

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ

מעקב | דצמבר 2022

אנשי קשר:

יניב גפני

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

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

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

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד' ו-ו') שהנפיקה אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן: "אנלייט" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A2.il באופק יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.09.2026	יציב	A2.il	7200173	אנלייט אנר אגחו
01.09.2028	יציב	A2.il	7200249	אנלייט אנר אג ג
01.09.2029	יציב	A2.il	7200256	אנלייט אנ אגח ד

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני; (2) בחלק מהמדינות בהן היא פועלת, הסיביה הרגולטורית בענף מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה ויוצרת 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 פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים, בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) גידול מהותי בהספק המותקן ובפיזור הגיאוגרפי של הפרויקטים המניבים מכ-498 מגה-וואט בסוף שנת 2021 לכ-1,429 מגה-וואט נכון למועד הדוח. בשנים הקרובות צפויה להימשך מגמה זו, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים בישראל, אירופה ובארה"ב; (6) שיפור בפיזור הגיאוגרפי וריכוזיות ההכנסות של החברה, אשר צפוי להוסיף ולהשתפר עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים באירופה וישראל וכניסת החברה להשקעות מהותיות בארה"ב, דרך רכישת השליטה בחברת Clenera; (7) אסטרטגיית החברה ליצור תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים, לצד פעילות במדינות מתפתחות ובעלות רגולציה משתנה; (8) לחברה תכנית השקעות משמעותית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות צפויה להוביל לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים הקרובות, כאשר להערכתנו הוצאות אלו יעמדו על מעל ל-2.0 מיליארד ש"ח בשנת 2022, כאשר בשנים 2023-2024 צפויות הוצאות ה-Capex לנוע בטווח שבין 1.4-5.1 מיליארד ש"ח; (9) מבנה מימון פרויקטאלי (בחוב Non-Recourse) בחברות הבנות, אשר מאופייין בהסכמים ארוכי טווח עם תעריפים קבועים, התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה, וביחסי כיסוי חוב איטיים ביחס לדירוג; (10) יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם הפיננסי של הפרויקטים אותם מחזיקה החברה, כאשר נכון לתשעת החודשים שהסתיימו ב-30.09.2022, הסתכם היקף ה-EBITDA המתואם¹ בכ-311 מיליון ש"ח, בעוד שהיקף המקורות מפעולות ה-FFO (הסתכם בכ-229 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ-228 מיליון ש"ח וכ-152 מיליון ש"ח, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד; (11) חשיפה לריביות, שערי חליפין ולסיכונים האשראי של המדינות השונות בהן פועלת החברה באירופה ובארה"ב. נציין שכ-98% מהחוב הקיים של החברה (ברמת הפרויקטים והחברה) איננו חשוף לשינויים בשער הריבית; (12) הנפקות הון מהותיות שביצעה החברה בשנה האחרונה תרמו לשמירה על רמות מינוף סבירות וחזיקו את האיתנות הפיננסית. יחסי הכיסוי לסוף שנת 2022 הינם חלשים, אך צפויים להשתפר בשנת 2023 בזכות תוספת משמעותית של פרויקטים חדשים שיכנסו להפעלה מסחרית; (13) גמישות פיננסית טובה ויתרות נזילות גבוהות, אשר נכון ליום 30.09.2022 עמדו על כ-1.0 מיליארד ש"ח², לצד עומס פירעונות חוב מתעצם החל משנת 2026. כמו כן, יחס מקורות לשימושים

¹ בנטרול פעילות בגין הסדרי זיכיון.

² יתרות הנזילות מורכבות ממזומנים ושווי מזומנים וכן תיק ניירות הערך הסחירים של החברה.

