

אלומי קפיטל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2020

אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
uri.h@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות - מעריך דירוג משני
elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

אלומי קפיטל בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Baa1.il, לחברת אלומי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומי קפיטל"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מותירה מידרוג דירוג Baa1.il לאגרת החוב שהנפיקה החברה (אלומי סדרה ב). אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אלומי סדרה ב	1140326	Baa1.il	יציב	30/06/24

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 גבוהה לאסדרה במקטע הייצור ולמחירי 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, גורם 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 בענף במדינות בהן פועלת החברה, לצד הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח מול לקוחות קצה חזקים, יוצרים ודאות יחסית בקשר עם יציבות תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (5) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (6) נתח השוק וגודלה של החברה הינו קטן ביחס לקבוצת הייחוס בענף, אך צפוי לצמוח באופן משמעותי בטווח הקצר-בינוני, עם הפעלתו המסחרית הצפויה של פרויקט טלאסול (להלן: "טלאסול") בספרד עד סוף שנת 2020, לצד פוטנציאל צמיחה נוסף באמצעות צבר מהותי של פרויקטי PV נוספים באיטליה וספרד; (7) החברה מציגה שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים יחסית, בין היתר, עקב רכיב גבוה של הוצאות פיתוח והנהלה וכלליות; (8) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה (איטליה, ספרד, הולנד וישראל), לצד חשיפה לשערי חליפין, הממותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (9) מימוש של צבר פרויקטי PV באיטליה בסכום של כ-39 מיליון אירו בסוף שנת 2019; (10) שיפור במינוף המאזני לאור פדיון מוקדם של סדרת אג"ח, באמצעות התזרימים שהתקבלו ממכירת צבר פרויקטי ה-PV באיטליה ורישום רווח הון מהותי; (11) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מפרויקטי ה-PV בהם היא מחזיקה בספרד וישראל. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה לצמוח באופן מהותי, עם השלמת הקמתו של פרויקט טלאסול בספרד, אולם השלמתו צפויה להגדיל מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד, טרם פיתוח פורטפוליו פרויקטים מהותי חדש באיטליה; (12) יכולת ייצור ההכנסות נמוכה בטווח הקצר, בשל מכירת מתקני ה-PV באיטליה, לצד שיפור משמעותי צפוי עם השלמתו של פרויקט טלאסול, והצפי לתזרים משמעותי מהפרויקט; (13) לחברה תכנית השקעות רב שנתית מהותית, הכוללת בין היתר, את השלמת הקמת פרויקט טלאסול בספרד בטווח הקצר, פרויקט PV נוסף בספרד ופורטפוליו פרויקטים חדש באיטליה. על פי תחזית החברה, הוצאות ה-Capex צפויות לעמוד על כ-400 מיליון אירו בשנים 2020-2023; (14) רמת המינוף המאזני של החברה הינה נמוכה יחסית, נכון לסוף חודש מרץ 2020, אולם צפויה לעלות בטווח הקצר-בינוני, לאחר השלמת הקמת פרויקט טלאסול וייזום של פרויקטים נוספים. עם זאת, אנו מניחים כי החברה תאזן את רמת המינוף על ידי גיוסי הון, בהתאם לצרכיה השוטפים, עם התקדמות תוכנית ההשקעות; (15) המדיניות הפיננסית בקשר עם החזקת יתרות נזילות תומכת בדירוג, כאשר נכון ליום 31.03.2020, עמדו היתרות הנזילות על כ-66 מיליון אירו (כולל פקדונות לזמן קצר וני"ע סחירים), ובטווח הקצר-בינוני צפויה

