

דליה חברות אנרגיה בע"מ

מעקב | דצמבר 2023

אנשי קשר:

יניב גפני

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

אופק ועקנין

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

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

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

דליה חברות אנרגיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג 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 לסדרות האג"ח א' ו-ב'. 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
30.09.2034	יציב	A3.il	1193598	דליה אגח ב

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 לפרורמה במשק החשמל בכלל ובחח"י בפרט, ניכר כי הרגולטור מקדם מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר במקטע הייצור; (3) אישור הממשלה להרחבה והקמה של תחנות כוח חדשות בישראל; (4) חסמי כניסה גבוהים מאוד, המתבטאים, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות ורגולציה רחבה; (5) בעקבות זכייתה של החברה בהליך התחרותי לרכישת תחנת הכוח אשכול מידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י")², החברה צפויה להחזיק בשני מקורות תזרימיים איכותיים, בטווח הקצר-בינוני לכל הפחות, תחנת הכוח דליה, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "דליה אנרגיות כוח בע"מ" (להלן: "תחנת דליה") עם הספק מותקן של כ-912 מגה-וואט ותחנת הכוח אשכול, הנמצאת תחת שליטת חברת הבת "אשכול אנרגיות כוח בע"מ" (להלן: "תחנת אשכול"), המוחזקת בשיעור של 75% על ידי החברה, עם הספק מותקן של כ-1,680 מגה-וואט. נציין, כי רכישת תחנת הכוח אשכול צפויה להוביל לשיפור מהותי בגמישות התפעולית והתזרימית של החברה, אולם, עדיין קיים סיכון מסוים בתזרים מזומנים הצפוי לנבוע משני נכסים בלבד, המורכבים משמונה יחידות ייצור בסה"כ; (6) לחברה סיכונים ואתגרים תפעוליים, הממותנים במידה מסוימת, לאור ניסיונו של קבלן התפעול והתחזוקה בפרויקט וההיסטוריה התפעולית של תחנת דליה, אשר בשנים האחרונות עומדת ביעדי ביצוע גבוהים, לרבות ייצור חשמל סדיר ורציף. בד בבד, אנו מעריכים כי הסיכון התפעולי של החברה צפוי לעלות בעקבות הרכישה הצפויה של תחנת אשכול, אשר הינה תחנה ותיקה בהשוואה לתחנת דליה; (7) מעבר למשטר הפעלה למכירת 100% מהתפוקה של תחנת דליה ללקוחות פרטיים החל מיום 01.04.2022, אשר הגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם הגדיל את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים; (8) חשיפה לשינויים בתעריף רכיב הייצור (להלן: "רכיב הייצור"), אשר באה לידי ביטוי, בין היתר, בהפחתות תעריפים מהותיות של כ-15.6% במצטבר בשנים 2020-2021, מול עליות חדות בתעריף, בשיעור של מעל 11% במצטבר בשנים 2022-2023;³ (9) ודאות תזרימית גבוהה באופן יחסי מהפעילות הצפויה בתחנת אשכול, אשר תפעל במסגרת מודל ה-SMP, לצד חשיפה לשינויים בתעריף החשמל; (10) הגדלה צפויה של נתח שוק החברה, אשר כוללת בין היתר, את זכייתה במכרז לרכישת תחנת כוח אשכול מידי חח"י ואת התוכנית להרחבת תחנת דליה בכ-850 מגה-וואט נוספים בטווח הארוך. להערכתנו, רכישת תחנת אשכול צפויה להביא לעלייה במינוף החברה, לצד שיפור בפיזור תזרימי המזומנים והגיוון העסקי; (11) קיומה של זכות, המבוססת על אסדרה, למעבר חלקי או מלא למודל השוק בתחנת דליה, במסגרת שינוי משטר ההעמסה במהלך שנת 2024; (12) יכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הבינוני מוערכת כטובה, נוכח יציבותה, רווחיותה וחוסנה של תחנת דליה. זאת, במקביל לגידול הצפוי בהכנסות מתחנת אשכול; (13) יחסי כיסוי החוב

¹ החלטת ממשלה במסגרת תוכנית לתשתית לאומית מיום 28.05.2023.

