

אלומיי קפיטל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2022

אנשי קשר:

תומר דר

ראש צוות, מערכת דירוג ראשית
tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

אלומיי קפיטל בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Baa1.il לחברת אלומיי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומיי 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; (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 נתח זה גדל עם תחילת ההפעלה המסחרית של פרויקט טלאסול (להלן: "טלאסול"), וצפוי להמשיך לצמוח בטווח הקצר-בינוני, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים באיטליה; (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, הממוותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (9) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מטלאסול, אלומיי סולאר, פרויקטי ה-PV בהם החברה מחזיקה בספרד וישראל ופרויקטי הביו-גז בהולנד. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה להמשיך לצמוח, עם השלמת הקמתם של פרויקטים נוספים באיטליה. השלמת פרויקטי טלאסול ואלומיי סולאר הגדילה מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד, זאת עד להבשלת פורטפוליו פרויקטים מהותי חדש באיטליה; (10) יכולת ייצור ההכנסות טובה, לאור ההפעלה המסחרית של טלאסול ואלומיי סולאר, 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"), הנמצא בשלבי הקמה, ופורטפוליו פרויקטים חדש באיטליה. להערכתנו, הוצאות ה-Capex בשנים 2022-2024 צפויות להסתכם לטווח שבין 300-350 מיליון אירו, לרבות מימון פרויקטים ברמת החברות המוחזקות; (12) רמת המינוף המאזני של החברה נכון לסוף חודש מרץ 2022 הינה גבוהה באופן מהותי ביחס למקובל בענף וזאת בעיקר בשל השפעות נגזרים והמימון מחדש לפרויקט טלאסול; (13) ביום 6 ביוני 2022 אישרה אסיפת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה, בהחלטה מיוחדת, תיקון לשטר הנאמנות הכולל הגדרה מעודכנת להון העצמי המאזני, המנטרלת מן החישוב את השינויים בשווי ההון של עסקאות גידור למחירי החשמל; (14) החברה משמרת היקפי נזילות גבוהים ביחס לסך המאזן; (15) לחברה גמישות פיננסית טובה, המתבטאת, בין היתר, בנגישותה לבנקים ולשוק ההון; (16) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (17) להערכתנו, לחברה חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברה, זאת לאור פעילותה בתחום האנרגיות המתחדשות לצד האסדרות התומכת ומגמות הביקושים הגדלות בענף זה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בטווח הקצר בהשלמת פיתוח פרויקטים באיטליה, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2022-2024, ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בישראל, ספרד ואיטליה. בהתאם להנחות אלו, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי לנוע בטווח שבין 25-30 מיליון אירו בשנת 2022, זאת בעיקר לאור הפעלת פרויקט אלומיי סולאר, לצד העלייה במחירי החשמל, ובשנים 2023-2024, לאחר הפעלת פרויקטים נוספים באיטליה, צפוי פרמטר זה לנוע בטווח

שבין 35-40 מיליון אירו. כמו כן, היקף המקורות מפעולות (FFO) בשנים אלו צפוי לנוע בטווח שבין 18-24 מיליון אירו. אנו מעריכים כי סביבת מחירי החשמל הגבוהה לא תיוותר על כנה באופן פרמננטי. עם זאת, הגידול הצפוי בהיקפי הפרויקטים בהפעלה, עשוי לקזז באופן מסוים את הירידה העתידית במחירי החשמל, כך שמגמת העלייה בתזרימים צפויה להישמר, אם כי בקצבים נמוכים יותר. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות איטיים ביחס לרמת הדירוג, גם לאחר הפעלת הפרויקטים הנוספים אשר בתכנית ההשקעות, זאת בין היתר, עקב החובות בפרויקטים באיטליה ובפרויקט מנרה. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים בהן היא תמצא בתכנית השקעות נרחבת.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הציב נתמך בוודאות תזרימי המזומנים המבוססת על רגולציה תומכת והסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח אל מול לקוחות קצה איכותיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל 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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022	
18,988	9,645	44,783	7,200	11,761	הכנסות
7,152	(527)	22,006	3,068	1,937	EBITDA מותאם ¹
53,197	76,719	71,585	105,020	121,194	מזומנים ושווי מזומנים ²
107,756	125,026	113,483	123,820	69,220	הון עצמי
178,906	296,469	370,565	335,145	436,851	חוב פיננסי ברוטו ³
310,172	460,172	551,147	491,647	630,499	סך מאזן
34.7%	27.2%	20.6%	25.2%	11.0%	הון למאזן
1,113	(2,407)	12,200	NA	NA	FFO ⁴