החברה להחזיק רמת מזומנים מינימלית של לפחות 30-40 מיליון אירו; (16) לחברה גמישות פיננסית טובה המתבטאת, בין היתר, בנגישותה לבנקים ולשוק ההון; (17) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, תתמקד החברה בטווח הקצר בהשלמת פיתוח פרויקט טלאסול בספרד, אשר צפוי להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך הרבעון הרביעי של 2020, ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בישראל, ספרד ואיטליה. בהתאם להנחות אלו, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי להיות זניח בשנת 2020, זאת בעיקר בשל מכירת צבר פרויקטי ה-PV באיטליה, אולם בשנים 2021-2022, לאחר הפעלת טלאסול, לצד פרויקטים נוספים בספרד ואיטליה, צפוי פרמטר זה לנוע בין 20-30 מיליון אירו. כמו כן, היקף המקורות מפעולות (FFO) בשנים אלו צפוי לנוע בטווח שבין 10-20 מיליון אירו. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות גבוהים ביחס לרמת הדירוג, גם לאחר הפעלת טלאסול והפרויקטים הנוספים אשר בתכנית ההשקעות. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקפת ביחס ההון למאזן, תישמר ברמות דומות ותנוע בטווח שבין 30%-35%. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים בהן היא תמצא בתכנית השקעות נרחבת.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ניכר ברמת המינוף וביחסי הכיסוי ביחס לתרחיש הבסיס של מידורג
- 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 מידורג

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

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2019	31.03.2020	
13,636	18,117	18,988	4,733	1,943	הכנסות
7,123	8,267	7,291	2,043	(1,208)	EBITDA מותאם ¹
26,124	39,014	53,197	48,547	66,429	מזומנים ושווי מזומנים ²
77,500	76,957	107,756	76,580	132,919	הון עצמי
102,825	116,035	178,906	140,783	193,198	חוב פיננסי ברוטו
198,088	211,160	310,172	237,223	376,142	סך מאזן
39.1%	36.4%	34.7%	32.3%	35.3%	הון למאזן
6,655	7,908	4,476	1,339	(1,900)	FFO ³

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

² כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

³ לרבות החזר הלוואה מדוראד מוחלק על פני השנים, והתאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

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 ולמחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. כמו כן, ניכר כי הרגולטורים (בארץ ובחלק מן השווקים בעולם) מקדמים מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות הינוקא. גורמים הממתנים סיכון זה, הינם קיומה של רגולציה תומכת, המלווה בתכניות יעדי ייצור באנרגיות מתחדשות לטווח הקצר-בינוני, ויוצרת ודאות תזרימית ושקיפות, אשר הולמות את רמת המידרוג.

להלן סקירת הרגולציה והיעדים לייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות עד שנת 2020, במדינות פעילות החברה⁴:

שם המדינה	דירוג Moody's	הספק מותקן של החברה במדינה נכון ליום 31.03.20	ייצור באנרגיות מתחדשות למועד העדכני ביותר	יעד ייצור באנרגיות מתחדשות לשנת 2020
ישראל	A1	9 מגה-וואט	2.3% בשנת 2019	7.6%
הולנד	Aaa	9 מגה-וואט	15% בשנת 2018	37%
ספרד	Baa1	7.9 מגה-וואט ⁵	38% בשנת 2018	39%
איטליה	Baa3	-	39% בשנת 2018	26%

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. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות, בין היתר, על תשלומים מגופים ממשלתיים, וירידה באינטנות הפיננסית של גופים אלה עשויה להשפיע באופן ישיר או עקיף על ההכנסות מפעילות זו. בישראל, ענף החשמל מאנרגיות מתחדשות הינו מוגדר וקבוע לאורך תקופת הרישיון, ואילו בתחנות הכוח הפוסיליות קיימת חשיפה לשינויים ברכיב הייצור. בספרד, ההכנסות מהמתקנים אשר תחת אסדרה תעריפית נקבעים עבור כל מתקן בעת החיבור לרשת החשמל, ומורכבים משלושה רכיבים: תפעול, השקעה ומחירי Spot. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים, הן על ייצור הגז בתהליך והן על ייצור החשמל, תשלום מהספק עבור פינוי ה"זבל", שמקוזה במחיר שמועבר לספק עבור פינוי הבוצה, ותעודות ירוקות עבור ייצור גז וחשמל, אותן היא מממשת בעת מכירתן.

פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, עם צפי להגדלה מהותית של סך המגה-וואט בטווח הקצר

החברה פועלת כיום, מפתח ובעלים של מתקנים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת. המודל העסקי מבוסס על השקעה בייזום והקמת פרויקטים, והחזר ההשקעה מתוך ההכנסות ממכירת החשמל לרשת החשמל ו/או ממימוש הנכסים שברשותה, על ידי מכירת זכויותיה במתקנים. הפרויקטים ממומנים באמצעות שילוב של רכיב הון עצמי ורכיב חוב, על ידי מימון בנקאי (רמת הפרויקט) ו/או ציבורי (בסולו). לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטים בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. החברה מתמקדת כיום בשלבי הפיתוח, מימון, הקמה והפעלה של הפרויקטים. בשוק הישראלי, החברה רכשה כ-9.4% מתחנת הכוח דוראד וכן את מתקן ה-PV בתלמי יוסף. בפרויקט מנרה החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של הפרויקט. נציין, כי הפרויקט נמצא בשלבים מוקדמים וטרם נלקח בחשבון במודל הפיננסי. בשוק הבינלאומי, עד

⁴ Renewables 2020, global status report

⁵ בנוסף, הקמת פרויקט טלאסול בהיקף של 300 מגה-וואט.

שנת 2017, אסטרטגיית החברה הייתה לרכוש פרויקטים מניבים בלבד, אולם בשנה זו, רכשה את הזכויות בפרויקט טלאסול והחלה בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקט. בסוף שנת 2020 סך המגה-וואט המיוצרים בפרויקט טלאסול יהוו להערכתנו מעל ל-50% מסך חלקה היחסי של החברה בפרויקטים שלה. בנוסף, החברה מקדמת בימים אלו ייזום ופיתוח של פרויקט PV רבים בספרד ובאיטליה, אשר תחילת הקמתם צפויה בטווח הקצר-בינוני.

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

נתח השוק בו מחזיקה החברה הינו מצומצם ביחס לקבוצת הייחוס, כאשר בבעלותה פרויקט תלמי יוסף בהיקף של 9 מגה-וואט⁶. בנוסף, לחברה פרויקט PV בהיקף של כ-7.9 מגה-וואט בספרד, ופרויקט ביו-גז בהיקף של כ-9 מגה-וואט בהולנד. חשוב לציין, כי עד סוף שנת 2020 פרויקט טלאסול צפוי להתחיל בהפעלה מסחרית, ולהגדיל משמעותית את היקף המגה-וואט בפרויקטים אשר בהפעלה מסחרית, אך גם ליצור חשיפה מהותית לתזרימים המגיעים מפרויקט זה ולהפעלתו התקינה. נכון למועד הדוח, לקוחות החברה הינם חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל") ואו "חח"י" וכן רשויות החשמל המקומיות בספרד והולנד, אשר רוכשות את החשמל והגז ממתקני ה-PV והביו-גז, בהתאמה, שבבעלות החברה. עד סוף שנת 2020 צפוי פרויקט טלאסול להתחיל בהפעלה מסחרית, כאשר החברה חתמה על עסקת גידור למחיר החשמל מול חברת אנרגיה בינלאומית מובילה, הפועלת בלמעלה מ-40 מדינות. עסקת הגידור מתייחסת לכ-80% מסך ייצור החשמל בפרויקט, שיימכר במחיר מוסכם מראש לתקופה של 10 שנים, כאשר החשמל שייצור בפרויקט צפוי להימכר במחיר השוק במועד המכירה. הסכם הגידור קובע כי אם מחיר השוק ירד מתחת למחיר שנקבע בהסכם מכירת החשמל, ספקית הגידור תשלם לטלאסול את ההפרש בין מחיר השוק למחיר שנקבע. היה ומחיר השוק יהיה גבוה מהמחיר שנקבע, טלאסול תשלם לספקית הגידור את ההפרש בין מחיר השוק והמחיר שנקבע. ההסכם למכירת החשמל צפוי לגדר את רוב הסיכונים הנובעים מהתנודתיות במחירי החשמל בשוק, בכך שיאפשר לטלאסול להבטיח רמת הכנסות קבועה, עבור ייצור החשמל המכוסה בהסכם. פרויקט זה צפוי להוות בין 50%-60% מההכנסות ומה-EBITDA בשנים הקרובות. להערכתנו, עסקת הגידור ממתנת במידה מסוימת, את החשיפה הגבוהה להכנסות כה משמעותיות מנכס תפעולי יחיד.