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

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

החזויים של החברה צפויים להיחלש בשנים הקרובות, כתוצאה מהשפעות רכישת תחנת אשכול (14) להערכת מידרוג, יחס המקורות לשימושים של החברה בסולו, צפוי לנוע בטווח שבין 1.2-1.7 בשנים 2024-2026; (15) מדיניות פיננסית הכוללת המשך התמקדות בפיתוח תחנת דליה, לצד רכישה ותפעול של תחנת אשכול, ללא כוונה לבצע חלוקות דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות ובמקביל לשמירה על יתרות נזילות מספקת לטובת פירעון 12 חודשי שירות אגרות החוב; (16) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לנכסי הבסיס העיקריים; (17) סיכון מהותי למימון מחדש בשנים הבאות, הממומן באופן חלקי על ידי מספר מנגנונים; (18) לחברה מספר בעלי מניות המאופיינים באיתנות פיננסית, אשר צפויים לתמוך בחברה בעת הצורך, בין היתר, דרך הזרמת הון לטובת רכישת תחנת אשכול; (19) סיכויי הקמת יחידת הייצור החדשה במחזור משולב מסוג H-Class (להלן: "יחידת הייצור החדשה"), לצד התוכנית להרחבת תחנת דליה בטווח הארוך; (20) להערכת מידרוג, החברה חשופה במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. פליטת גזי חממה בתהליך ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה פחותה באופן משמעותי לעומת ייצור בפחם. באופן דומה, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית ובפרט חשיפתה למגמות חברתיות ירוקות.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל את השפעות זכיית החברה בהליך תחרותי לרכישת תחנת אשכול (אשר תוחזק בשיעור של 75% על ידי החברה⁴), ובכללן הכנסות נוספות ומהותיות מן התחנה, לצד עלייה מהותית בחוב הפיננסי והתוכנית להקמת יחידות ייצור חדשות. התרחיש מניח כי לצרכי מימון רכישת תחנת אשכול ושטח הקרקע בתחנה, חברת הבת אשר תחזיק בתחנת אשכול, אשכול אנרגיות כוח בע"מ, צפויה לגייס חוב בסכום אשר צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2024, וכן תגייס הון מבעלי מניותיה בסכום אשר צפוי לנוע בטווח שבין 1.2-1.4 מיליארד ₪ במהלך שנה זו. התרחיש אינו כולל את השפעות ההרחבה המתוכננת של תחנת דליה, אשר טרם התפרסמה אסדרה והתקבלו אישורים סופיים לגביה. אנו מניחים כי תחנת דליה ותחנת אשכול יעמדו ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. הנחנו כי בשנים הקרובות רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו, צפויה לעלות מכ-65.4% נכון ליום 30.09.2023 ולנוע בטווח שבין 72%-65% בשנים הקרובות, כאשר היחס צפוי להשתפר לאחר יישום האסטרטגיה והמדיניות הפיננסית של החברה. אנו מניחים כי ה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-679 מיליון ₪ בשנת 2022⁵, לטווח של בין 1,200-670 מיליון ₪ בשנים 2023-2026. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד על 4.7 בשנת 2022, צפוי להיחלש בשנים הקרובות, לעמוד על מעל ל-8.0 בשנת 2024 (שנת פעילות חלקית של אשכול), ולנוע בטווח שבין 5.5-6.5 בשנים 2025-2027. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex בשנים 2023-2026, בסכום של מעל ל-300 מיליון ₪ בסה"כ (לאחר נטרול רכישת תחנת אשכול), כולן לצורך טיפולי תחזוקה כבדה בתחנות דליה ואשכול, וממומנות ברמת הפרויקט. נציין, כי החל משנת 2027 הוצאות ה-Capex צפויות לעלות ולנוע בטווח שבין 0.5-1.0 מיליארד ₪ לשנה, לנוכח הצפי להקמת יחידת הייצור החדשה בטכנולוגיית מחזור משולב, אשר תחליף את היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול. כמו כן, הנחנו כי על פי הצהרת החברה, מדיניותה העסקית תתמקד בפעילות ייצור חשמל באמצעות תחנת דליה ותחנת אשכול, במקביל ליישום מדיניות פיננסית הכוללת שימוש ביתרות מזומן לצורך הפחתות חוב לאורך השנים וללא כוונה לבצע חלוקות דיבידנדים לבעלי המניות במהלך השנים הקרובות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחסי המינוף ויחסי כיסוי החוב של החברה צפויים להשתפר באופן מהותי בטווח הארוך, בהשוואה ליחסים המתוארים לעיל, לאחר פירעונות חוב מהותיים וצפי לשיפור מתמשך ב-EBITDA לאורך השנים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על חוזק ויציבות תזרים המזומנים, הנובעים מנכסי הבסיס ומהאסדרות התומכות. המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשער החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את

⁴ הנתונים הפיננסיים בתחזית מחושבים לפי איחוד יחסי של 75% בתחנת אשכול.

⁵ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג (אוקטובר 2023).⁶

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ביחסי הכיסוי וברמת המינוף לעומת הרמה הנוכחית
- שיפור בנתח השוק, תוך יצירת גיוון ופיזור בתזרימי המזומנים של החברה

גורמים אשר עלולים להורדת הדירוג:

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

דליה חברות אנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים⁷, באלפי ₪:

2020	2021	2022	1-9/2022	1-9/2023	
1,625,353	1,669,709	1,979,390	1,474,750	1,796,092	הכנסות
16.8%	19.9%	16.8%	23.7%	23.6%	שיעור רווח תפעולי
2,444	108,655	140,226	248,641	696,506	מזומנים ושוי מזומנים ⁸
50.0%	67.5%	66.7%	66.4%	65.4%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
501,734	539,327	679,639	508,980	591,434	EBITDA
4,927,126	4,817,151	4,956,240	5,000,894	5,608,378	סך מאזן
18,823	116,178	187,959	112,430	76,162	CapEx
0.5%	3.2%	5.1%	3.1%	2.1%	PPE/CapEx

