

אלומיי קפיטל בע"מ

13 בנובמבר, 2017

עדכון דירוג

הורדת דירוג ל-'BBB+' בשל אי-עמידה ביחסים הפיננסיים התואמים את רמת הדירוג הקודמת; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

איתי רפל, 972-3-7539718, etai.rappel@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

תום דר, 972-3-7539722, tom.dar@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

הורדת דירוג ל-'ilBBB+' בשל אי-עמידה ביחסים הפיננסיים התואמים את רמת הדירוג הקודמת; תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- ב- 2016 הציגה אלומי קפיטל בע"מ ("אלומי") ירידה בהכנסות מהמתקנים הסולריים בחו"ל בגלל ירידה בשעות השמש, ומנגד עלייה בהוצאות השוטפות ברמת הדוחות המאוחדים. במקביל, החברה פעלה ב-2017 וצפויה לפעול גם ב-2018 להרחבת פעילותה באמצעות ביצוע השקעות וגיוס חוב נוסף.
- להערכתנו אלומי קפיטל בע"מ (אלומי) תציג יחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם משוקלל בטווח של 9%-12%. יחס זה נמוך מהיחס התואם לדעתנו דירוג של 'ilA-' ותואם לדירוג 'ilBBB+'.
- אנו מורידים את הדירוג של אלומי, הפעילה בתחום ההשקעה בפרויקטי אנרגיה, ל-'ilBBB+' מ-'ilA-'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג בשנים הקרובות יחס FFO לחוב מתואם משוקלל בטווח של 9%-12% תוך שמירה על רמת נזילות הולמת, על פי הגדרתנו.

פעולת הדירוג

ב-13 בנובמבר, 2017, הורידה S&P מעלות את הדירוג של חברת אלומי קפיטל בע"מ, הפעילה בהשקעות בפרויקטי אנרגיה, ל-'ilBBB+' מ-'ilA-'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהערכתנו כי אלומי תציג יחס FFO לחוב מתואם משוקלל בטווח של 9%-12%, התואם דירוג 'ilBBB+', בהמשך ליחס FFO לחוב מתואם של כ-5% שהציגה ב-2016. ההרעה נובעת מירידה בהכנסות, בין היתר, כתוצאה מירידה בנפח החשמל המיוצר באיטליה, ובמקביל עלייה בהוצאות. עם זאת, החברה צפויה, להערכתנו, להציג שיפור ביחס בשנים הקרובות, כתוצאה מחזרה של הייצור באיטליה ובספרד לרמה ההיסטורית ומכניסתם של פרויקטים נוספים לתיק הפרויקטים של החברה.

ב-2017 רכשה אלומי את פרויקט תלמי יוסף, פרויקט פוטו-וולטאי בהיקף של כ-9 מגה וואט. פרויקט זה מצטרף לפרויקטים שרכשה החברה בהולנד מלודן חברה להנדסה בע"מ (ilBBB+/stable) ושבהם היא מחזיקה 51%. החברה גם רכשה את הזכויות לפרויקט פוטו-וולטאי גדול בספרד (כ-300 מגה וואט) והיא פועלת כרגע להבאתו לסגירה פיננסית. זאת נוסף על פרויקט האגירה השאובה בצוק מנרה בו מחזיקה החברה ושהמשך פיתוחו אינו ברור. כמו כן נהנית אלומי מתזרימים מפרויקט דוראד כהחזר על הלוואת הבעלים שהעמידה במסגרת פיתוח.

קיימת אי-ודאות לגבי מחירי הספוט לחשמל בספרד ובאיטליה, המהווים עד כ-20% מהכנסות החברה ממדינות אלה, ותחזיות מסוימות צופות ירידה במחירים אלה בשנים הקרובות. בהתאם לכך, גם ביצור מלא של המתקנים הסולריים בספרד ובאיטליה תיתכן ירידה מסוימת בהכנסות כגון במצב שמחירי הספוט ירדו. פרויקט תלמי יוסף תורם הכנסות אך גם חוב, היות שהוא ממומן ברובו בחוב בכיר.