גידול משמעותי בהכנסות החברה בטווח הקצר לאחר הפעלת טלאסול ובטווח הארוך מיתון החשיפה התזרימית לפרויקט טלאסול

עם הפעלת פרויקטים נוספים בספרד ואיטליה

החברה נמצאה בתהליך צמיחה בשנים האחרונות, עקב אסטרטגיית הפעילות והאצת רכישות וייזום פרויקטים, כולל, בין היתר, רכישת מתקני הביו-גז בהולנד ומתקני ה-PV בתלמי יוסף. בשנת 2019 עמדו הכנסות החברה על כ-19 מיליון אירו לעומת כ-18 מיליון אירו בשנת 2018 וכ-13.6 מיליון אירו בשנת 2017. בסוף שנת 2019 מכרה החברה את פרויקט ה-PV הפעילים שלה באיטליה, כאשר התמורה מהמכירה שימשה לפירעון סדרת אגח א'. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, בעקבות המהלך, הכנסות החברה בשנת 2020 צפויות לרדת משמעותית ולנוע בטווח שבין 10-12 מיליון אירו. עם תחילת ההפעלה המסחרית של טלאסול בסוף שנת 2020, וכן פרויקט נוספים בספרד ובאיטליה צפויות ההכנסות החשבונאיות לגדול ולנוע בשנים 2021-2022 בטווח שבין 40-50 מיליון אירו.

החברה מציגה שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס בענף

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

ירידה במינוף המאזני בטווח הקצר לאור מכירת פרויקטים באיטליה, לצד מגמת עלייה בשנים הקרובות, עקב ייזום פרויקטים מהותיים

החברה פועלת דרך החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, אשר נע בטווח שבין 60%-80%. רמת המינוף המאזני של החברה, נמצאת בשנים האחרונות במגמת עלייה, כפי שמשתקף ביחס ההון למאזן, מ-56.8% בסוף

⁶ בנוסף, שיעור החזקה נמוך של כ-9.4% בפרויקט דוראד (כ-79 מגה-וואט).

שנת 2016 לכ-35.3% נכון ליום 31.03.2020. מגמת עלייה זאת במינוף הינה בעיקר תוצאה של רכישת פרויקטים (ביו-גז ותלמי יוסף) וייזום פרויקטים חדשים (בעיקר בטלאסול), אשר כללו הוצאות מהותיות בפיתוחם והגדלת החוב המאוחד. עם זאת, מכירת הפרויקטים באיטליה ופירעון סדרת אג"ח מכספי המכירה, לצד גיוסי הון, מיתנו במידה מסוימת את קצב הגידול במינוף. בתרחיש הבסיס של מידורג יחס ההון למאזן צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של בין 30%-35%, רמת מינוף התומכת בדירוג.

צפי לתזרים מזומנים חופשי שלילי בזמן הקצר בעקבות השקעות מהותיות בהקמת פרויקטים חדשים בספרד ואיטליה, לצד שיפור