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף ייצור החשמל במשק הישראלי. היקף ייצור החשמל בישראל בשנת 2022 נאמד בכ-76.9 TWh, זאת ביחס ל-59.8 TWh בשנת 2011, שינוי המשקף צמיחה ממוצעת של כ-2.6% לשנה⁹. ענף החשמל בישראל מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון בינוני, המאופיין, בין היתר, בהשקעות הון מהותיות לצד סיכונים תפעול גבוהים, ותנודתיות רבה ברכיב הייצור בשנים האחרונות. הסיכון ממותן לאור אסדרה תומכת במקטע הייצור. יחד עם זאת, ניכר כי הרגולטור מקדם מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות היוקא. לאורך השנים שלטה חח"י בענף ובכל שרשרת הערך (ייצור, הולכה וחלוקה) באופן מלא, ועל כן העניקה המדינה הגנות יווקא ליצרני חשמל פרטיים (להלן: "יח"פים"), על מנת לקדם ייצור חשמל פרטי. בשנת 2014 עמד היקף ייצור החשמל של יח"פים על כ-16% מכלל החשמל המיוצר במשק, כאשר בסוף שנת 2022 עמד נתח היח"פים על כ-49% וב-2025 הוא צפוי לעמוד על כ-60%. הסיכון הענפי מושפע מסוג תעריף החשמל ו/או רכיב הייצור בכל הטכנולוגיות. בעוד שתעריף החשמל בחלק מהאסדרות של אנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך כל תקופת הרישיון, בתחנות הכוח הפוסיליות אשר מוכרות חשמל באמצעות חוזים בילטרליים מול לקוחות פרטיים קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, אשר נקבע על ידי רשות החשמל ומהווה את הבסיס לתעריף החשמל. כמו כן, בתחנות הכוח הללו קיימת הגנה מובנית בין הכנסות החברה להוצאות הגז של החברה בשל הצמדת

⁶ [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023.](#)

⁷ החברה הוקמה בחודש אוקטובר 2020 והציגה דוחות פרופורמה החל משנת 2017, בהתאם לשערוך נכסים שביצעה בדוחות תחנת דליה, עד הדוחות של הרבעון השלישי לשנת 2020.

⁸ לא כולל פיקדונות מוגבלים בשימוש לזמן קצר.

⁹ [דו"ח רשות החשמל - מצב משק החשמל לשנת 2022.](#)

תעריף הגז לרכיב הייצור. למרות זאת, תיתכן חשיפה לתעריף הגז הטבעי בשל מנגנון מחירי רצפה. סיכון נוסף ברמת הענף טמון בשינויי רגולציה, כגון עדכון מקבצי שעות הביקוש, כפי שפרסמה רשות החשמל ביום 28.08.2022¹⁰. נציין, כי העדכון הביא לפגיעה מסוימת בהכנסות וברווחיות החברה, כחלק מהשפעה רוחבית על כלל המחירים בשוק החשמל בישראל, כמפורט בהמשך.

הרכישה המתוכננת של תחנת הכוח אשכול צפויה להגדיל באופן מהותי את פיזור ההכנסות, ההספק הכולל ונתח השוק אשר בבעלות החברה

החברה עוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות כוח ומתקני ייצור חשמל בשוק הישראלי. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה מחזיקה בתחנת דליה (100%), אשר היוותה כ-4% מסך ההספק המותקן במשך בשנת 2022. התחנה כוללת שתי יחידות ייצור חשמל הפועלות באמצעות טורבינות של גז וקיטור בטכנולוגיית מחזור משולב ובגיבוי של סולר. תחנת דליה פועלת החל משנת 2015, כאשר לחברה שני רישיונות ייצור קבועים ורישיון אספקה עד שנת 2035. ביום 09.11.2023 חברת החשמל לישראל בע"מ פרסמה כי אשכול אנרגיות כוח בע"מ, חברת בת של דליה חברות אנרגיה בע"מ, המוחזקת בשיעור של 75% על ידי החברה, זכתה במכרז לרכישת תחנת הכוח אשכול מידי חח" תמורת כ-9.0 מיליארד ש"י¹¹. ביום 11.12.2023 דיווחה החברה כי נחתם הסכם המכר מול חח", כאשר מועד המסירה והשלמת העסקה, ובכלל זה העברת התמורה, יתבצעו עד ליום 03.06.2023, כתלות בהתקיימותם של מספר תנאים, הכוללים, בין היתר, קבלת אישורים רגולטוריים וסגירה פיננסית מול המממנים. נציין, כי העסקה כוללת גם רכישת קרקע פרטית בשטח של כ-425 דונם, כאשר כ-220 דונם מתוכם צפויים לשמש, בין היתר, את היחידות הקיימות ויחידת מחזור משולב חדשה, אשר תחליף את היחידות הקיטוריות הישנות וצפויה להתחיל בהקמה בתוך מספר שנים. תחנת אשכול החלה לפעול בשנת 1958 וכוללת 6 יחידות ייצור חשמל, שתיים מהן פועלות במחזור משולב, המייצר חשמל באמצעות גז טבעי וארבע הנותרות הינן יחידות קיטוריות, המייצרות אף הן חשמל מגז טבעי. ככל והעסקה תצא על הפועל, החברה צפויה להגדיל את נתח השוק שלה באופן מהותי ולהחזיק בכ-12% מסך הספק החשמל המותקן במשך, עם הספק כולל של כ-2,472 מגה-וואט¹². נציין, כי רישיון הייצור של היחידות הקיטוריות הינו לשלוש שנים בלבד, כאשר רשות החשמל רשאית לקצר או להאריך בשלוש שנים נוספות. החברה מתכננת הקמה של יחידת מחזור משולב בהספק כולל של כ-850 מגה-וואט בשטח תחנת אשכול (חלף כ-800 מגה-וואט של היחידות הקיטוריות), בהתבסס על אסדרה שפורסמה. כמו כן, החברה בוחנת אפשרויות להרחבת הפעילות, בין היתר, באמצעות הרחבת תחנת דליה בשטח הסמוך לתחנה. 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-88 מגה-וואט שעה). עלות ההקמה איננה מהותית לחברה, ומומנה במימון עצמי. מתקן האגירה צפוי לשמש את התחנה לצורך מתן שירותי התנעה שחורה במקרה של עלטה במשך (חלף השירות הניתן כיום מחח" תמורת תשלום) ולטובת מכירת חשמל, במסגרת אסדרת מודל השוק למתקני ייצור ואגירה¹³. לדברי החברה, הפעלתו המסחרית של המתקן תחל בחודש מרץ 2024.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנים הקרובות החברה תישען על שני מקורות תזרימיים, תחנת דליה ותחנת אשכול. עם זאת, בטווח הארוך, במידה והחברה תשלים את תהליך הרחבת תחנת דליה, עשויים להיווצר לה מקורות תזרימיים נוספים. על פי תרחיש הבסיס, כ-66% מההכנסות החזויות של החברה בשנים 2025-2027 ינבעו מתחנת דליה והיתרה מתחנת אשכול.

