיקף של 9 מגה-וואט<sup>5</sup>. בנוסף, לחברה פרויקטי PV בהיקף של כ-7.9 מגה-וואט בספרד, פרויקטי ביו-גז בהיקף של כ-19 מגה-וואט בהולנד, ופרויקט טלאסול בספרד בהיקף של כ-300 מגה-וואט. נכון למועד הדוח, לקוחות החברה הינם חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י) וכן רשויות החשמל המקומיות בספרד והולנד, אשר רוכשות את החשמל והגז ממתקני ה-PV והביו-גז, בהתאמה, שבבעלות החברה. בדצמבר 2020 פרויקט טלאסול החל בהפעלה מסחרית, כאשר בנוסף החברה חתמה על עסקת גידור למחיר החשמל מול חברת אנרגיה בינלאומית מובילה, הפועלת בלמעלה מ-40 מדינות. עסקת הגידור מתייחסת לכ-80% מסך ייצור החשמל בפרויקט, שיימכר במחיר מוסכם מראש לתקופה של 10 שנים, כאשר החשמל שייצור בפרויקט צפוי להימכר במחיר השוק במועד המכירה. הסכם הגידור קובע כי אם מחיר השוק ירד מתחת למחיר שנקבע בהסכם מכירת החשמל, ספקית הגידור תשלם לטלאסול את ההפרש בין מחיר השוק למחיר שנקבע. היה ומחיר השוק יהיה גבוה מהמחיר שנקבע, טלאסול תשלם לספקית הגידור את ההפרש בין מחיר השוק והמחיר שנקבע. ההסכם צפוי לגדר את רוב הסיכונים הנובעים מהתנודתיות במחירי החשמל בשוק, בכך שיאפשר לטלאסול להבטיח רמת הכנסות קבועה, עבור ייצור החשמל המכוסה בהסכם. פרויקט זה צפוי להוות בין 40%-65% מה-EBITDA בשנים הקרובות. להערכתנו, עסקת הגידור ממתנת באופן מהותי את החשיפה הגבוהה להכנסות כה משמעותיות מנכס תפעולי מהותי זה.

<sup>5</sup> בנוסף, שיעור החזקה נמוך של כ-9.4% בפרויקט דוראד (כ-80 מגה-וואט).

## **גידול משמעותי בהכנסות החברה בטווח הקצר בעקבות הפעלת טלאסול ובטווח הארוך מיתון החשיפה התזרימית לפרויקט טלאסול עם הפעלת פרויקטים נוספים בספרד ואיטליה**

החברה נמצאה בתהליך צמיחה בשנים האחרונות, עקב אסטרטגיית הפעילות והאצת רכישות וייזום פרויקטים, כולל, בין היתר, רכישת מתקני הביו-גז בהולנד, מתקן ה-PV בתלמי יוסף וייזום פרויקט PV נוספים באיטליה וספרד. בשנת 2020 עמדו הכנסות החברה על כ-10 מיליון אירו לעומת כ-19 מיליון אירו בשנת 2019 וכ-18 מיליון אירו בשנת 2018. בעקבות תחילת ההפעלה המסחרית של טלאסול בסוף שנת 2020, וכן פרויקט נוספים בספרד ובאיטליה צפויות ההכנסות החשבונאיות לגדול ולנוע בשנים 2021-2023 בטווח שבין 40-66 מיליון אירו.

### **החברה מציגה שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס בענף**

שיעור הרווחיות התפעולית של החברה נשחק בשנים האחרונות, בין היתר, כתוצאה מהוצאות פיתוח פרויקטים מהותיות של מנרה, טלאסול וצבר הפרויקטים החדש באיטליה ובספרד ובשל שיעורי רווחיות נמוכים בפעילות הביו-גז בהולנד. בשנים 2021-2023 אנו מצפים לראות שיפור מהותי של שיעורי הרווחיות התפעולית, בין היתר, לאור התחלת ההפעלה המסחרית של פרויקט טלאסול, שיפור בפעילות פרויקט הביו-גז וקישון בהוצאות הפיתוח.

### **מגמת עלייה במינוף המאזני בשנים הקרובות, עקב ייזום פרויקטים מהותיים**

החברה פועלת דרך החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, אשר נע בטווח שבין 60%-80%. רמת המינוף המאזני של החברה, נמצאת בשנים האחרונות במגמת עלייה, כפי שמשקף ביחס ההון למאזן, מ-56% בסוף שנת 2016 לכ-25% נכון ליום 31.03.2021. מגמת העלייה במינוף הינה בעיקר תוצאה של רכישת פרויקטים (רכישת פרויקט ביו-גז נוסף בהולנד) וייזום פרויקטים חדשים (בעיקר טלאסול ופרויקט אגירה שאובה במנרה), אשר כללו הוצאות מהותיות בפיתוחם והגדלת החוב המאוחד. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג יחס ההון למאזן צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של בין 21%-25%.