מהותי בטווח הבינוני

בשנים האחרונות התזרים השוטף (CFO) נע בין 2.0-7.0 מיליון אירו, בין היתר, עקב שינויים בסעיפי ההון החוזר ועלייה בהוצאות המימון. לאחר ההפעלה המסחרית של טלאסול ופרויקטים נוספים בספרד ואיטליה, בין השנים 2021 ו-2022, צפוי התזרים השוטף לנוע בין 5-15 מיליון אירו. בשנים 2019-2020, סך ההשקעות ההוניות (Capex) של החברה צפויים לעמוד על מעל ל-200 מיליון אירו, כתוצאה מהשלמת הקמת טלאסול. בשנים 2021-2022 סך ההוצאות ההוניות של החברה צפוי לנוע בין 50-80 מיליון אירו ולכלול בעיקר את הקמת הפרויקטים בספרד ואיטליה. 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. בנוסף, בהנחה של התקדמות בפיתוח פרויקט מנרה, אנו צופים השקעות מהותיות בהקמת הפרויקט, אשר יבואו לידי ביטוי ברמת הדוח המאוחד בעיקר בהזרמות של הון בעלים, לאור האסטרטגיה של החברה, לירידה משליטה בפרויקט זה, אסטרטגיה אשר צפויה למתן במידה מסוימת את הסיכון הנובע מהשקעות ותפעול פרויקט מסוג זה. תזרים המזומנים החופשי (FCF) יושפע באופן מהותי בשנים 2020-2022 מהקמת טלאסול והפרויקטים הנוספים בספרד ואיטליה וצפוי בשנים 2021-2022 להיות שלילי, ולנוע בטווח שבין 50-70 מיליון אירו. נציין, כי בשנים 2017-2019 לא חולקו דיבידנדים, ועל פי הצהרות הנהלת החברה, לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה בשנים הקרובות, כל עוד החברה נמצאת במהלך תכנית השקעות רחבה.

יחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג

יחסי הכיסוי של החברה הורעו מהותית בשנים 2019-2020 ואינם תואמים כיום את רמת הדירוג. הרעה זו נובעת, בין היתר, מאיחוד החוב הפרויקטאלי בפרויקט טלאסול, רווחיות נמוכה בפרויקטי הביו-גז ביחס לחוב הפיננסי שנלקח בגנים ומהוצאות פיתוח מהותיות. בנוסף, מכירת הפרויקטים באיטליה בסוף 2019 הביאה לירידה ניכרת בתזרימים התפעוליים וביחסי הכיסוי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר נע בשנים 2017-2018 בטווח שבין 17.5-20.8 ונחלש מהותית בשנים 2019-2020, לאור ייצור FFO זניח. בשנים 2021-2022 צפוי היחס לרדת חזרה לטווח של בין 15-25, אשר עודנו חלש ביחס לרמת הדירוג. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי כיסוי החוב באופן מהותי, אולם אנו מצפים כי עם כניסתם בשנים הקרובות של הפרויקטים שבתכנון ובהקמה להפעלה המסחרית, קצב יחסי הכיסוי ישתפר מהותית.

מדיניות של החזקת יתרות נזילות גבוהות וגמישות פיננסית הולמת

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות גבוהות ביחס למאזנה הכולל. נתון זה משקף את מדיניותה בקשר עם שמירת יתרות נזילות מספקות. מדיניות החברה כיום הינה לשמירה של יתרות נזילות מינימליות של 30-40 מיליון אירו במאוחד, כאשר סכום זה אמור לשקף תשלומי קרן וריבית למשך תקופה של בין שנה וחצי לשנתיים לפחות בשנים הקרובות. להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, המתבטאת, בין היתר, בנגישותה לשוקי ההון והחוב, כפי שבא לידי ביטוי בגיוס ההון בסך של כ-22 מיליון אירו במחצית הראשונה של 2020 וגיוס אג"ח סדרה ג' בסך של כ-22.3 מיליון אירו, אשר בוצע ב-2019. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הקיימות מול מחזיקי סדרות האג"ח שלה במרווחים גבוהים. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף נמוכה ברמת החברה סולו ויחס מקורות לשימושים של מעל ל-2.5 בשנים 2019-2018 וצפויה, להערכתנו, להציג יחס ממוצע של מעל ל-2.0 בשנים 2020-2022. עם זאת, לחברה ישנה חשיפה למט"ח ברמת הסולו, עקב גיוסים ופירעונות של אג"ח בשוק המקומי בש"ח, מול תקבולים מהותיים באירו, וזאת בהמשך להתחזקות השקל ומגמת החלשות כללית של האירו בשנים האחרונות. חשיפה זו צפויה להתגבר עקב השפעת התזרימים המהותיים מפרויקט טלאסול ופרויקטים נוספים בספרד ואיטליה, החל מסוף שנת 2020.

שיקולים נוספים לדירוג

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים בעלי חובות בכירים ונחותים ברובם. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בד"כ בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים כפופות לעמידה בתנאים לחלוקה.