בסולו צפוי לנוע בטווח שבין 1.8-1.3 בשנים הקרובות; (14) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה, הממותנת בפיזור רחב של פרויקטים איכותיים באזורים גיאוגרפיים שונים; (15) בעלות ללא גרעין שליטה, המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות וגיוסים הון מהותיים, על פי הצורך, ללא צפי לחלוקת דיבידנדים בתקופות של השקעות משמעותיות; (16) להערכתנו, לפרויקטים פוטו-וולטאים חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברתיים, זאת לאור אסדרה תומכת ומגמות ביקושים התומכות בהם. בנוסף, אנו רואים חשיפה נמוכה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה תתמקד בהקמת הפרויקטים בישראל, אירופה וארה"ב ובמקביל לכך תקדם ייזום של פרויקטים נוספים, בדגש על הפעילות החדשה בארה"ב ופרויקטים נוספים באירופה. הנחנו כי החברה תפתח בשנתיים הקרובות את הפרויקטים אשר הגיעו לשלב הסגירה הפיננסית או בסמוך לכך. בהתאם לזאת, תידרש להשקעות Capex גבוהות, אשר ינועו בטווח רחב שבין 1.4-5.1 מיליארד ש"ח בשנים 2023-2024, כאשר חלק ניכר מההשקעה צפויה להתבצע בפרויקטים בארה"ב. כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלו"ז ובמסגרת התקציב 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 המתואם צפוי לנוע בטווח שבין 550-600 מיליון ש"ח בשנת 2022, לגדול משמעותית בשנת 2023, ולנוע בטווח שבין 900-1000 מיליון ש"ח, זאת לאור הפעלתם המסחרית של מספר פרויקטים מהותיים. היקף המקורות מפעולות (FFO) צפוי לנוע בטווח שבין 350-450 מיליון ש"ח בשנת 2022, לעומת כ-184 מיליון ש"ח בשנת 2021. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה יוסיפו להיות איטיים ביחס לרמת הדירוג בטווח הקצר-בינוני, כתוצאה משיעור מינוף גבוה ברמת הפרויקטים כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטאלי. הנושא בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר צפוי לעמוד על כ-17.8 בשנת 2022, כאשר בשנת 2023 צפוי היחס להשתפר באופן משמעותי ולנוע בטווח שבין 10.0-12.0. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי כיסוי החוב באופן מהותי, אולם הפעלתם המסחרית של אותם פרויקטים (מספר שנים לאחר מכן) צפויה להאיץ אותם. נוכח תכנית ההשקעות המשמעותית של החברה, סביבת המינוף הנוכחית צפויה להיפגע במידה מסוימת, כך שבהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), צפוי לעמוד על כ-69% בסוף שנת 2022 (ללא הנחת גיוסי הון נוספים) ולנוע בטווח שבין 67%-72% בשנים 2023-2024. בנוסף, בהתאם לדברי החברה, היא תשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות ולא מנוצלות בסך מינימאלי של כ-60 מיליון ש"ח, לכל הפחות, מעל לצרכי החזרי האג"ח ביחס ל-9 החודשים העוקבים וכן, נלקח בחשבון כי לא תבוצעה חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במעמדה העסקי האיתן של החברה, ודאות גבוהה של תזרימי המזומנים מהפרויקטים השונים ומגמישותה הפיננסית.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ביחסי המינוף, בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי, תוך הצגת יציבות על פני זמן
- שיפור משמעותי בסך ההספק הכולל היחסי, בהכנסותיה ובפיזור תזרימי המזומנים 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
- חריגות מהותיות בלו"ז ובמסגרת התקציב שנקבעה לפיתוח הפרויקטים הנמצאים בשלב ההקמה

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	
683	319	827	915	1,010	מזומנים, שווי מזומנים ופקדונות
1,342	1,647	2,355	2,485	3,372	הון עצמי
2,452	3,556	5,652	5,240	6,879	חוב פיננסי ברוטו [1]
4,461	5,841	8,818	8,584	11,601	סך מאזן
63.9%	68.0%	70.2%	67.5%	66.9%	חוב פיננסי ברוטו / Cap
226	259	304	228	311	EBITDA מתואם [2]
129	138	184	152	229	FFO
540	1,175	1,464	952	1,481	Capex
19.3%	29.9%	26.5%	18.4%	20.4%	PPE / Capex

[1] כולל התחייבויות בגין חכירה. בנטרול קרנות לשירות חוב ומזומן מינימלי לשירות אנ"ח.

[2] בנטרול הוצאות חד פעמיות של עסקת Clenera והתאמת פעילות בגין הסדרי זיכיון. חישוב ה-EBITDA הינו על פי מתודולוגיית התאמות פיננסיות של מידרוג.