## **צפי לתזרים מזומנים חופשי שלילי בזמן הקצר בעקבות השקעות מהותיות בהקמת פרויקטים חדשים בספרד, איטליה ובפרויקט מנרה**

בשנים האחרונות התזרים השוטף (CFO) נע בין תזרים שלילי של כ-5.8 מיליון אירו בשנת 2020 לבין תזרים חיובי של כ-6.5 מיליון אירו בשנת 2018, בין היתר, עקב שינויים בסעיפי ההון החוזר ובהוצאות המימון. בעקבות ההפעלה המסחרית של טלאסול ופרויקטים נוספים בספרד ואיטליה, בין השנים 2021 ו-2022, צפוי התזרים השוטף לנוע בין 10-13 מיליון אירו. בשנים 2021-2023, סך ההשקעות ההוניות (Capex) של החברה צפויות לנוע בטווח של בין 100 ל-230 מיליון אירו, כתוצאה מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה והפרויקטים החדשים באיטליה וספרד. אנו רואים את תקופת ההקמה של פרויקטים בהיקפים משמעותיים בשנים אלו כגורם סיכון בדירוג החברה. עיכובים בהפעלות מסחריות או גידול בתקציבי ההקמה של הפרויקטים, עלולים להביא לפגיעה בדירוגה. תזרים המזומנים החופשי (FCF) יושפע באופן מהותי בשנים 2021-2023 מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה והפרויקטים הנוספים בספרד ואיטליה וצפוי בשנים 2021-2023 להיות שלילי, ולנוע בטווח שבין 90-200 מיליון אירו. נציין, כי בשנים 2017-2021 לא חולקו דיבידנדים, ועל פי הצהרות הנהלת החברה, לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה בשנים הקרובות, כל עוד החברה נמצאת במהלך תכנית השקעות רחבה.

### **יחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג**

יחסי הכיסוי של החברה הורעו מהותית בשנים 2019-2020 ואינם תואמים כיום את רמת הדירוג. הרעה זו נובעת, בין היתר, מאיחוד מלא של החוב הפרויקטאלי בפרויקט טלאסול, אשר בו החברה מחזיקה 51%, רווחיות נמוכה בפרויקט הביו-גז ביחס לחוב הפיננסי שנלקח בגינם ומהוצאות פיתוח מהותיות. בנוסף, מכירת פורטפוליו ה-PV באיטליה בסוף 2019 הביאה לירידה ניכרת בתזרימים התפעוליים וביחסי הכיסוי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר נע בשנים 2017-2018 בטווח שבין 17.5-20.8 ונחלש מהותית בשנים 2019-2020, לאור ייצור FFO זניח. בשנים 2021-2023 צפוי היחס לרדת חזרה לטווח של בין 23.0-25.0, אשר עודנו חלש ביחס לרמת הדירוג. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי

כיסוי החוב באופן מהותי, אולם אנו מצפים כי עם כניסתם בשנים הקרובות של הפרויקטים שבתכנון ובהקמה להפעלה המסחרית, קצב יחסי הכיסוי ישתפר מהותית.

### מדיניות של החזקת יתרות נזילות גבוהות וגמישות פיננסית הולמת

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות גבוהות ביחס למאזנה הכולל. נתון זה משקף את מדיניותה בקשר עם שמירת יתרות נזילות מספקות. מדיניות החברה כיום הינה לשמירה של יתרות נזילות מינימליות של 30-40 מיליון אירו במאוחד, כאשר סכום זה אמור לשקף תשלומי קרן וריבית למחזיקי אגרות החוב של החברה למשך תקופה של בין שנה וחצי לשנתיים לפחות בשנים הקרובות. נציין כי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנת 2023 יתרת הנזילות במאוחד צפויה להיות נמוכה ביחס למדיניות הנזילות של החברה, אולם בהתאם למדיניות בשנים האחרונות אנו צופים כי החברה תשמור על יתרת נזילות מספקת בהתאם לאופי פעילותה, אשר דורשת רמת נזילות גבוהה לצורך השקעות. להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, ומתבטאת, בין היתר, בנגישותה לשוקי ההון והחוב, כפי שבא לידי ביטוי בגיוס ההון בסך של כ-22 מיליון אירו במחצית הראשונה של 2020, הרחבת אג"ח סדרה ג' בסך של כ-38 מיליון אירו באוקטובר 2020, הרחבת אג"ח סדרה ג' בסך של כ-25 מיליון אירו והנפקת אג"ח להמרה (סדרה ד') בסך של כ-15 מיליון אירו, אשר בוצעו בפברואר 2021. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הקיימות מול מחזיקי סדרות האג"ח שלה במרווחים גבוהים. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף נמוכה ברמת החברה סולו והחברה צפויה להציג יחס מקורות לשימושים של בין 1.2-1.8 בשנים 2021-2022. עם זאת, לחברה ישנה חשיפה למט"ח ברמת הסולו, עקב גיוסים ופירעונות של אג"ח בשוק המקומי בש"ח, מול תקבולים מהותיים באירו, וזאת בהמשך להתחזקות השקל ומגמת החלשות כללית של האירו בשנים האחרונות. חשיפה זו צפויה להתגבר עקב השפעת התזרימים המהותיים מפרויקט טלאסול ופרויקטים נוספים בספרד ואיטליה. נציין כי חשיפה זו ממונתת בחלקה על ידי עסקאות גידור.