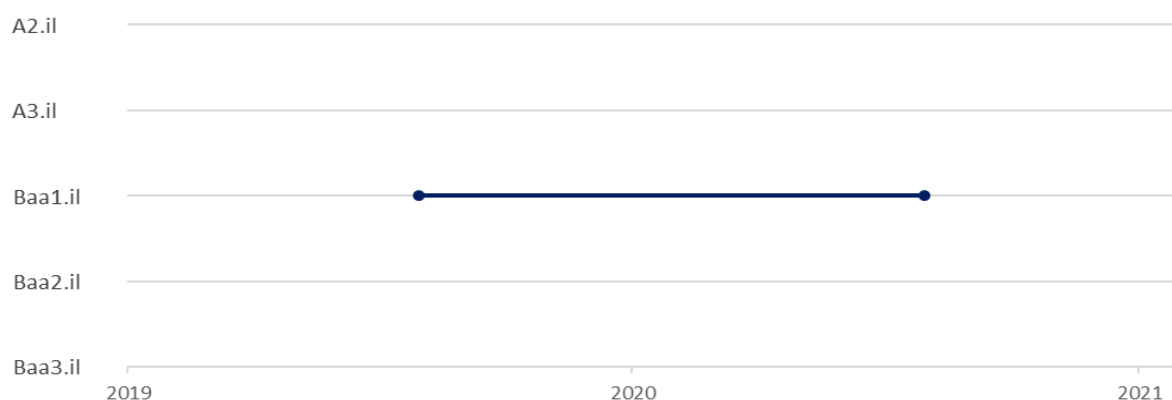
אי חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני

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

אודות החברה

אלומי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל בטכנולוגיות לאנרגיות מתחדשות ובטכנולוגיות קונבנציונליות, בישראל ובאירופה. החל משנת 2009 ממקדת החברה את עסקיה בתחום האנרגיה והתשתיות. החברה התאגדה בשנת 1987, הונפקה לציבור בשנת 2011 בבורסה לניירות ערך של ניו יורק (NYSE America), ובנוסף נסחרת בבורסה לני"ע בת"א (TASE) החל משנת 2013. פעילותה העיקרית של החברה הינה ייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת - לחברה מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV⁷, ומגזר זה מהווה את החלק העיקרי בהכנסותיה כיום. תחת פעילות זו מחזיקה החברה מתקני PV בהיקף של כ-9.7 מגה-וואט בספרד ו-9 מגה-וואט בישראל; בנוסף, לחברה 2 מתקני ביו-גז בהולנד בהיקף של כ-6.8 מיליון קוב גז (שווה ערך לכ-9.0 מגה-וואט); כמו כן, החברה מחזיקה בכ-9.4% מחברת דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד"), שהינה אחת מתחנות הכח הפרטיות הגדולות בישראל ובעלת קיבולת ייצור חשמל בהיקף של כ-860 מגה-וואט. בנוסף, החברה נמצאת בשלבי הקמה מתקדמים של פרויקט טלאסול, תחנת כח בטכנולוגיית PV בהיקף של כ-300 מגה-וואט בטלאבן שבספרד, אשר נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה 51% ממנו. כמו כן, החברה מקדמת מתקן לאגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מגה-וואט, כאשר החברה מחזיקה כ-75% מהמניות בפרויקט. בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (31.8%), חמי רפאל ורן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה (20.6% דרך קניר ש.מ וכן באופן ישיר⁹). נכון למועד הדוח, גרעין השליטה הנ"ל מחזיק כ-55.3% ממניות החברה.

היסטורית דירוג



⁷ פוטו וולטאי.

⁸ באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

⁹ חמי רפאל מחזיק עוד 2.8% ורן פרידריך מחזיק עוד 0.1% ממניות החברה.

דוחות קשורים[אלומיי קפיטל בע"מ - דוחות קשורים](#)[דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא אסדרה תעריפית - דוח מתודולוגי, יולי 2020](#)[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

03.08.2020	תאריך דוח הדירוג:
29.08.2019	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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

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

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

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

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

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם 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>