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, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-2,400 גיגה-וואט עד לשנת 2027, עלייה של כ-70% לעומת התחזית שפורסמה בשנת 2021. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025³. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות. בנוסף, אנו מעריכים כי המלחמה הניטשת בין רוסיה לאוקראינה, צפויה להגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, בגלל שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה.

בחודש אוקטובר 2020⁴ 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. בחודש יולי 2021⁵ נקבע יעד לאומי להפחתת פליטות גזי חממה בישראל עד שנת 2050, כל שסך הפליטות בשנה זו יפחת ב-85% לעומת הכמות שנמדדה בשנת 2015. כמו כן, לראשונה בישראל הוחלט על מס פחמן וזאת על מנת לגלם את הנזק הנגרם על ידי פליטת גזי חממה⁶. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות.

גידול משמעותי בהספק המותקן ובפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה, לצד הקטנת ריכוזיות ההכנסות

נכון למועד הדוח, מפעילה החברה פרויקטים מניבים בהספק כולל של כ-1,429 מגה-וואט (חלק יחסי בבעלות החברה כ-897 מגה-וואט), זאת בהשוואה לכ-498 מגה-וואט (חלק יחסי בבעלות החברה כ-325 מגה-וואט) בתקופה המקבילה אשתקד. בשנת 2022 נכנסו להפעלה מסחרית פרויקט הרוח Gecama בספרד בהספק של כ-329 מגה-וואט, פרויקט הרוח Selac בקוסובו בהספק כולל של כ-105 מגה-וואט ופרויקט הרוח עמק הבכא בישראל בהספק כולל של כ-109 מגה-וואט. בנוסף, פרויקט הרוח בירן בהיקף כולל

³ דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, דצמבר 2022

⁴ אנרגיה מתחדשת בישראל - רקע וסוגיות לדין - 19.10.2020

⁵ החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021

⁶ החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021

של כ-372 מגה-וואט נכנס להפעלה מסחרית חלקית. בד בבד, לחברה שלושה פרויקטים בהספק כולל של כ-338 מגה-וואט, הנמצאים בשלבי הקמה מתקדמים ועתידיים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך שנת 2023. הפרויקטים ממוקמים בישראל (בראשית, כולל הרחבה, עם הספק כולל של כ-207 MW), בארה"ב (פרויקט Apex Solar עם הספק כולל של כ-105 מגה-וואט) ובהונגריה (פרויקט ACDC עם הספק כולל של כ-26 מגה-וואט). כמו כן, לחברה פרויקטים נוספים בהיקף כולל של כ-2.0 גיגה-וואט, רובם בישראל ובארה"ב, אשר נמצאים בהליכי הקמה, לקראת הקמה או עם הסכם חשמל חתום וצפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2024-2025.

נכון למועד הדוח, הלקוח המהותי של החברה הינו חברת החשמל לישראל בע"מ⁷, כאשר שיעור הכנסות החברה מלקוח זה צפוי לעמוד על כ-38% מסך הכנסות המגזרים של החברה בשנת 2022 (בהשוואה לכ-42% בשנת 2021), וכן מרשויות החשמל המקומיות בספרד ובסרביה (כ-15% לכל מדינה מסך הכנסות המגזרים של החברה נכון ל-30.09.2022), בקוסובו (כ-12% מהכנסות החברה נכון ל-30.09.2022) שבסביה (כ-8% מסך הכנסות המגזרים של החברה נכון ל-30.09.2022), בקרואטיה (כ-7% מסך הכנסות המגזרים של החברה נכון ל-30.09.2022) ובהונגריה (כ-4% מסך הכנסות המגזרים של החברה נכון ל-30.09.2022). הפעלתו המסחרית של פרויקט Apex Solar בארה"ב, צפויה לשפר במידה מסוימת את הפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה וכן את ריכוזיות ההכנסות בשנת 2023. ראוי לציין, כי היות ולקוחותיה המהותיים של החברה הינם חברות ו/או רשויות ממשלתיות, סיכון זה מתמתן מהותית. יתר על כן, הפיזור הגיאוגרפי וריכוזיות ההכנסות של החברה צפויים להוסיף ולהשתפר בשנים הקרובות באופן מהותי, ככל שיופעלו הפרויקטים המתוכננים בארה"ב ובאירופה, תוך יצירת תמהיל בין ייצור החשמל בטכנולוגיית רוח לטכנולוגיית PV, לצד החדירה לשווקים חדשים ובמקביל לשיעור צמיחה משמעותי.