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 באמצעות אנרגיות מתחדשות מוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני, הנובע בעיקר לאור חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות

¹ לא כולל דיבידנד מדוראד, וכולל התאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

² כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

³ בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

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

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 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 ליציבותה התזרימית של החברה. עיקר ההכנסות של החברה נובעות ממתקני ה-PV בהם היא מחזיקה וממתקני הביו-גז 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, ההכנסות ממכירת החשמל מאנרגיות מתחדשות, ברובן מגודרות וקבועות 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 מייצור הגז בתהליך והן מייצור החשמל, תשלום מהספק עבור פינוי ה"זבל", שמקוּזז במחיר שמועבר לספק עבור פינוי הבוצה, ותעודות ירקות עבור ייצור גז וחשמל, אותן היא מממשת בעת מכירתן.

פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי לצד צפי להמשך הרחבת פורטפוליו הנכסים

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. בשוק הישראלי, החברה רכשה כ-9.4% מתחנת הכוח דוראד וכן את מתקן ה-PV בתלמי יוסף ואת פרויקט האגירה השואבה במנרה. בספרד, רכשה החברה את הזכויות בפרויקטים טלאסול ואלומיי סולאר, אשר החלו בהפעלה מסחרית עם סיום שנת 2020, ובמהלך שנת 2022, בהתאמה. נכון למועד הדוח, היקף הייצור בפרויקט טלאסול מהווה מעל ל-50% מכלל היקפי הייצור של חלקה היחסי של החברה בכלל הפרויקטים שלה. עם זאת, החברה מקדמת בימים אלו ייזום, פיתוח והקמה של פרויקטי PV רבים בספרד ובאיטליה, אשר חלקם צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך 2023-2024.

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

נתח השוק הגלובלי בו מחזיקה החברה הינו מצומצם ביחס לקבוצת הייחוס. הפרויקטים המניבים בבעלות החברה הינם פרויקט תלמי יוסף בישראל בהיקף של 9 מגה-וואט⁵, פרויקט PV בהיקף של כ-7.9 מגה-וואט בספרד, פרויקט ביו-גז בהיקף של כ-19 מגה-וואט בהולנד, ופרויקט טלאסול ואלומיי סולאר בספרד בהיקף של כ-300 מגה-וואט וכ-28 מגה-וואט, בהתאמה. 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. נציין, כי עבור פרויקט טלאסול חתמה החברה על עסקת גידור למחיר החשמל. 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. נציין, כי פרויקט זה צפוי להניב לחברה את מרבית ה-EBITDA בשנים הקרובות. להערכתנו, עסקת הגידור ממתנת באופן מהותי את החשיפה הגבוהה להכנסות מנכס זה.

גידול משמעותי בהכנסות החברה, לאור הפעלת טלאסול, תוך צפי להמשך גידול בהכנסות עם הפעלתם של פרויקטים נוספים

בשנים האחרונות החברה נמצאת בתהליך צמיחה, תוך האצת ייזום ורכישת פרויקטים, ובכלל זה, ייזום פרויקט PV נוספים באיטליה ובספרד. בשנת 2021 עמדו הכנסות החברה על כ-45 מיליון אירו לעומת כ-10 מיליון אירו בשנת 2020. הגידול המהותי בהכנסות נובע

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

ברובו מהפעלתו המסחרית של פרויקט טלאסול, בסוף שנת 2020. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות צפויות ההכנסות להמשיך לצמוח, ולנוע בטווח שבין 50-65 מיליון אירו, וזאת לאור הפעלתו המסחרית של פרויקט אלומיי סולאר (בשנת 2022) וכן הפעלתם הצפויה של פרויקטים נוספים באיטליה. בד בבד, להערכתנו, בשנים 2022-2023 צפוי הגידול בהכנסות להיתמך גם בסביבת מחירי החשמל העולה. אנו מעריכים כי סביבת מחירים זו לא תיוותר על כנה באופן פרמננטי. עם זאת, הגידול הצפוי בהיקפי הפרויקטים בהפעלה עשוי לקזז באופן מסוים את הירידה העתידית במחירים, כך שמגמת העלייה בהכנסות צפויה להישמר, אם כי בקצבים נמוכים יותר.

