

אלומי קפיטל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2023

אנשי קשר:

יניב גפני

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

שיר קהירי

אנליסטית, מערכת דירוג משנית
shir.k@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום 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 היקף פעילות החברה צפוי לצמוח מהותית בטווח הבינוני-ארוך, עם הפעלתם המסחרית של פרויקטים נוספים בישראל, איטליה, ספרד וארה"ב; (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, ישראל ובעתיד גם לארה"ב), לצד חשיפה לשערי חליפין, הממוותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (9) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מפרויקטי ה-PV בהם החברה מחזיקה בספרד וישראל, פרויקטי הביוגז בהולנד ודיבידנדים שעולים בגין האחזקה בפרויקט דוראד. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה להמשיך לצמוח, עם השלמת הקמתם של פרויקטים נוספים באיטליה, ספרד ובארה"ב; (10) השלמת פרויקטי טלאסול ואלומיי סולאר הגדילה מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד, זאת, עד להבשלת פורטפוליו פרויקטים מהותי חדש באיטליה והשלמת הקמתם של פרויקטים מתוכננים בישראל ובארה"ב, אשר צפויה למתן ריכוזיות זו; (11) יכולת ייצור ההכנסות משופרת, לאחר ההפעלה המסחרית של טלאסול ואלומיי סולאר, לצד צפי לשיפור נוסף עם השלמתם של הפרויקטים שבהקמה; (12) לחברה תכנית השקעות רב שנתית מהותית, הכוללת בעיקר את הקמת פרויקט האגירה השאובה בצוק מנרה, הנמצא בשלבי הקמה, פורטפוליו פרויקטים חדש באיטליה והקמת פרויקטים חדשים בישראל ובארה"ב. להערכתנו, הוצאות ה-Capex בשנים 2023-2025 צפויות להסתכם לטווח שבין 450-400 מיליון אירו, לרבות מימון פרויקטים ברמת החברות המוחזקות; (13) רמת המינוף המאזני של החברה נכון לסוף חודש מרץ 2023 הינה גבוהה באופן מהותי ביחס למקובל בענף, וזאת בין היתר בשל אחוד מלא של החוב בפרויקט טלאסול, אשר החברה מחזיקה בו בשיעור של 51%, וכן בשל השפעת גידור מחירי החשמל בפרויקט זה על הון החברה; (14) צפי לצמיחה ב-EBITDA, לצד יחסי כיסוי חלשים ואיטיים באופן יחסי; (15) החברה משמרת היקפי נזילות מהותיים לצד יחס מקורות לשימושים גבוה באופן יחסי ברמת הסולו; (16) לחברה גמישות פיננסית טובה, המתבטאת, בין היתר, ביתרות נזילות מהותיות, ב-Track Record של הכנסת שותפים לפרויקטים ומימוש נכסים וכן בשל נגישות לשוק ההון ולבנקים; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (18) הצהרת החברה בנוגע לאי חלוקת דיבידנד בשנים הקרובות; (19) להערכתנו, לחברה חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברה, זאת לאור פעילותה בתחום האנרגיות המתחדשות לצד האסדרות התומכת ומגמות הביקושים הגדלות בענף זה. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