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

נכון למועד הדוח מחזיקה החברה, באמצעות תחנת דליה, בהסכמי PPA מול לקוחות קצה פרטיים שונים בהיקף של כ-100% מהספק התחנה, אשר זמין למכירה במשטר הפעלה של 100% זמינות משתנה ובטווחי זמן הנעים בין 5 ל-13 שנים. להערכתנו, משטר הפעלה זה מגדיל את ההכנסות מהתחנה ואת רווחיותה, אך מנגד גם מעלה את החשיפה ללקוחות הקצה הפרטיים ויוצר אי ודאות מסוימת בקשר עם מכירת מלוא מכסת הייצור. סיכון זה ממותן על ידי זכאות לתשלומי זמינות משתנה מחברת נגה - ניהול מערכות החשמל

¹⁰ החלטה מספר 63609 בדבר עדכון מקבצי שעות ביקוש, רשות החשמל, אוגוסט 2022.

¹¹ הודעה על זכייתה של החברה בהליך תחרותי למכירת אשכול, נובמבר 2023.

¹² המספרים כוללים גם את חלק אחזקת המיעוט בתחנת אשכול.

¹³ החלטה מס' 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחברים או משולבים ברשת החלוקה, רשות החשמל, ספטמבר 2023.

בע"מ (להלן: "מנהל המערכת"), עבור הספק שלא נמכר ללקוחות פרטיים. בד בבד, לחברה קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור, אשר באה לידי ביטוי בהפחתות תעריפים מהותיות של כ-15.6% במצטבר בשנים 2020-2021, מול עליות חדות בתעריף, אשר הסתכמו למעל 11% במצטבר בשנים 2022-2023. מחיר רכישת הגז הטבעי ומחיר מכירת החשמל ללקוחות הקצה צמודים לשינויים ברכיב הייצור. נציין, כי עלייה ברכיב הייצור מובילה לעלייה מקבילה בהכנסות החברה מתחנת דליה, ללא עלייה זהה בהוצאות התחנה, וזאת משום שהעלייה בהכנסות צמודה לרכיב הייצור, בעוד שההוצאות צמודות רק בחלקן, מאחר ולתחנת הכוח ישנן עלויות נוספות, נוסף על רכישת הגז. שינוי משטר ההפעלה, אשר בוצע במהלך שנת 2022 והעלויות בתעריף במהלך שנת 2023, הביאו לגידול בהכנסות החברה וב-EBITDA והן עמדו נכון לתשעת החודשים הראשונים של השנה על כ-1.8 מיליארד ש"ח ו-591 מיליון ש"ח בהתאמה, לעומת כ-1.4 מיליארד ש"ח וכ-508 מיליון ש"ח 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 צפויה ליהנות מציבות תזרימית, נוכח היקפם ואורכם של הסכמי ה-PPA (עד 13 שנים), עם איכות ופיזור נרחב של לקוחות הקצה בתחנת דליה.