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, בספרד ובישראל ובשל שיעורי רווחיות נמוכים בפעילות הביו-גז בהולנד. עם זאת, בשנת 2021 השתפרה הרווחיות התפעולית של החברה ועמדה על כ-9% מסך ההכנסות, זאת בעיקר לאור הפעלת פרויקט טלאסול. אנו מעריכים כי בשנים 2022-2024, תשתפר רווחיות החברה באופן מהותי, בין היתר, לאור התחלת ההפעלה המסחרית של פרויקט אלומיי סולאר ופרויקטים נוספים באיטליה וכן שיפור מסוים הצפוי בפעילות פרויקטי הביו-גז.

גידול מהותי במינוף המאזני, בעיקר בשל השפעות נגזרים ובשל מימון מחדש בפרויקט טלאסול

בשנים האחרונות נרשמה מגמת עלייה ברמת המינוף המאזני של החברה, כפי שמשתקף ביחס ההון למאזן, אשר ירד מסביבה של כ-57% בסוף שנת 2016 לכ-25% נכון ליום 31.03.2021. העלייה במינוף התרחשה בעיקר כתוצאה מרכישת פרויקטים (רכישת פרויקט ביו-גז נוסף בהולנד) וייזום פרויקטים חדשים, אשר כללו הוצאות מהותיות בפיתוחם והגדלת החוב המאוחד. עם זאת, במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022 חל גידול מהותי נוסף במינוף המאזני, כאשר יחס ההון למאזן עמד, נכון ליום 31.03.2022, על כ-11%. יחס זה הינו נמוך באופן משמעותי ונובע, בין היתר, בשל השפעת גידור מחירי החשמל בפרויקט טלאסול. לאור סביבת מחירי החשמל הגבוהים באופן חריג, הביא הגידור לרישום הפסד חשבונאי אשר נזקק לקרן הון ופגע מהותית ביחסי המינוף. נדגיש, כי על אף שהגידור פגע במינוף המאזני, הוא מהווה גורם חשוב לחיזוק וודאות תזרימי המזומנים של החברה. גורם נוסף אשר הביא לגידול במינוף הינו המימון מחדש של פרויקט טלאסול, אשר הושלם בינואר 2022. כחלק מתהליך זה, נפרע החוב הישן בגין הפרויקט, בהיקף של כ-121 מיליון אירו, באמצעות הלואה חדשה בהיקף של כ-175 מיליון אירו. להערכתנו, המשך גידול במחירי החשמל ו/או הגדלת היקף החוב עלולים להביא לשחיקה נוספת במינוף החברה, עם זאת שיפור ברווחיות עשוי לחזק את היחסים.

שינוי אמות המידה בשטר הנאמנות של החברה

ביום 6 ביוני 2022 אישרה אסיפת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה, בהחלטה מיוחדת, תיקון לשטר הנאמנות. כחלק מהתיקון עודכנו חישובי אמות המידה בשטר, כך, שחלף מדידת "ההון העצמי המאזני" יימדד "ההון העצמי המאזני המתואם". הגדרה מעודכנת זו להון העצמי המאזני, מנטרלת מהחישוב את השינויים בשווי ההון של עסקאות גידור למחירי החשמל. בד בבד, כחלק מן התיקון, עודכן שיעור הריבית השנתית ב-0.25%.

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

בשנת 2021 חל גידול משמעותי בתזרים השוטף (CFO) של החברה, מתזרים שלילי של כ-5.8 מיליון אירו בשנת 2020 לתזרים חיובי של כ-15 מיליון אירו בשנת 2021, זאת בין היתר, לאור הגידול בהכנסות בגין פרויקט טלאסול. אנו צופים כי בשנים 2022 - 2024 התזרים השוטף ינוע בטווח שבין 12-20 מיליון אירו, זאת לאור הפעלתו של פרויקט אלומיי סולאר ופרויקטים נוספים באיטליה, לצד מחירי חשמל גבוהים בטווח הזמן הקצר. בד בבד, בשנים 2022-2024, סך ההשקעות ההוניות (Capex) של החברה צפויות לנוע בטווח של בין 60-160 מיליון אירו בשנה, 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 2024-2022 מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה והפרויקטים הנוספים בספרד ואיטליה וצפוי להיות שלילי, ולנוע בטווח שבין 50-140 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

יחסי הכיסוי של החברה עמדו, בשנים האחרונות, על סביבה נמוכה ואינם תואמים כיום את רמת הדירוג. סביבה זו נובעת, בין היתר, מאיחוד מלא של החוב הפרויקטאלי בפרויקט טלאסול, אשר בו החברה מחזיקה 51%, רווחיות נמוכה בפרויקטי הבינו-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 עמד בשנת 2021 על כ-30. עם זאת, אנו מעריכים, כי בשנים 2022-2024 צפוי היחס לרדת לטווח של בין 19.0-26.0. 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.