אסטרטגיית החברה ליצירת תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים במקביל לפעילות במדינות מתפתחות עם מדיניות רגולטורית משתנה

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 במקביל למימון בנקאי ו/או ציבורי. לחברה ניסיון עשיר במימון פרויקטאלי בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. החברה מתמקדת כיום בשלבי הפיתוח, המימון, ההקמה וההפעלה של הפרויקטים. בשוק הישראלי, על פי רוב, החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של המתקנים. בהתאם לכך, את מרבית המתקנים אותם הקימה החברה, היא פיתחה משלב הייזום הראשוני ביותר. בשוק הבינלאומי, אסטרטגיית החברה הינה לחבור לחברות ייזום מקומיות ולקדם עמן את תהליך הייזום והפיתוח של המתקנים. מבחינה גיאוגרפית, אסטרטגיית החברה הינה ליצור תמהיל רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים במקביל לפעילות במדינות מתפתחות אשר מאמצות רגולציה שקופה וברורה יחסית. פעילות החברה בארה"ב צפויה להניב הכנסות החל משנת 2023 ולהציג צמיחה חדה בשנים 2024-2025. במהלך שנת 2022 אישר הממשל האמריקאי, בין היתר, את הארכת התקופה לזכאות להטבת מס בפרויקטי אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2032 ואת העלאת שיעור ההטבה מ-26% ל-30%. כמו כן אושרו הטבות מס נוספות ומשמעותיות, שינתנו תחת עמידה בתנאים מסוימים. להערכתנו, השפעת החקיקה החדשה והקיימת על פעילות החברה העתידית בארה"ב צפויה להיות חיובית. בד בבד, במהלך חודש ספטמבר 2022, המליץ האיחוד האירופי על שורה של צעדים לטובת הפחתת תעריף החשמל לאזרחי האיחוד וביניהם קביעת מחיר תקרה להכנסותיהן של חברות מתחום האנרגיה המתחדשת, כך שיעמוד לכל היותר על 180 אירו למגה-וואט שעה וזאת עד לסוף חודש יוני⁸ 2023. להערכת החברה, להגבלת המחיר לא תהיה השפעה על תוצאותיה הכספיות, אם וכאשר היא תתרחש במדינות בהן החברה פועלת. זאת מפני שבין היתר, הכנסות החברה בספרד מושפעות ממנגנון ייצוב מחירי חשמל אשר נקבע עד לשנת 2023, במדינות מרכז-מזרח אירופה הכנסותיה הן מחוזי תעריף הזנה (FIT) אשר נקבעו מראש ובשבדיה מחירי החשמל החזויים נמוכים באופן ניכר מהצעת הגבלת המחיר של האיחוד, כאשר

⁷ מדורגת Aa1.il באופק יציב

⁸ Energy prices: Commission proposes emergency market intervention to reduce bills for Europeans

חוזי ה-PPA אינם מושפעים משינויים במחיר החשמל, ככל ויקרו. בד בבד, תחזית החברה למחירי החשמל הממוצעים באירופה בשנים הקרובות נמוכה ממחיר התקרה המוצע כאמור לעיל.

לחברה תכנית השקעות משמעותית ומאתגרת, הצפויה לאפשר את המשך צמיחתה המואצת

לחברה תכנית השקעות משמעותית הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים האחרונות, כאשר הוצאות ה-Capex בשנת 2022 צפויות לעמוד על כ-2.3 מיליארד \$, זאת בהשוואה לכ-1.5 מיליארד \$ בשנת 2021. בשנים 2023-2024 הוצאות ה-Capex של החברה צפויות לנוע בטווח רחב שבין 1.4-5.1 מיליארד \$ לשנה, כאשר חלק ניכר מההשקעה צפויה להתבצע בפרויקטים בארה"ב. עם זאת, יתרות הנזילות הגבוהות של החברה (כ-1.0 מיליארד \$ נכון ליום 30.09.2022), גיוס כספים משותפי מס וגיוסי חוב פרויקטלי נוספים צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה.