ודאות תזרימית גבוהה באופן יחסי, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל למנהל המערכת במסגרת פעילות רגולטורית

במודל ה-SMP בתחנת אשכול, לצד חשיפה לשינויים בתעריף החשמל

פעילות החברה באחזקתה הצפויה בתחנת אשכול, הינה במסגרת אסדרת רשות החשמל, לפיה התחנה, אשר מוחזקת על ידי החברה בשיעור של 75%, תעמיד את מלוא ההספק הנקי הזמין בפועל למנהל המערכת, וכן תייצר ותמכור חשמל למנהל המערכת בשוק חשמל תחרותי, בהתאם לעקרונות העמסה מרכזית. לפיכך, מלוא תזרים המזומנים של תחנת אשכול יתבסס על מכירת יכולת זמינה ומכירת חשמל בפועל למנהל המערכת, בכפוף למכרזי ה-SMP. להערכת מידרוג, קיימת אי-ודאות מסוימת בקשר עם יכולת מימוש ההכנסות ובקשר עם תזרים המזומנים בתחנה, בשל קיומה של תלות ברכיב העלויות המשתנות בגין ייצור חשמל והעמסה לרשת החשמל על ידי מנהל המערכת, בהתאם לתוכניות הייצור בפועל. אולם, קיומו של רכיב זמינות המהווה נדבך מרכזי בהכנסות וברווחיות התחנה, לצד הישענותה על הסכמי PPA ארוכי טווח אל מול מנהל המערכת, תומכים בדירוג. החברה חשופה, בין היתר, לשינויים אפשריים בתעריף החשמל המתקבל לפי מודל ה-SMP. נציין, כי על פי פרסומי רשות החשמל¹⁴, יתכנו שינויים במודל זה, אשר עלולים לשנות את התעריף ו/או את אופן חישובו במודל, באופן שעלול לפגוע בהכנסות מתחנת אשכול.

החלטה לעניין החלת מודל השוק עבור יצרניות חשמל פרטיות בתחנת דליה

ביום 6.3.2022 פרסמה רשות החשמל החלטה מספר 62703, אשר מתקנת את אמות המידה על מנת להחיל כללי הסחר על כלל היצרניות הפרטיות הקיימות ועל יצרנים של אנרגיות מתחדשות. החלטה זו מאפשרת ליצרנים הפועלים במסגרת אסדרה 241 לפעול במתכונת העמסה פיזית או לבחור לפעול במתכונת העמסה מרכזית, בה ייצרן 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. נכון למועד כתיבת הדוח, התיקונים צפויים להיכנס לתוקפם החל מיום 01.01.2024. לדברי החברה, האפשרות למעבר למכירה במסגרת מודל השוק בתחנת דליה נמצאת תחת בחינה. להערכתנו, ככל והחברה תבחר למכור חלק מסוים או את מלוא החשמל המיוצר בתחנת דליה במסגרת מודל השוק, ההכנסות הנובעות מתחנה זו צפויות לעלות במידה מסוימת. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בשוק החשמל ואחר אסטרטגיית החברה בנושא זה.

¹⁴ [רשות החשמל, החלטה מספר 65006, אסדרת פעילות יחידות הייצור באתר אשכול, מרץ 2023.](#)

צפי לצמיחה מהותית בהכנסות לצד עליה ברמת המינוף המאזני והיחלשות ביחסי הכיסוי בשנים הקרובות

תרחיש הבסיס של מידרוג, כולל, בין היתר, את השפעות זכיית החברה במכרז לרכישת תחנת אשכול (אשר תוחזק בשיעור של 75% על ידי החברה), ובכללן הכנסות נוספות ומהותיות מן התחנה, לצד עלייה מהותית בחוב הפיננסי והתוכנית להקמת יחידות יצור חדשות. התרחיש מניח כי לצרכי מימון רכישת תחנת אשכול ושטח הקרקע בתחנה, חברת הבת אשר תחזיק בתחנת אשכול, אשכול אנרגיות כוח בע"מ, צפויה לגייס חוב בסכום אשר צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2024, וכן תגייס הון מבעלי מניותיה בסכום אשר צפוי לנוע בטווח שבין 1.2-1.4 מיליארד ₪ במהלך שנה זו. התרחיש אינו כולל את השפעות ההרחבה המתוכננת של תחנת דליה, אשר טרם קיבלה אישורים סופיים. אנו מניחים כי תחנת דליה ותחנת אשכול יעמדו ביעדי ביצוע גבוהים ויציבים לאורך שנות פירעון החוב, וללא תקלות מהותיות. בנוסף, נציין כי משטר ההפעלה של תחנת דליה השתנה בשנת 2022, והביא לכדי מכירה של 100% מהתפוקה ללקוחות פרטיים ולגידול בהכנסות וברווחיות החברה. הנחנו כי בשנים הקרובות רמת המינוף של החברה, כפי שנמדדת ביחס חוב ל-CAP ברוטו, צפויה לעלות מכ-65.4%, נכון ליום 30.09.2023, לטווח שבין 65%-72% בשנים הקרובות. כמו כן, נציין, כי על פי תרחיש הבסיס, יחס ההון למאזן של החברה אף צפוי להשתפר לעומת היחס הנוכחי, לאור הזרמת ההון המהותית שצפויה להתבצע לצורך רכישת תחנת אשכול, כמפורט. אנו מניחים כי ה-EBITDA השנתי של החברה צפוי לצמוח מכ-679 מיליון ₪ בשנת 2022¹⁵, לטווח של בין 670-1,200 מיליון ₪ בשנים 2023-2026. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד על 4.7 בשנת 2022, צפוי להיחלש בשנים הקרובות ולעמוד על מעל ל-8.0 בשנת 2024, ולנוע בטווח שבין 5.5-6.5 בשנים 2025-2027. בנוסף, הנחנו הוצאות Capex בשנים 2023-2026 של מעל ל-300 מיליון ₪ בסה"כ (לאחר נטרול רכישת תחנת אשכול), כולן לצורך טיפולי תחזוקה כבדה בתחנות דליה ואשכול, וממומנות ברמת הפריקט. נציין, כי החל משנת 2027 הוצאות ה-Capex צפויות לעלות ולנוע בטווח שבין 0.5-1.0 מיליארד ₪ לשנה, לנוכח הצפי להקמת יחידת מחזור משולב, אשר תחליף את ארבע היחידות הקיטוריות בתחנת אשכול. כמו כן, הנחנו כי על פי האסטרטגיה העסקית של החברה, היא תתמקד בהמשך פיתוח תחנת דליה ותחנת אשכול, בהפחתת החוב הפיננסי ורמות המינוף, לצד מדיניות של אי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות, כמפורט בהמשך. בהמשך לאסטרטגיה זו, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחסי המינוף ויחסי כיסוי החוב של החברה צפויים להשתפר באופן מהותי בטווח הארוך, בהשוואה ליחסים המתוארים לעיל, לאחר פירעונות חוב מהותיים וצפי לשיפור מתמשך ב-EBITDA לאורך השנים.