מדיניות של החזקת יתרות נזילות גבוהות וגמישות פיננסית הולמת

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות גבוהות ביחס למאזנה הכולל. להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, ומתבטאת, בין היתר, בגמישותה לשוקי ההון והחוב, בגיוסי הון וחוב בשנים האחרונות ובפרט בשנה האחרונה, עם השלמת המימון מחדש לפרויקט טלאסול. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הקיימות מול מחזיקי סדרות האג"ח שלה במרווחים גבוהים. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף נמוכה ברמת החברה סולו. 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 ממונתנת בחלקה על ידי עסקאות גידור.

שיקולים נוספים לדירוג

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בפרויקטים 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.

מדיניות אי חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות

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.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

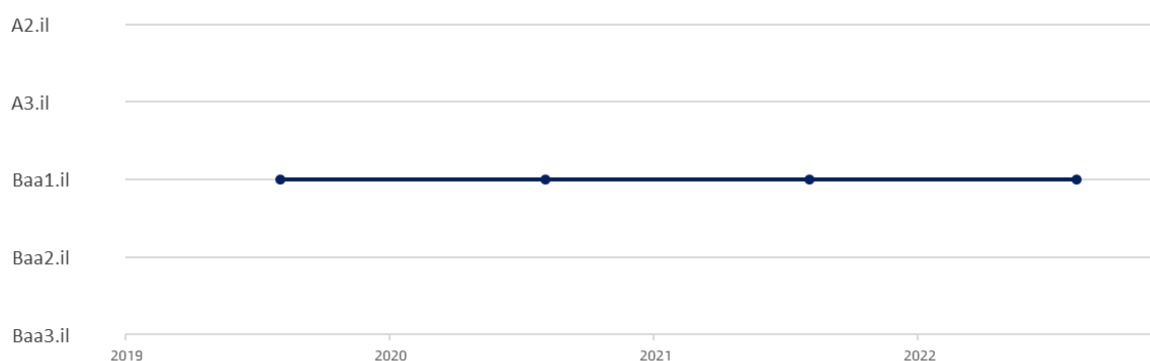
חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה מתחדשת (בפרט, טכנולוגיה פוטו-וולטאית, ביו-גז ואגירה שאובה). פרויקטים סולאריים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. עם זאת, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטים סולאריים ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050.

אודות החברה

אלומי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל בטכנולוגיות לאנרגיות מתחדשות ובטכנולוגיות קונבנציונאליות, בישראל ובאירופה. החברה התאגדה בשנת 1987 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך של ניו יורק (NYSE) קונבנציונאליות, 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 בטכנולוגית PV, ומגזר זה מהווה את החלק העיקרי בהכנסותיה כיום. תחת פעילות זו מחזיקה החברה במספר פרויקטים, ביניהם פרויקט טלאסול - בהיקף של כ-300 מגה-וואט בטלאבן שבספרד (אחזקה של 51%), פרויקט אלומי סולאר בספרד - בהיקף של כ-28 מגה-וואט וכן פרויקט בהיקף של כ-9 מגה-וואט בישראל (שניהם

באחזקה של 100%); בנוסף, לחברה 3 מתקני ביו-גז בהולנד בהיקף של כ-18 מיליון קוב גז (שווה ערך לכ-19.0 מנה-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 מנה-וואט. בנוסף, החברה פועלת להקמת מתקן לאגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מנה-וואט, כאשר החברה מחזיקה כ-83.34% מהמניות בפרויקט. בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (27.95%⁶), 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

[אלומי 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 תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

09.08.2022	תאריך דוח הדירוג:
05.08.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
29.08.2019	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלומי קפיטל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלומי קפיטל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

⁶ 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 וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

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

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

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

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

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

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

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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