¹ Photovoltaic.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בטווח הקצר בהשלמת פיתוח פרויקטים באיטליה, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים 2023-2024 ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בישראל, איטליה וארה"ב. בהתאם להנחות אלו, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי לנוע בטווח שבין 25-35 מיליון אירו בשנת 2023, זאת בעיקר לאור שיפור צפוי בהכנסות ממתקני הביוגז, בעקבות האפשרות למכור גז במחיר השוק חלף מכירה לפי תעריף הסובסידיה, כאשר מחירו בשוק צפוי להמשיך ולהיות גבוה יותר. כמו כן, מחירי התעודות הירקות, אשר החברה מוכרת במסגרת פעילות זו, צפויים להמשיך ולהישאר גבוהים אף הם. במקביל לכך, צפויה הפעלה מסחרית של פרויקטים סולאריים באיטליה. בשנים 2024-2025, לאחר הפעלת הפרויקטים הללו, צפוי פרמטר זה לנוע בטווח שבין 35-45 מיליון אירו. אנו מעריכים כי סביבת מחירי החשמל היורדת באירופה, כפי שנצפתה בשנת 2023 (ולאחר עליות חדות מאוד במחיר בשנת 2022), צפויה להמשיך גם בשנים הקרובות. להערכתנו, הגידול הצפוי בהיקפי הפרויקטים בהפעלה, עשוי לקזז באופן מסוים את השפעת התמתנות המחיר, כך שמגמת העלייה בתזרימים צפויה להישמר, אם כי בקצבים נמוכים יותר. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות נמוכים ואיטיים ביחס לרמת הדירוג, גם לאחר הפעלת הפרויקטים הנוספים אשר בתוכנית ההשקעות, זאת בין היתר, עקב החובות בפרויקטים באיטליה ובפרויקט האגירה השאובה במנרה. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים בהן היא תמצא בתוכנית השקעות נרחבת.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך בוודאות תזרימי המזומנים, המבוססת על רגולציה תומכת והסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח אל מול לקוחות קצה איכותיים ובנזילותה הגבוהה באופן יחסי של החברה.

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

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023	
9,645	45,721	53,360	11,761	12,028	הכנסות
2,575	25,846	25,479	5,073	4,337	EBITDA מותאם ²
76,719	71,585	49,294	121,194	91,911	מזומנים ושווי מזומנים ³
125,026	114,107	83,077	69,220	112,536	הון עצמי
296,469	370,565	404,867	436,851	456,247	חוב פיננסי ברוטו ⁴
460,172	551,979	576,157	630,499	617,925	סך מאזן
69.1%	75.1%	81.8%	85.3%	79.4%	חוב ל-CAP

² כולל התאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף והכנסות מתחנת הכוח דוראד.

³ כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

⁴ בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

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 החשמל לישראל בע"מ⁵ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח"י") / 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 מידורג כבעל סיכון בינוני, הנובע בעיקר לאור חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. כמו כן, הרגולטורים בארץ⁶ 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 בתוכניות ויעדי ייצור באנרגיות מתחדשות לטווח הקצר-בינוני, שיוצרת 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 הביוגז שבבעלותה. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות, בין היתר, על תשלומים מגופים ממשלתיים ופרטיים, כאשר פגיעה באיתנות הפיננסית של גופים אלה עשויה להשפיע באופן ישיר או עקיף על ההכנסות מפעילות זו. בישראל, ההכנסות ממכירת החשמל מאנרגיות מתחדשות בפרויקטים הקיימים של החברה, הן מגודרות וקבועות ברובן לאורך תקופת הרישיון, ואילו בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה, בין היתר, 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, כאשר רכיב ה-Spot מהווה בין 20%-25% מסך התעריף. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים, הנובעים הן מייצור הגז בתהליך והן מייצור חום וחשמל. בהקשר זה, נציין כי ממשלת הולנד מתכננת להחיל החל מיום ה-1.1.2025 חובת "ערבוב" גז ירוק המיוצר בהולנד, באופן שיחייב את ספקי האנרגיה במדינה לספק רמות מסוימות של גז ירוק בכל שנה. בד בבד, החברה מתכננת למכור גז במחיר השוק, חלף מכירה לפי תעריף הסובסידיה, כאשר מחירו בשוק צפוי להמשיך ולהיות גבוה יותר. בנוסף, מחירי התעודות הירוקות, אשר החברה מוכרת במסגרת פעילות זו, צפויים להמשיך ולהישאר גבוהים אף הם. כמו כן, במסגרת פעילות זו מתקבל תשלום מהספק עבור פינוי החומרים הנלווים לתהליך הייצור (אשר מקוזז בתשלום שמועבר אליו עבור פינוי הבוצה). עוד נציין, כי החברה מתכננת להיכנס לפעילות ייצור חשמל גם בארה"ב. להערכתנו, המסגרת הרגולטורית בארה"ב הינה מהתומכות והיציבות בתחום, בהשוואה ליתר מדינות המערב.