גידול בתזרים המזומנים של החברה, הנשען על הסכמים ארוכי טווח לאספקת חשמל, לצד יחסי כיסוי חוב איטיים, אשר צפויים להשתפר בשנים הקרובות

מתקנים לייצור חשמל מהווים תשתית חיונית ונדבך משמעותי במשק החשמל, מועגנים לרוב בהסכמי PPA⁹ מול חברות החשמל ו/או מנהל המערכת המקומי וכוללים, בין היתר, תעריף קבוע המשולם בתמורה לאספקת החשמל, ולהערכתנו, תורמים רבות ליציבות ולוודאות תזרים המזומנים של החברה. לחברה הסכמים ארוכי טווח לאספקת חשמל, לתקופה שבין 12-23 שנים ממועד ההפעלה המסחרית ובהיקפים אשר הולמים את הדירוג. בהקשר זה, נציין כי עובר למועד הדוח כל החשמל המיוצר באמצעות המתקנים שבבעלות החברה נמכר במסגרת הסכמי PPA אל מול חברת החשמל ו/או מנהל המערכת המקומי, למעט פרויקט Picasso שבבדיה, בו נמכר החשמל גם במחירי Spot בשוק האירופאי. עוד נציין כי העלייה העולמית באינפלציה השפיעה לחיוב על תוצאות החברה, בעיקר מפני שההכנסות מתעריפי החשמל צמודים למדד המחירים לצרכן ואילו חוב החברה אינו צמוד ברובו. בשנת 2021 הסתכם היקף ה-EBITDA המתואם בכ-304 מיליון \$, בהשוואה לכ-259 מיליון \$ בשנת 2020. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי לנוע בטווח שבין 550-600 מיליון \$ בשנת 2022 ולגדול משמעותית בשנת 2023 ולנוע בטווח שבין 900-1000 מיליון \$, זאת לאור הפעלתם המסחרית של פרויקטי רוח נוספים בישראל, אירופה וארה"ב בשנים 2022-2023 ובהספק כולל של כ-1,246 מגה-וואט, במקביל לעלייה החדה במחירי החשמל בשנת 2022. בהמשך לכך, היקף המקורות מפעולות (FFO) עמד על כ-184 מיליון \$ בשנת 2021, ולהערכתנו, צפוי לנוע בטווח שבין 350-450 מיליון \$ בשנת 2022, ולעלות באופן משמעותי לטווח שבין 650-750 מיליון \$ בשנת 2023. יש לציין, כי ה-FFO של החברה לא נפגע מהותית מעליית הריביות בעולם במהלך שנת 2022, מפני שמרבית החוב של החברה הינו בריבית קבועה. עם זאת, נציין כי יחסי כיסוי החוב של החברה הינם איטיים ביחס לרמת הדירוג ומאופיינים בשיעור מינוף גבוה, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החובות הפרויקטאלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס החוב ל-FFO, אשר צפוי לעמוד על כ-17.8 בשנת 2022, כאשר בשנים 2023-2024 צפוי היחס להשתפר באופן משמעותי ולנוע בטווח שבין 10.0-12.0. כמו כן, יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לעמוד עד כ-4.8 בשנת 2022, לעומת כ-3.4 בשנת 2021 וצפוי להתחזק למעל ל-5.0 בשנת 2023. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי כיסוי החוב באופן מהותי, אולם הפעלתם המסחרית של אותם פרויקטים (מספר שנים לאחר מכן), צפויה לקצר אותם.

חשיפה לשינויים בשער הריבית, בשערי החליפין וכן, לסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

הפרויקטים בהחזקת החברה חשופים לשינויים בשער הריבית, כאשר רכיב מהותי מריבית הבסיס מקובע במועד הסגירה הפיננסית ו/או במועד משיכת החוב, אולם כל עוד רכיב מסוים מן החוב אינו מקובע, החברה חשופה לעלייה בריבית הבסיס טרם מועד קיבועה. בד בבד, נציין כי נכון למועד הדוח, כ-98% מחוב החברה הינו בריבית מקובעת. נוסף על כך, פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לשערי החליפין של המטבעות המקומיים ולהפרשי שער, ככל שייוצרו, בקשר עם המרת פעילויות החוץ וכן בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. בהתאם לכך, חשופה החברה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על

⁹ Power Purchase Agreement.