אנו מעריכים כי לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה, זאת לאור רווחיותה ואיתנותה של תחנת דליה ולנוכח ההכנסות המהותיות הצפויות מתחנת אשכול. בשנת 2022 עמדו הכנסות החברה על כ-2.0 מיליארד ₪ ואלו צפויות לעלות מהותית בשנים הקרובות ולנוע בטווח שבין 3.6-3.8 מיליארד ₪ בשנה¹⁶, בזכות התזרים הצפוי מתחנת אשכול, השינוי במשטר ההפעלה כאמור לעיל והעלייה הצפויה בתעריף ייצור החשמל. להערכתנו, בטווח הבינוני-ארוך, כ-66% מהכנסות החברה ומה-EBITDA שלה ינבעו מתחנת דליה והיתרה מתחנת אשכול. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 עמדו ההכנסות על כ-1.8 מיליארד ₪ לעומת כ-1.5 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. להערכתנו, בטווח הארוך, ככל שתשלים את הרחבת תחנת דליה, תהנה החברה מהרחבה נוספת של פיזור ההכנסות, כך שיוכלת ייצור ההכנסות שלה תשתפר אף יותר. נציין, כי במהלך חודש אוגוסט 2022 הוחלט על עדכון מקבצי שעות הביקוש¹⁷, שעל בסיסם יעודכן תעריף הייצור. החברה מעריכה כי העדכון יביא לפגיעה שנתית של כ-30 מיליון ₪ ברווחיות החברה.

מדיניות פיננסית הולמת, הכוללת שמירה על רמת נזילות גבוהה בסולו, התמקדות בהמשך פיתוח תחנת דליה ותחנת

אשכול והצהרת החברה בנוגע לאי חלוקת דיבידנד בשנים הקרובות

נכון ליום 30.09.2023 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-696 מיליון ₪, כאשר רוב הסכום הינו בסולו. בהתאם להצהרת החברה, היא תשמור על יתרות נזילות מינימליות של לפחות 12 חודשי שירות אגרות החוב (קרן וריבית) ברמת הסולו וכ-90 מיליון נוספים לכל הפחות ברמת המאוחד. כמו כן, יחס המקורות לשימושים בסולו, צפוי לנוע בטווח שבין 1.2-1.7 בשנים 2024-2026, ולנוע בטווח שבין 1.1-1.5 במאוחד במהלך שנים אלו.

¹⁵ הפרמטרים מוצגים על פי תחשיב מידרוג.

¹⁶ ההכנסות בשנת 2024 צפויות להסתכם בכ-3 מיליארד ₪ בלבד, לנוכח העובדה כי תחנת אשכול צפויה להימסר לחברה במהלך חודש יוני של שנה זו.

¹⁷ [החלטה מספר 63609, עדכון מקבצי שעות ביקוש, אוגוסט 2022.](#)

במהלך שנת 2022 החברה חילקה דיבידנד בהיקף של כ-117 מיליון ₪. עם זאת לאור רכישת תחנת אשכול וצרכי החברה השוטפים, החברה הצהירה כי אין בכוונתה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות. יש לציין, כי על פי טיוטת שטר אגרות החוב, לחברה מגבלות לחלוקת דיבידנדים, אך כיום לחברה פער מהותי מאמות מידה אלו. בנוסף, בהתאם לטיוטת שטר אגרות החוב, החברה התחייבה לעמוד במספר אמות מידה. להערכתנו, החברה צפויה להמשיך ולעמוד באמות המידה במרווח מספק גם בעתיד. עם זאת, אנו מעריכים כי גמישותה הפיננסית של החברה הינה נמוכה יחסית כיום, בין היתר, בשל שיעבוד מלא של תחנת דליה והשעבוד המלא הצפוי של תחנת אשכול. כאמור לעיל, החברה צפויה לגייס מימון באמצעות גיוסי חוב והון בהיקפים משמעותיים, בעקבות זכייתה של החברה במכרז לרכישת תחנת אשכול, הצורך בהקמת יחידת ייצור חדשה בתחנה זו, והתכנון להרחבת תחנת דליה בטווח הארוך, ככל ויאוש. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות בחברה ותעדכן את תרחיש הבסיס בהתאם לצורך.