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 (ברמת הסולו). לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטים בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. בשוק הישראלי, בבעלות החברה כ-9.4% מתחנת הכוח דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד"). מתקן ה-PV בתלמי יוסף ופרויקט אגירה במנרה (אשר נמצא בשלבי הקמה). בספרד⁷, בבעלות החברה זכויות בפרויקטים טלאסול

⁵ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת Aa1, באופק יציב.

⁶ תמורות במשק החשמל והשפעתן על סיכויי האשראי, מידורג, יולי 2023.

⁷ ספרד מדורגת Baa1 באופק יציב על ידי חברת Moody's.

ואלומוי סולאר, אשר החלו בהפעלה מסחרית עם סיום שנת 2020 ובמהלך שנת 2022, בהתאמה. נכון למועד הדוח, חלקה היחסי בהיקף הייצור של פרויקט טלאסול מהווה כ-50% מכלל הייצור של החברה בכלל הפרויקטים שלה וכ-30% מסך ה-EBITDA. בד בבד, החברה מקדמת בימים אלו ייזום, פיתוח והקמה של פרויקטי PV רבים באיטליה⁸, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך 2023-2025. בהולנד⁹, בבעלות החברה 3 מתקני ביוגז, אשר האחרון שבהם נרכש בשנת 2020. כמו כן, החברה מתכננת להקים פרויקטים סולאריים נוספים גם בישראל ובארה"ב¹⁰. להערכתנו, הפעלתם המסחרית של הפרויקטים באיטליה והכניסה לפעילות בארה"ב צפויה לשפר במידה מסוימת את איכות פיזור הפעילות הגיאוגרפית של החברה.

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 לחברות האחרות בקבוצת הייחוס. הפרויקטים המניבים בבעלות החברה הינם פרויקט תלמי יוסף בישראל בהיקף של 9 מגה-וואט¹¹, פרויקט PV בהיקף של כ-7.9 מגה-וואט בספרד, פרויקט ביו-גז בהיקף של כ-19 מגה-וואט בהולנד, ופרויקט טלאסול ואלומוי סולאר בספרד בהיקף של כ-300 מגה-וואט וכ-28 מגה-וואט, בהתאמה. נכון למועד הדוח, לקוחות החברה הינם חח" וכן רשויות החשמל המקומיות בספרד והולנד, אשר רוכשות את החשמל והגז ממתקני ה-PV והביו-גז, 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 להמשיך ולהניב לחברה את מרבית ה-EBITDA של החברה בשנים הקרובות וזאת עד לאחר הבשלת הפרויקטים המוקמים באיטליה. להערכתנו, עסקת הגידור ממתנת באופן מהותי את החשיפה הגבוהה להכנסות מנכס זה.

גידול בהכנסות החברה, לצד צפי להמשך צמיחה 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 2022 עמדו הכנסות החברה על כ-53 מיליון אירו לעומת כ-45 מיליון אירו בשנת 2021. הגידול בהכנסות נובע ברובו מהפעלתו המסחרית של פרויקט "אלומוי סולאר" בספרד במהלך שנת 2022 ומעלייה בתעריף החשמל באירופה. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות צפויות ההכנסות להמשיך לצמוח, ולנוע בטווח שבין 55-65 מיליון אירו, וזאת לאור הפעלתם הצפויה של פרויקטים נוספים באיטליה, ארה"ב וישראל ותוך שיפור בהכנסות ממתקני הביוגז, כמפורט לעיל. אנו מעריכים כי סביבת מחירי החשמל באירופה יישארו נמוכים באופן יחסי בשנים הקרובות. עם זאת, הגידול הצפוי בהיקפי הפרויקטים בהפעלה עשוי לקזז באופן מסוים את הירידה העתידית במחירים, כך שמגמת העלייה בהכנסות צפויה להישמר. בנוסף, הכנסות החברה צפויות לגדול מהותית בשנת 2027 לאחר הפעלה מלאה של פרויקט האגירה השאובה במנרה.

שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס בענף

החברה הציגה הפסד תפעולי בשנים 2019-2020, כתוצאה מהוצאות פיתוח פרויקטים מהותיות של פרויקט האגירה השאובה במנרה, טלאסול וצבר הפרויקטים החדש באיטליה, בספרד ובישראל ובשל שיעורי רווחיות נמוכים בפעילות הביוגז בהולנד. עם זאת, בשנת 2021 החברה הציגה רווחיות תפעולית בעיקר לאור תחילת הפעלתו המסחרית של הפרויקט טלאסול. בשנת 2022 שיעור הרווחיות התפעולית של החברה עמד על כ-6.6% מסך ההכנסות, לעומת כ-10.6% בתקופה המקבילה אשתקד. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקרה מגידול בהוצאות פיתוח פרויקטים בשנת 2022. אנו מעריכים כי בשנים 2023-2025, תשתפר הרווחיות התפעולית של החברה באופן מהותי, בין היתר, לאור התחלת ההפעלה המסחרית של פרויקטים נוספים באיטליה ושיפור מהותי צפוי בהכנסות מהפעילות בענף הביוגז, בעיקר בעקבות המעבר למכירה במחיר השוק והעליה במחירי התעודות הירוקות, כמפורט לעיל.

⁸ איטליה מדורגת Baa3 באופק שלילי על ידי חברת Moody's.

⁹ הולנד מדורגת Aaa באופק יציב על ידי חברת Moody's.

¹⁰ ארה"ב מדורגת Aaa באופק יציב על ידי חברת Moody's.

¹¹ בנוסף, שיעור החזקה נמוך של כ-9.4% בפרויקט דוראד (כ-80 מגה-וואט).

מינוף מאזני גבוה באופן יחסי לקבוצת הייחוס, אשר נובע, בין היתר מאיחוד מלא של החוב בפרויקט טלאסול, המוחזק ע"י החברה בשיעור של 51%, לצד השפעת גידור מחירי החשמל בפרויקט זה על הון החברה

בשנים האחרונות נרשמה מגמת עלייה ברמת המינוף המאזני של החברה, כפי שמשקף ביחס החוב ל-CAP, אשר עלה באופן מהותי מכ-61% בסוף שנת 2019 עד לכ-87% נכון ליום 30.09.2022. העלייה במינוף התרחשה בעיקר כתוצאה מרכישת פרויקטים (רכישת פרויקטי ביו-גז בהולנד) וייזום פרויקטים חדשים, אשר כללו הוצאות מהותיות בפיתוחם, במקביל להגדלת החוב המאוחד ובעיקר עקב קיטון מהותי בהון שהושפע מגידור מחירי החשמל בטלאסול, כאשר נכון ליום 30.09.22, יתרת ההתחייבות בגין גידור זה עמדה על כ-109 מיליון אירו. ההון העצמי של החברה עלה באופן מהותי בסוף הרבעון הראשון לשנת 2023, כאשר יתרת ההתחייבות בגין הגידור עמדה על כ-18.4 מיליון אירו ויחס החוב ל-CAP השתפר לכ-79.4%. העלייה בהון נבעה מהשפעת גידור מחירי החשמל בפרויקט טלאסול, כאשר בעקבות התמתנות מהותית בסביבת המחירים בהשוואה לשנת 2022, החברה רשמה רווח חשבונאי בסעיף הגידור אשר נזקף לקרן הון. לדברי החברה, צפוי שיפור נוסף בהון העצמי בעקבות השינויים בגידור, אשר נובעים מירידה נוספת במחיר החשמל. להערכתנו, רמת המינוף של החברה תישאר גבוהה באופן יחסי בשנים הקרובות בהשוואה לקבוצת הייחוס ותנוע בטווח שבין 75%-85%. זאת, ככל ולא יבוצעו גיוסי הון נוספים ו/או מכירת פרויקטים.

צפי לצמיחה ב-EBITDA של החברה לאחר הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים

בשנת 2022 ה-EBITDA¹² של החברה שמר על יציבות ועמד על כ-25.5 מיליון אירו לעומת כ-25.8 מיליון אירו בשנת 2021. זאת, בין היתר, בעקבות הפסד תפעולי בפרויקטים בהולנד והוצאות גבוהות בפרויקט טלאסול, שנבעו בעיקר מיישום מגבלת מחיר תקרה על מחיר החשמל, אשר החלה במהלך חודש ספטמבר 2021 ונכון למועד כתיבת הדוח, נמצאת בתוקף עד לסוף שנת 2023. גורמים אלו מיתנו את השפעת הגידול בהכנסות, כתוצאה מהעלייה במחירי החשמל בשנה זו. אנו צופים כי בשנים 2023-2025 ה-EBITDA ינוע בטווח שבין 25-45 מיליון אירו, זאת לאור הפעלתם של פרויקטים נוספים באיטליה, ספרד, ישראל וארה"ב. בד בבד, בשנים 2025-2023, ההשקעות ההוניות השנתיות (Capex) של החברה צפויות לנוע בטווח רחב שבין 50-250 מיליון אירו בשנה, כתוצאה מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה והקמת הפרויקטים החדשים באיטליה, ישראל וארה"ב. אנו רואים את תקופת ההקמה של פרויקטים בהיקפים משמעותיים בשנים אלו כגורם סיכון בדירוג החברה, כאשר עיכובים בהפעלות מסחריות ו/או גידול בתקציבי ההקמה של הפרויקטים, עלולים להביא לפגיעה בדירוגה. להערכתנו, תזרים המזומנים החופשי (FCF) יושפע באופן מהותי בשנים 2023-2025 מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה ומההשקעות בפרויקטים הנוספים באיטליה וארה"ב. תזרים זה צפוי להיות שלילי, ולנוע בטווח רחב שבין 50-200 מיליון אירו.

יחסי כיסוי חוב חלשים ואיטיים ביחס לקבוצת הייחוס

יחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים באופן יחסי לקבוצת הייחוס ואינם תואמים כיום את רמת הדירוג. סביבה זו נובעת, בין היתר, מאיחוד מלא של החוב הפרויקטאלי בפרויקט טלאסול, אשר החברה מחזיקה בו בשיעור של 51%, רווחיות נמוכה/הפסד בפרויקטי הביוגז 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 פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עמד בשנת 2022 על כ-16.0. אנו מעריכים כי בשנים 2023-2025 צפוי היחס לנוע בטווח שבין 13.0-20.0. 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 פיננסית הכוללת החזקת יתרות נזילות מהותיות וגמישות פיננסית הולמת

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות מהותיות, אשר מייצרים יחס מקורות לשימושים גבוה ברמת הסולו. להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, ומתבטאת, בין היתר, בגמישותה לשוקי ההון והחוב, ובגיוסי הון וחוב בשנים האחרונות. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הקיימות מול מחזיקי סדרות האג"ח שלה במרווחים גבוהים. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף

¹² מחושב בנטרול הוצאות פיתוח והנהלה וכלליות ולאחר התאמת נכס פיננסי מהכנסות פרויקט תלמי יוסף והכנסות מתחנת הכוח דוראד.

נמוכה ברמת החברה סולו. עם זאת, לחברה ישנה חשיפה למט"ח ברמת הסולו, עקב גיוסים ופירעונות של אג"ח בשוק המקומי בשקלים. חשיפה זו צפויה להתגבר עקב השפעת התזרימים מפרויקטים נוספים באיטליה ובארה"ב. נציין, כי חשיפה זו ממונתת 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 מפרויקט טלאסול. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בדרך כלל בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים כפופות לעמידה בתנאים לחלוקה. להערכתנו, ריכוזיות המזומנים צפויה להשתפר בשנים הקרובות, לאחר כניסה להפעלה מסחרית של פרויקטים הנמצאים בשלב ההקמה באיטליה ולאור שיפור צפוי ברווחיות בפרויקטים בהולנד.

הצהרת החברה על אי חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות

החברה לא חילקה דיבידנדים בשנים 2017-2023. בהתאם להצהרת החברה, היא איננה 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 העיקרית בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה מתחדשת (בפרט, טכנולוגיה פוטו-וולטאית, ביוגז ואגירה שאובה), עם זאת לחברה גם יש אחזקה מהותית בתחנת הכח דוראד, שאיננה בליבת הפעילות. פרויקטים סולאריים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. נציין כי סיכון זה ממומן באמצעות ביטוחים שונים. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטים סולאריים ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מרבית מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים מממשל תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