כדאיות ורווחיות הפרויקטים. החשיפה קיימת הן ברמת החברה, אשר מקבלת תזרימים במטבעות שונים, והן ברמת הפרויקטים בהם ישנן עלויות הקמה ו/או תפעול הנקובות במטבע שאינו המטבע בו נקוב התעריף למכירת החשמל. סיכון זה ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זהה) וכן באמצעות עסקאות גידור. בשנת 2021, רשמה החברה הפסד של כ-30 מיליון ₪ בגין פעילויות הגידור, זאת בהשוואה לרווח של כ-128 מיליון ₪ נכון ל-30.09.2022. להערכתנו, חשיפת החברה לשינויים בשע"ח אף צפויה לגדול בשנים הקרובות, נוכח תזרימים מהותיים הצפויים להתקבל מן הפרויקטים בחו"ל, הנמצאים בתקופת ההקמה. בד בבד, נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים לאספקת חשמל חושפים את החברה גם לסיכונים האשראי של המדינות ארה"ב ושבדיה (Aaa באופק יציב), אירלנד (A1 באופק חיובי), קרואטיה (Baa2 באופק יציב), סרביה (Ba2 באופק יציב), הונגריה (Baa2 באופק יציב), ספרד (Baa1 באופק יציב) וקוסובו (NR).

יציבות יחסית ברמת המינוף ובאיתנותה הפיננסית של החברה, חרף תכנית ההשקעות המשמעותית והגדלת החוב

המאחד

החברה פועלת באמצעות החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, הנע בטווח שבין 50%-85%. רמת המינוף המאזני של החברה נותרה יציבה בשנת 2022, בין היתר, לאור גיוס ההון שביצעה, בהיקף של כ-450 מיליון ₪, במהלך הרבעון השלישי של השנה. יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) עמד ביום 30.09.2022 על כ-67.5%. עם זאת, נוכח תכנית ההשקעות המשמעותית של החברה, סביבת המינוף הנוכחית צפויה להיפגע במידה מסוימת, כך שבהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לעלות לכ-68.7% בסוף שנת 2022 ולנוע בטווח שבין 67%-72% בשנים 2023-2024. הפגיעה היחסית הצפויה בסביבת המינוף נובעת בעיקר כתוצאה מייזום פרויקטים חדשים בהיקף משמעותי, אשר כוללים הוצאות מהותיות עבור פיתוחם, תוך הגדלת החוב המאוחד.

גמישות פיננסית טובה, לצד נזילות חזקה, אי-חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני ועומס פירעונות בטווח הארוך

נכון ליום 30.09.2022 עמדו יתרות הנזילות של החברה על כ-1.0 מיליארד ₪ לעומת כ-827 מיליון ₪ בסוף שנת 2021. להערכתנו, יתרות המזומן ימשיכו להיות גבוהות באופן יחסי גם בשנים הבאות. יחס מקורות לשימושים בסולו צפוי לנוע בטווח שבין 1.7-2.1 בשנים הקרובות. בנוסף, בהתאם לדברי החברה, היא תשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות ולא מנוצלות בסך מינימאלי של כ-60 מיליון ₪, לכל הפחות, מעל לצרכי החזרי האג"ח ביחס ל-9 החודשים העוקבים. נציין, כי נכון למועד הדוח, לחברה מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בסך של כ-400 מיליון ₪. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד והיא לא חילקה דיבידנדים בין השנים 2012-2022, כאשר בהתאם לדבריה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות. שמירה על יתרות נזילות אלו, לצד אי-חלוקת דיבידנדים תומכים בדירוג החברה, בדגש לתקופה הקרובה, המלווה בתוכנית השקעות משמעותית. בנוסף, ראוי לציין כי החברה שומרת על מרווח משמעותי ביחס לקובננטים ברמת הסולו. נציין, כי החברה מתכננת לבצע הנפקת מניות בשוק האמריקאי. להערכתנו, הצעד יגדיל את הגמישות והנגישות הפיננסית של החברה גם לשוק ההון העולמי, ככל שיקרה. בד בבד, נציין כי החברה תעמוד בפני עומס פירעונות מתעצם של אגרות חוב החל משנת 2026, אשר נלקחה בחשבון במסגרת הדירוג.