שיקולים נוספים לדירוג

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה בשל החזקתה הנוכחית והצפויה בפרויקטים עם חוב בכיר

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברת פרויקט עם חוב בכיר. נכס הבסיס בחברת הבת, לרבות התזרימים הנובעים ממנה, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החוב הבכיר. כמו כן, חלוקת העודפים מתחנת דליה כפופה לעמידה במבחנים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית הינם בעלי מרווח מספק ביחס למבחנים לחלוקת העודפים לחברה. בנוסף, צפויה להיווצר לחברה נחיתות בנכס נוסף, בעקבות זכייתה בהליך תחרותי לרכישת תחנת הכוח אשכול, כאשר חברת הפרויקט, אשכול אנרגיות כוח בע"מ, צפויה לגייס חוב בכיר לטובת הרכישה, הכולל תנאים פיננסיים דומים למתואר לעיל. להערכתנו, סיכון הנחיתות ממותן בחלקו על ידי פיזור של 2 תחנות כוח, המכילות 8 יחידות ייצור בסה"כ וכן יישום אסטרטגיית החברה בקשר עם הקרקע הנרכשת כחלק מתחנת אשכול.

סיכון מימון מחדש מהותי בשנים הבאות, אשר ממותן באופן חלקי על ידי מספר מנגנונים

בהתאם למתווה המימון לרכישת תחנת אשכול, החברה צפויה לגייס הלוואות לטווח קצר, אשר עשויות להוביל לעומס פירעונות משמעותי בשנים 2027-2029. להערכת מידרוג, סכום הלוואות אלו צפוי להוות תשלום משמעותי ויוצר סיכון של מימון מחדש אשר ניצב בפני החברה במהלך שנים אלו. להערכתנו ועל פי תרחיש הבסיס, סיכון המימון מחדש ממותן חלקית על ידי מאפייני החוב, אשר יגויס על ידי חברת אשכול אנרגיות כוח בע"מ כחוב נון-ריקורס לחברה. בנוסף, הסיכון צפוי להיות ממותן על ידי האפשרות לדחות את פירעון החוב בשנה או שנתיים נוספות וכן בזכות העובדה כי החוב צפוי להיות מגויס תחת הנחת שיעור LTV נמוך באופן יחסי משווי תחנת הייצור החדשה והקרקע, עם אפשרות להאצת פירעונות. כמו כן, הסיכון ממותן על ידי המדיניות הפיננסית והאסטרטגיה העסקית של החברה, כמפורט לעיל.

מספר בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית עם היסטוריה של הזרמת כספים, המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

לבעלי המניות הנוכחיים של החברה היסטוריה של הזרמת כספים לצורך פיתוח תחנות כוח בקבוצה. להערכתנו, חלק מבעלי המניות הנוכחיים הינם בעלי איתנות פיננסית ואינם בעלי צרכים תזרימיים מיוחדים, אשר מחייבים העלאת דיבידנדים מהותיים, ועל כן יהיה ניתן בעת הצורך לעדכן את מדיניות הדיבידנד על פי צרכיה של החברה ובהתאם לתוכניותיה האסטרטגיות. להערכתנו, מבנה הבעלות הנוכחי מאפשר איזון בין בעלי החוב לבעלי המניות, לרבות הזרמת הון נוסף לטובת השקעות נדרשות, לצד קביעת מדיניות חלוקת דיבידנדים בהלימה טובה למאפייני הפעילות של החברה ולצרכיה. הנושא צפוי לבוא לידי ביטוי, בין היתר, בהזרמת הון מהותית מצד הבעלים לטובת רכישת תחנת אשכול, כמפורט לעיל. יצוין, כי החזקות משקי הקיבוצים בחברת דליה נרכשו בשנת 2022 ע"י חברת משק אנרגיה-אנרגיות מתחדשות בע"מ (להלן: "משק אנרגיה") בתמורה להקצאת מניות. במהלך שנת 2023 משק אנרגיה הגדילה את שיעור אחזקתה בחברה, דרך רכישת מניות נוספות מבעלי המניות הנוכחיים. נכון למועד כתיבת הדוח משק אנרגיה מחזיקה בכ-

50.23% ממניות החברה. עוד נציין, כי על פי הצהרת החברה, חלוקות הדיבידנד צפויות להיפסק במהלך השנים הקרובות לנוכח הרכישה הצפויה של תחנת אשכול.