בהתאם לכך אנו צופים כי אלומי תציג יחסים פיננסיים כאמור לעיל. ייתכן גם כי בשנים הקרובות תציג אלומי יחס FFO לחוב מתואם העולה על 12% ואם נעריך כי יחס זה הוא בר-קיימא אנו עשויים לנקוט בפעולת דירוג חיובית, בהינתן שלא תהיה הרעה בפרמטר אחר של פעילות החברה.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה בהכנסות ב-2017 וב-2018, לאור תרומתם לתזרים של פרויקטים שהתווספו, כגון תלמי יוסף.
- השקעות של כ-25 מיליון דולר ב-2017 (שרובן בוצעו) וכ-2.5 מיליון דולר ב-2018. לא כללנו השקעות בפרויקט טלסול בספרד או בפרויקט האגירה השאובה מעבר להשקעות השוטפות בבדיקות הנאותות ובסגירה פיננסית. זאת מכיוון שכל אחד מפרויקטים אלה גדול מאוד ביחס לחברה ואנו מעריכים גם כי היא לא תפעל לבד למימוש ההשקעות אלא תגייס שותפים אם הפרויקטים יצאו אל הפועל.
- המשך תשלומי ריבית, קרן ודיבידנד מדוראד על הלוואות הבעלים.
- הימנעות מחלוקת דיבידנדים בתקופה הקרובה, לפחות עד שתתבהר תמונת ההשקעות.
- קיזוז חלק ניכר מהמזומנים בקופת החברה כנגד החוב.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס FFO לחוב מתואם של 9%-12% בשנים 2017-2018 לפחות.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא הולמת. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x בשנה שהחלה ב-30 ביוני, 2017.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-30 ביוני, 2017, הם:

- מזומן ושווי מזומן בהיקף כ-51.5 מיליון דולר;
- תזרים מזומנים תפעולי של כ-4.1 מיליון דולר (שאינו כולל תשלומי קרן מדוראד).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ל-30 ביוני, 2017, הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-7.5 מיליון דולר;
- השקעות בסך כ-13.9 מיליון דולר.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג יחס FFO לחוב מתואם של 9%-12% בשנים 2017-2018 לפחות. במקביל אנו מעריכים כי החברה תשמור על רמת נזילות "הולמת", על פי הגדרתנו.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם נעריך כי יחס ה-FFO לחוב מתואם ירד מתחת ל-9%. ירידה זו עשויה לנבוע מעיכוב בתזרימי המזומנים המתקבלים מן הפרויקטים הקיימים והחדשים או מצורך להשקיע סכומים נוספים בפרויקטים. התדרדרות במצב הנזילות של החברה, בין כתוצאה ממדיניות השקעות אגרסיבית ובין כתוצאה משחיקה בכרית הנזילות, עשויה אף היא להביא להורדת דירוג.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם נעריך כי החברה תציג יחס FFO לחוב מתואם של 12% ומעלה. מצב זה עשוי לקרות אם השקעותיה הקיימות והחדשות של החברה, ככל שיבוצעו, יפעלו כמתוכנן תוך חלוקת תזרימי המזומנים במועד, וללא הגדלת עומס החוב.

התאמות לדירוג

- פיזור עסקי: ניטרלי
- מבנה הון: ניטרלי נזילות: ניטרלי
- מדיניות פיננסית: ניטרלי
- ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי
- השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות חשמל וגז שאינן נמצאות תחת רגולציה, 28 במרץ, 2014
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 14 באוגוסט, 2017
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 26 ביוני, 2017
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

	אלומי קפיטל בע"מ
	דירוג(י) המנפיק
ilBBB+\Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilBBB+	סדרה א,ב
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - טווח ארוך
ilBBB+/Stable	נובמבר 13, 2017
ilA-/Negative	נובמבר 20, 2016
ilA-/Stable	דצמבר 31, 2013
	פרטים נוספים
16:57 13/11/2017	זמן בו התרחש האירוע
16:57 13/11/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזום הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחידו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחידו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחידו, ה"הקשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P .AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.