

# אלומי קפיטל בע"מ

---

30 בדצמבר, 2013

## דירוג חדש קביעת דירוג 'A-' ; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי, סופיה גרץ'  
sophia.grach@standardandpoors.com ; +972 3 7539724

אנליסט אשראי משני, איתי רפל  
etai.rappel@standardandpoors.com ; +972 7539718

### תוכן עניינים

---

תמצית  
פעולת הדירוג  
שיקולים עיקריים לדירוג  
תחזית הדירוג  
מחקר קשור  
רשימת דירוגים

## קביעת דירוג 'ilA-'; תחזית הדירוג יציבה

### תמצית

- דירוג החברה מושפע לטובה מרמה יחסית נמוכה של מינוף והצפי שלנו ללוח סילוקין שוטח של החוב הפיננסי.
- מנגד, הדירוג מושפע לרעה מהישענות החברה על תזרימי דיבידנדים שאמורים לנבוע מפרויקטים באיטליה ובספרד על רקע חוסר ודאות תעריפית וסביבה רגולטורית שאינה יציבה במדינות אלה.
- כמו כן, בעוד שאנו סבורים שההשקעה בפרויקט דוראד מהווה נקודת חוזק למעמדה העסקי של החברה, קיימת אי בהירות מסוימת לגבי מועד והיקף הדיבידנדים הצפויים להגיע מפרויקט זה.
- אנו קובעים דירוג 'ilA-' לאלומי קפיטל בע"מ, חברת אחזקות שמתמחה בפרויקטים בתחום האנרגיה, ולאגרות חוב (סדרה א') בסך של עד 120 מיליון ₪ שתונפקנה על ידי החברה.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתזרימי המזומנים מהפרויקטים המוחזקים יהיו עמידים בטווח הקצר בפני אי הוודאות התעריפית באיטליה ובספרד, וכי הנהלת החברה תשמור על יחסי כיסוי החוב שקבענו כתואמים את הדירוג הנוכחי, תוך כדי יישום תכנית ההשקעה שלה.

### פעולת הדירוג

ב- 30 בדצמבר Standard & Poor's Maalot 2013 קבעה דירוג 'ilA-' לאלומי קפיטל בע"מ, הפועלת בתחום תשתיות אנרגיה באיטליה, בספרד ובישראל. תחזית הדירוג יציבה. כמו כן, קבעה Standard & Poor's Maalot דירוג 'ilA-' לאגרות חוב סדרה א' שתונפקנה על ידי החברה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

אנו מדרגים את אלומי קפיטל בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות אחזקה של פרויקטים (project developers). דירוג החברה נתמך על ידי מינוף נמוך יחסית ברמת הפרויקטים המוחזקים וכן ברמת החברה ההחזקה; מגבלות מעטות לחלוקת העודפים בחלק ניכר מהפרויקטים בפורטפוליו; ומפרופיל נזילות "הולם", על פי הגדרתנו, המתאפיין בלוח סילוקין שטוח של החוב הפיננסי.

מנגד, דירוג החברה מוגבל עקב ריכוזיות גבוהה של הנכסים המוחזקים, כאשר מרבית (60%) הפרויקטים המניבים נמצאים באיטליה; ההישענות של רוב ההכנסות מהפרויקטים המוחזקים על תעריפים הנקבעים רגולטורית במדינות עם סביבה רגולטורית שאינה יציבה; וניסיון מוגבל של הנהלת החברה בתחום התשתיות ולפיכך הסתמכות על יועצים חיצוניים.

אי וודאות לגבי שינויים רגולטוריים עתידיים באיטליה ובספרד עלולה להשפיע לשלילה על תזרימי המזומנים של הפרויקטים הניתנים לחלוקה. באשר לאחזקת המיעוט (7.5%) של החברה בפרויקט דוראד, הנמצא בשלבי הקמה אחרונים, אנו סבורים שמדובר בפרויקט האיכותי ביותר בפורטפוליו של אלומי מבחינת סיכויי אשראי, אך ישנה אי ודאות לגבי מועדי והיקפי הדיבידנדים שצפויה החברה לקבל החל משנת 2015.