אודות החברה

אלומיי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל בטכנולוגיות לאנרגיות מתחדשות ובטכנולוגיות קונבנציונאליות, בישראל ובאירופה. החברה התאגדה בשנת 1987 ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע של ניו יורק (NYSE) החל משנת 2011, וגם בבורסה לני"ע בת"א (TASE) החל משנת 2013. פעילותה העיקרית של החברה הינה ייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת. לחברה מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV, 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 בשיעור של 51%), פרויקט אלומיי סולאר בספרד בהיקף של כ-28 מגה-וואט, 4 מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV בספרד בהיקף של כ-7.9 מגה-וואט וכן פרויקט בהיקף של כ-9 מגה-וואט בישראל (באחזקה של 100%). בנוסף, בבעלות החברה 3 מתקני ביוגז בהולנד בהיקף של כ-18 מיליון קוב גז (שווה ערך לכ-19.0 מגה-וואט). כמו כן, החברה מחזיקה בכ-9.4% מחברת דוראד אנרגיה בע"מ, אחת מתחנות הכח הפרטיות הגדולות בישראל ובעלת קיבולת ייצור חשמל בהיקף של כ-860 מגה-וואט. בנוסף, החברה מחזיקה כ-83.34% מהמניות בפרויקט אגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מגה-וואט, אשר נמצא בשלבי הקמה וכן היא מחזיקה בפרויקט PV נוספים אשר נמצאים בשלבי ההקמה באיטליה. בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (27.92%¹³), קניר ש.מ. (20.27%), 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-50.17% ממניות החברה.

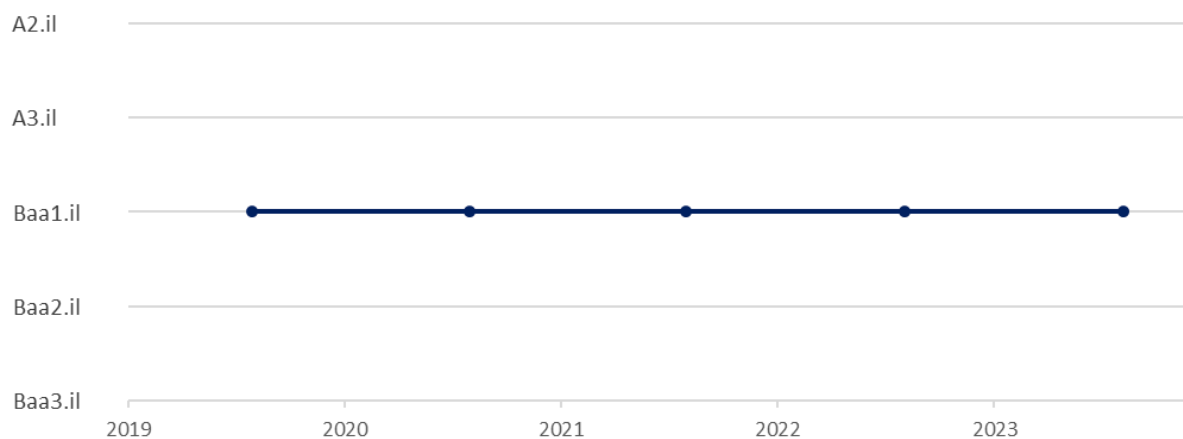
¹³ באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2023			
ניקוד	מדירה	ניקוד	מדירה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Baa.il	2,900 מ' ש	Baa.il	2,533 מ' ש	סך מאזן	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפיזור הגיאוגרפי	רווחיות
A.il	---	A.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	18%	Aa.il	12%	Capex/PPE	
Baa.il	15.7	Baa.il	18.5	חוב ברוטו / EBITDA	פרופיל פיננסי
Ba.il	0.9	Ba.il	0.5	EBIT / Int	
Baa.il-Ba.il	80.2%	Baa.il	79.4%	חוב/CAP	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
Baa1.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.

היסטורית דירוג



דוחות קשורים

[אלומיי קפיטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)

[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - 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

15.08.2023	תאריך דוח הדירוג:
09.08.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
29.08.2019	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלומיי קפיטל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלומיי קפיטל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

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, המוצרים, 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 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, להפיצו, 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, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'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 אמינים 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 איננו 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 מצדם (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.