### שיקולים נוספים לדירוג

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

לחברה קיימות נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים ברובם, כולל ריכוזיות מהותית של תזרימי המזומנים הצפויים לעלות מפרויקט טלאסול. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בד"כ בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים כפופות לעמידה בתנאים לחלוקה.

#### אי חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני

בהתאם לדברי החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות, כל עוד החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות מהותית. להערכתנו, הצהרה זו של הנהלת החברה מקטינה אי ודאויות לגבי היקפי המקורות לשירות החוב ותומכת בדירוג החברה.

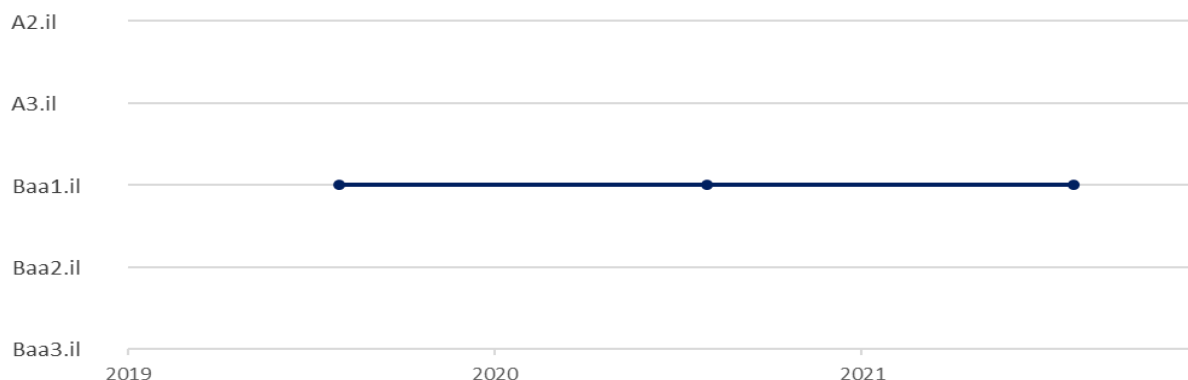
### אודות החברה

אלומי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל בטכנולוגיות לאנרגיות מתחדשות ובטכנולוגיות קונבנציונאליות, בישראל ובאירופה. החל משנת 2009 ממקדת החברה את עסקיה בתחום האנרגיה והתשתיות. החברה התאגדה בשנת 1987, מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך של ניו יורק (NYSE American) החל משנת 2011, ובנוסף נסחרת בבורסה לני"ע בת"א (TASE) החל משנת 2013. פעילותה העיקרית של החברה הינה ייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת - לחברה מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV<sup>6</sup>, ומגזר זה מהווה את החלק העיקרי בהכנסותיה כיום. תחת פעילות זו מחזיקה החברה מתקני PV בהיקף של כ-307.9 מגה-וואט בספרד שכוללים את פרויקט טלאסול, תחנת כח בטכנולוגיית PV בהיקף של כ-300 מגה-וואט בטלאבן שבספרד, אשר נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה 51% ממנו ו-9 מגה-וואט בישראל; בנוסף, לחברה 3 מתקני ביו-גז בהולנד בהיקף של כ-18 מיליון קוב גז (שווה ערך לכ-19.0 מגה-וואט); כמו כן, החברה מחזיקה בכ-9.4% מחברת דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד"), שהינה אחת מתחנות הכח הפרטיות הגדולות בישראל ובעלת קיבולת ייצור חשמל בהיקף של כ-860 מגה-וואט. בנוסף, החברה מקדמת

<sup>6</sup> פוטו וולטאי.

מתקן לאגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מגה-וואט, כאשר החברה מחזיקה כ-83.34% מהמניות בפרויקט. בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (27.95%), קנר ש.מ. (20.3%), אשר השותף הכללי שלה נשלט על ידי רן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה והגב' ענת רפאל ועזבון מר רפאל מנחם ז"ל (1.98%). גרעין השליטה הנ"ל מחזיק כ-50.2% ממניות החברה.

## היסטורית דירוג



## דוחות קשורים

[אלומיי קפיטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא אסדרה 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](#)

[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

|                   |                                      |
|-------------------|--------------------------------------|
| 05.08.2021        | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 03.08.2020        | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 29.08.2019        | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| אלומיי קפיטל בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| אלומיי קפיטל בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          |

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

<sup>7</sup> באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

## 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>