לצורך חישוב היחסים הפיננסיים אנו מאחדים את תזרימי המזומנים מהפרויקטים באיטליה ובספרד ואת החוב בגין אותם הפרויקטים (במידה וקיים), יחד עם החוב ברמת חברת האחזקות. איננו מאחדים את פרויקט דוראד עקב שיעור ההחזקה הנמוך והעדר השליטה של אלומיי בפרויקט זה. על פי תרחיש הבסיס שלנו, אחרי הנפקת האג"ח המתוכננת, היחס בין תזרים המזומנים הזמין לשירות החוב, לבין הוצאות המימון, יהיה מעל 2.0x, ואילו היחס בין תזרים המזומנים הזמין לשירות החוב לבין יתרת החוב יעלה על 15% וזאת לאחר תחילת חלוקת העודפים מפרויקט דוראד החל מסוף 2015 עד תחילת 2016. על פי המתודולוגיה שלנו, היחסים הצפויים הנ"ל תואמים את רמת הדירוג שנקבעה לחברה ולאגרות החוב שלה.

להערכתנו, קיימת עמידות טובה של תזרימי המזומנים מהפרויקטים לשינויים במחירי האנרגיה השוטפים (spot prices) באיטליה ובספרד, היות וכ- 98% מההכנסות בספרד וכ- 85%-83% מההכנסות באיטליה נובעות מהתעריפים שנקבעו על ידי הרגולטורים בעת מתן אישורם להקמת הפרויקטים. יחד עם זאת, בספרד קיימת אי וודאות לגבי התעריף הרגולטורי העתידי, זאת בעקבות השינויים באופן חישובו (שהוכרז, אך טרם הושלמו). באיטליה, שטרם חוותה שינויים רטרואקטיביים בתעריף הרגולטורי, יש כוונה להוריד משמעותית את מחיר האנרגיה המינימאלי שמובטח עבור מתקנים פוטו-וולטאיים קטנים (עד 1 MWp) המהווים כ- 30% מהפרויקטים של החברה באיטליה, ולפיכך, קיים סיכון לחשיפת כ- 3% מההכנסות העתידיות של החברה למחירי השוק. אי וודאות זו מחייבת אותנו להפעיל הנחות שמרניות לגבי התעריפים העתידיים ולפיכך, לגבי הכנסות הדיבידנד העתידיות של אלומיי.

אנו מאמינים שיציבותם של תזרימי המזומנים מהפרויקטים והיכולת שלנו לחזות אותם הינן מתונות (moderate), על פי הגדרות המתודולוגיה שלנו. הערכתנו מושפעת הן מאיכות תזרימי המזומנים ברמה של כל פרויקט, והן מרמה נמוכה, לדעתנו, של פיזור ההשקעות. על פי תרחיש הבסיס שלנו, בשנים 2014-2018 כ-60% מההכנסות של החברה ינבעו מהפרויקטים באיטליה, כ- 34% מדוראד וכ- 6% מהפרויקט בספרד. כ- 66% מההכנסות החברה, לפי התחזית שלנו, נשענים על מתקנים פוטו-וולטאיים, וכל היתר על תחנת כוח המונעת בגז טבעי.

מרבית האחזקות של אלומיי נרכשו על ידה בשנים 2012-2013. כמו כן, הנהלת החברה לא צמחה במגזר הפרויקטים, ולפיכך, אנו מעריכים שלהנהלת החברה ניסיון מוגבל בתחום והיא מסתמכת גם על יועצים חיצוניים בתחום פעילותה. עם זאת, עד כה, השקעות החברה התמקדו לרוב בפרויקטים עם רמת מורכבות תפעולית נמוכה יחסית, שנמצאים בשלב התפעול.

## נזילות

אנו בוחנים את הנזילות של אלומיי ברמת חברת האחזקות. על פי המתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של החברה הינה "הולמת". אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יהיה מעל 1.4x בשנת 2014. לפיכך, החברה תוכל לספוג, במידה מסוימת, שינויים שליליים בסביבה הרגולטורית או בסביבה העסקית במדינות פעילותה ולהמשיך לשרת את החוב שלה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה בשנים 2014-2015 הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ- 10 מיליון דולר;
- הכנסות צפויות מהחזר הלוואות בעלים, דמי ניהול ודיבידנדים בסך כ- 14 מיליון דולר;
- והנפקת אג"ח מתוכננת בסך כ- 34 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה בשנים 2014-2015 הינם:

- פירעון הלוואה בנקאית בסך כ- 17.5 מיליון דולר;
- חלויות שוטפות של אג"ח בסך כ- 7 מיליון דולר;
- הוצאות מימון בסך כ- 3.5 מיליון דולר;
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך כ- 6 מיליון דולר;
- השקעות בהרחבת אחזקת החברה בפרויקטים הקיימים בסך כ- 7 מיליון דולר;
- וחלוקת דיבידנדים בסך כ- 2 מיליון דולר.