סיכוני הקמת יחידת הייצור החדשה במהלך השנים הבאות, לצד התוכנית להרחבת תחנת דליה בטווח הארוך

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

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, החברה חשופה במידה בינונית לסיכונים סביבתיים. פליטת גזי חממה בתהליך ייצור החשמל באמצעות גז טבעי הינה פחותה באופן משמעותי לעומת ייצור בפחם. על כן, בטווח הזמן הבינוני, ייצור אנרגיה באמצעות גז טבעי תומך במדיניות הממשלתית לפיתוח ולשילוב של ייצור אנרגיות מתחדשות, במקביל לתכנון להגדלת ייצור חשמל באמצעות גז טבעי במשק האנרגיה בישראל, לצד התוכניות לסגירה ו/או הסבה לייצור באמצעות גז של תחנות הכוח הפחמיות עד לשנת 2025. עם זאת, בטווח הזמן הארוך עלולה מדיניות זו ליצור חשיפה שלילית מסוימת, ככל שהייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות יחליף את התלות בגז. באופן דומה, אנו מעריכים כי חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה בינונית ובפרט חשיפתה למגמות חברתיות 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-בינונית, בזכות בעלי מניות בעלי איתנות פיננסית, המאפשרים איזון בין בעלי המניות לבעלי חוב.

אודות החברה

דליה חברות אנרגיה בע"מ התאגדה ביום 22.10.2020 כחברה פרטית. החברה פועלת בתחום ייצור חשמל ואספקתו בישראל, ובכלל זה 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 בכ-50.23% ממניות החברה, באופן ישיר ועקיף (באמצעות החזקתה בחירם). בנוסף, החברה מוחזקת על ידי חירם-אפסילון בע"מ בשיעור של כ-25.66%, דניאל קיסריה החזקות בדליה ש.מ בשיעור של כ-20%, א.ס.א.י-אנט-אנרג'י גרופ בע"מ בשיעור של 8.67% ואורות אנרגיה החזקות ש.מ בשיעור של כ-5%. החברה מחזיקה ב-100% ממניות תחנת דליה, תחנת כוח הכוללת שתי יחידות נפרדות בעלות הספק מותקן כולל של כ-912 מגה-וואט, אשר החלה את הפעלתה המסחרית בשנת 2015. תחנת דליה פועלת תחת אסדרה 241¹⁸. כמו כן, נכון למועד כתיבת הדוח כלל פעילות הייצור והאספקה הינה באמצעות תחנת דליה.

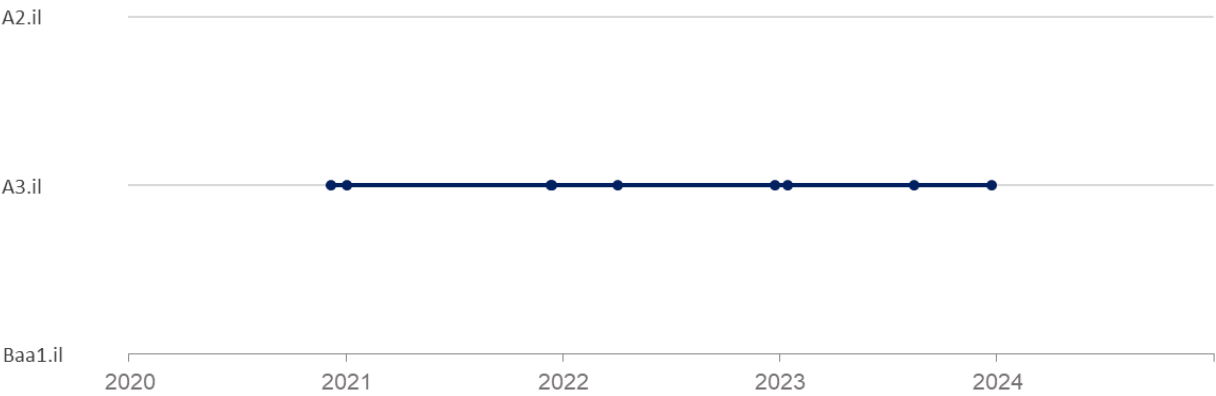
¹⁸ לפי החלטה מס' 2 מישיבה 241 מיום 2 בדצמבר 2008 - הסדרה תעריפית ליצרן חשמל פרטי קונבנציונלי של רשות החשמל כפי שתוקנה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 30.09.2023			
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
Aa.il	---	Aa.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Aa.il	11.4 מיליארד ₪	A.il	5.7 מיליארד ₪	סך מאזן	פרופיל עסקי
Baa.il-A.il	---	Ba.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	
Baa.il	---	Ba.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
Aaa.il	1.0% ¹⁹	Aaa.il	2.0%	Capex/PPE	רווחיות
A.il	6.4	A.il	4.4	EBITDA / חוב ברוטו	
Ba.il	1.6	A.il	2.9	EBIT / Int	
Baa.il	69.0%	Baa.il	65.4%	CAP/חוב	פרופיל פיננסי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

היסטוריית דירוג



¹⁹ בנטרול השפעת רכישת תחנת אשכול בשנת 2024.

דוחות קשורים

- [דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)
- [דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

24.12.2023	תאריך דוח הדירוג:
16.08.2023	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

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.