שיקולים נוספים לדירוג

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה, הממותנת בפיזור רחב של פרויקטים

איכותיים באזורים גיאוגרפיים שונים

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית נוכח החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים ונחותים. נכסי הבסיס בחברות הפרויקטים, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה, בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטאלית בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה. להערכתנו, נחיתות זו ממותנת בפיזור הרחב של פרויקטי החברה, הממוקמים באזורים גיאוגרפיים שונים ובמספר גדול של מדינות ובטכנולוגיות שונות של PV ורוח.

סיכון מימון מחדש בשנת 2028

בהתאם לשיטת נאמנות איגרת חוב ג' של החברה, קרן האג"ח תעמוד לפירעון בתשלום יחיד ביום 01.09.2028, כאשר סך תשלום הקרן של הסדרה בשנה זו צפוי לעמוד על כ-531 מיליון ₪. להערכת מידרוג, סכום זה מהווה תשלום משמעותי ויוצר סיכון של מימון מחדש, אשר ניצב בפני החברה בשנת הפירעון האחרונה לסדרת אג"ח ג', כאשר התשלום עלול להוות חלק מהותי מהחוב הפיננסי סולו של החברה בשנה זו. להערכתנו, סיכון זה ממותן חלקית על ידי אפשרות ההמרה של אגרות החוב למניות, בתזרימי המזומנים השוטפים של החברה ובגמישותה הפיננסית החזקה.

בעלות ללא גרעין שליטה, המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

החברה פועלת בשנים האחרונות ללא בעל שליטה ו/או גרעין שליטה. בשנים האחרונות החברה ביצעה גיוסי הון מהותיים, אשר תרמו לשמירה על רמות מינוף סבירות, חרף ביצוע השקעות מהותיות. כמו כן, בהתאם לדברי החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות.

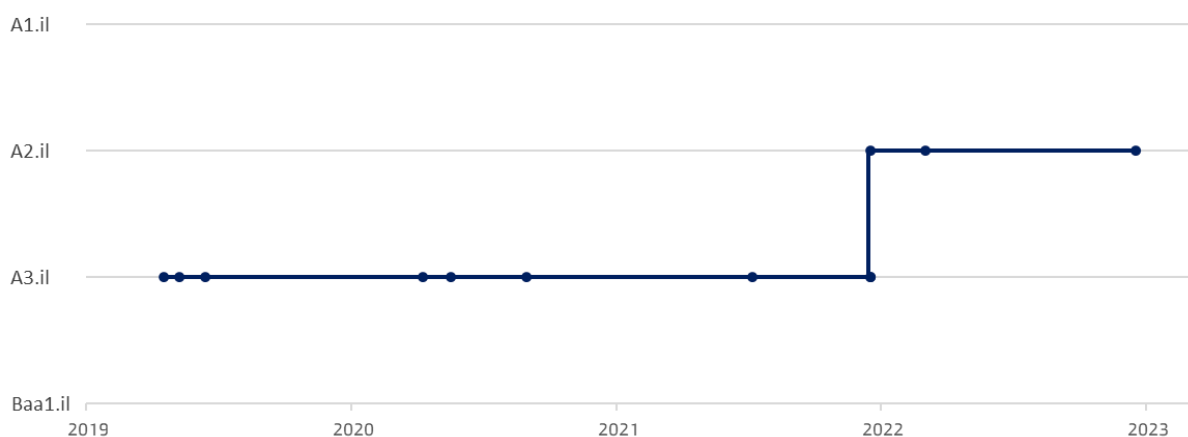
שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית ורוח. הפרויקטים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. עם זאת, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה. החברה פועלת בשוקים מפותחים, תוך שמירה על רמות מינוף נמוכות ביחס לתחום ועם ניהול סיכונים הולם.

אודות החברה

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ, התאגדה באוגוסט 2008 כחברה פרטית ובשנת 2010 הפכה החברה לציבורית. החברה עוסקת בייזום, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של מיזמים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשים (אנרגיה סולארית ואנרגיית רוח), הן באופן עצמאי והן באמצעות חברות בנות ושותפויות הנמצאות בשליטתה. נכון למועד הדוח, פעילות החברה פרוסה על פני מספר מגזרים בישראל, אירופה וארה"ב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ - 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](#)

[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - 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 תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

20.12.2022	תאריך דוח הדירוג:
28.07.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
15.04.2019	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אנלייט אנרגיה מתחדשת 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוון 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 מידרוג 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 בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>