נציין כי בחלק מהפרויקטים הממונפים מוגבלת חלוקת העודפים על ידי התניות פיננסיות שמיועדות לנעילת מזומנים בחברת הפרויקט במידה ויחול שינוי מהותי לרעה בתזרימי המזומנים.

כפי שעולה מתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו המפורט לעיל, מטרת ההנפקה המתוכננת הינה לפירעון חוב בנקאי לזמן קצר והשקעות חדשות. בתרחיש התפעולי הבסיסי שלנו, התייחסנו רק להשקעות ידועות שהצפי לביצוען יחסית גבוה. עם זאת, ייתכנו השקעות נוספות על ידי החברה בשנים 2014-2015 שאת השפעתן על היחסים הפיננסיים ועל פרופיל הנזילות נבחן בעת ביצוען. נציין כי עד עתה נקטה החברה בגישה שמרנית יחסית ביחס להשקעותיה בתחום האנרגיה הסולרית תוך שהיא רוכשת פרויקטים קיימים בשלב התפעול. עם זאת, מדיניות ההשקעות והתגמול העתידית של החברה אינה ודאית, ואם תעשה אגרסיבית, עלולה להשפיע לרעה על הערכתנו למדיניות הפיננסית של הנהלת התאגיד, כמו גם על הפרמטרים הפיננסיים.

## **תחזית הדירוג**

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתזרימי המזומנים מהפרויקטים המוחזקים יהיו עמידים בטווח הקצר בפני אי הוודאות התעריפית באיטליה ובספרד, וכי הנהלת החברה תשמור על יחסי כיסוי החוב שקבענו כתואמים את הדירוג הנוכחי, תוך כדי יישום תכנית ההשקעה שלה. תחזית הדירוג היציבה גם משקפת את דעתנו כי הנהלת החברה תמשיך להשקיע בפרויקטים בשלב התפעול, עם רמה נמוכה יחסית של סיכונים תפעוליים.

ננקוט בפעולת דירוג שלילית אם היחס בין תזרים המזומנים הזמין לשירות החוב לבין הוצאות המימון ירד מתחת ל-  $2.0x$ . פעולת דירוג שלילית גם תיתכן אם היחס בין תזרים המזומנים הזמין לשירות החוב, לבין יתרת החוב הנצפה על ידינו אחרי תחילת החלוקה מדוראד ירד מתחת ל- 15%. התפתחויות אלה יכולות לנבוע משינויים מהותיים לשלילה ברגולציה באיטליה, מהידרדרות בביצועים תפעוליים של הפרויקטים, מהשקעות אגרסיביות אשר ישחקו את יחסי כיסוי החוב לרמות שאינן תואמות את הדירוג או משינוי לרעה בתחזית הדיבידנדים מדוראד.

נשקול פעולת דירוג חיובית במידה והביצועים התפעוליים של הפרויקטים יהיו כאלה שיאפשרו לחברה להגיע ליחס של לפחות 25% לאורך זמן, בין תזרים המזומנים הזמין לשירות החוב לבין יתרת החוב.

## מחקר קשור

- Rating Criteria for Project Developers, Sep. 30, 2014. את המאמר המתודולוגי המוזכר ניתן למצוא באתר [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).
- למידע אודות הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי ראה: מתודולוגיה – "הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי", פברואר 2013.  
<http://www.maalot.co.il/publications/RS20130207103905.pdf>
- למידע אודות המשמעות של דירוג אשראי ראה: מאמר - "מעלות ומגבלות של דירוג אשראי", מאי 2012.  
<http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf>

## רשימת דירוגים

דירוג חדש	אלומיי קפיטל בע"מ
ilA-/Stable	דירוג המנפיק
ilA-	אג"ח סדרה א'

תוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. 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 יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.