

אלומי קפיטל בע"מ

18 מרץ, 2015

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A-' , תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנליסט אשראי משני:

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

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

רשימת דירוגים

אשרור דירוג 'ilA-'; תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- אלומי קפיטל בע"מ נהנית מרמה נמוכה יחסית של מינוף ולוח סילוקין שטוח יחסית של החוב הפיננסי.
- מדיניות שמירה על כרית נזילות המספיקה לתשלום שנה אחת של קרן וריבית (לא כולל הפרויקטים שבבעלות).
- החברה נשענת על תזרימי דיבידנדים מפרויקטים באיטליה ובספרד, שהתעריפים בהן ירדו והסביבה הרגולטורית בהן אינה יציבה. עם זאת, לאור העדר המינוף במרבית הפרויקטים, איננו צופים כי תהיה לכך השפעה שלילית על הדירוג בטווח הקצר אם בכלל. כמו כן, בעוד שאנו סבורים שההשקעה בפרויקט דוראד מהווה נקודת חוזק למעמדה העסקי של החברה, קיימת אי בהירות מסוימת לגבי מועד והיקף התקבולים לאלומי קפיטל הצפויים מפרויקט זה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA-' לאלומי קפיטל בע"מ, חברת החזקות שמתמחה בפרויקטים בתחום האנרגיה, ולאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתזרימי המזומנים מהפרויקטים המוחזקים, ביחד עם כרית הנזילות, יהיו עמידים בטווח הקצר בפני שינויים רגולטוריים אפשריים באיטליה ובספרד ואי הבהירות לגבי מועד והיקף התקבולים מדוראד, וכי הנהלת החברה תשמור על יחסי כיסוי חוב התואמים את הדירוג הנוכחי, תוך כדי יישום תכנית ההשקעה שלה.

פעולת הדירוג

ב-18 במרץ, 2015, אשררה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilA-' לאלומי קפיטל בע"מ, הפועלת בתחום תשתיות אנרגיה באיטליה, בספרד ובישראל. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

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

מנגד, דירוג החברה מוגבל עקב ריכוזיות גבוהה של הנכסים המוחזקים, היות שמרבית הפרויקטים המניבים (כ-51% מהתזרים) נמצאים באיטליה, ועקב הישענות של רוב ההכנסות מהפרויקטים המוחזקים על תעריפים הנקבעים רגולטורית במדינות עם סביבה רגולטורית לא יציבה.

שינוי המשטר התעריפי באיטליה ובספרד הביא לירידה בהכנסות של הפרויקטים במדינות אלה. אולם, למרות הירידה ביחסים הפיננסיים בהשוואה לתרחיש הבסיס שלנו משנה שעברה, החברה עדיין עומדת ביחסים פיננסיים התואמים לדעתנו את הדירוג. זאת, בין השאר, כתוצאה מרמת המינוף הנמוכה וממדיניותה של החברה לשמור על כרית נזילות המספיקה לתשלום החזרי קרן וריבית לשנה הקרובה.

לצורך חישוב היחסים הפיננסיים אנו מאחדים את תזרימי המזומנים מהפרויקטים באיטליה ובספרד ואת החוב בגין אותם הפרויקטים (במידה וקיים), יחד עם החוב ברמת חברת ההחזקות. איננו מאחדים את פרויקט דוראד, בגלל שיעור ההחזקה הנמוך והעדר השליטה של אלומי קפיטל בפרויקט זה. כמו כן אנו מקזזים את כרית הנזילות האמורה מהחוב ברמת חברת ההחזקות.

אנו סבורים ששיעורם של תזרימי המזומנים מהפרויקטים ויכולתנו לחזות אותם הן מתונות (moderate), על פי הגדרות המתודולוגיה שלנו. הערכתנו מושפעת הן מאיכות תזרימי המזומנים ברמת כל פרויקט מחד, והן מרמה נמוכה, לדעתנו, של פיזור ההשקעות מאידך. על פי תרחיש הבסיס שלנו, בשנים 2015-2019 ינבעו כ-51% מתזרימי החברה מהפרויקטים באיטליה, כ-29% מדוראד וכ-20% מהפרויקטים בספרד. לפי התחזית שלנו, כ-71% מתזרימי החברה ינבעו ממתקנים פוטו-וולטאיים, והשאר מתחנת כוח המונעת בגז טבעי (דוראד).

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות הבאות:

- זמינות של 97%
- דגרדציה בטווח של 0.5%-0.8% בהתאם לפרויקט
- תקבולים מדוראד בהתאם לציפיות החברה
- הצמדת עלויות למדד
- מחיר ספוט באיטליה של כ-0.05 אירו לקילוואט

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

- יחס מתואם של כ-14% בין תזרים המזומנים התפעולי לפני הון חוזר לבין החוב
- יחס מתואם של כ-3x בין תזרים המזומנים התפעולי לפני הון חוזר לבין הריבית
- יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-35%

נזילות

אנו בוחנים את הנזילות של אלומיי קפיטל ברמת חברת ההחזקות. על פי המתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של החברה הינה הולמת. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יהיה גבוה מ-1.4x בשנים 2015-2016.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה בשנים 2015-2016 הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בתחילת תקופה בהיקף של כ-24 מיליון דולר.
- תקבולים צפויים מהחזר הלוואות בעלים, דמי ניהול ודיבידנדים בסך כ-22.2 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה בשנים 2015-2016 הן:

- חלויות חוב שוטפות בסך כ-10.6 מיליון דולר;
- הוצאות מימון בסך כ-5.1 מיליון דולר;
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך כ-7 מיליון דולר;
- השקעות בפרויקטים בסך כ-9.5 מיליון דולר.

נציין כי בחלק מהפרויקטים הממונפים מוגבלת חלוקת העודפים על ידי התניות פיננסיות שמיועדות לנעילת מזומנים בחברת הפרויקט למקרה שיחול שינוי מהותי לרעה בתזרימי המזומנים. להבנתנו, נכון לעכשיו החברה עומדת בדרישות הרלוונטיות.

בתרחיש התפעולי הבסיסי שלנו התייחסנו רק להשקעות ידועות שהצפי לביצוען גבוה יחסית. עם זאת, החברה עשויה לבצע בשנים 2015-2016 השקעות נוספות, שאת השפעתן על היחסים הפיננסיים ועל פרופיל הנזילות נבחן בעת ביצוען. כמו כן נציין כי, בהתאם למתודולוגיה שלנו, בחישוב הנזילות לא הבאנו בחשבון תקבולים מדוראד, לאור אי הבהירות המסוימת לגבי מועד קבלתם והיקפם. כמו כן, לחברה מדיניות של שמירה על כרית נזילות המספיקה לתשלום החזרי קרן וריבית לשנה הקרובה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתזרימי המזומנים מהפרויקטים המוחזקים, ביחד עם כרית הנזילות, יהיו עמידים בטווח הקצר בפני שינויים אפשריים ברגולציה באיטליה ובספרד ובפני אי בהירות מסוימת לגבי מועד והיקף החזר ההשקעה מדוראד, ושהנהלת החברה תשמור על יחסי כיסוי החוב שקבענו כתואמים את הדירוג הנוכחי, תוך כדי יישום תכנית ההשקעה שלה.

התרחיש השלילי

התדרדרות בפרופיל הנזילות של החברה, כתוצאה משינוי מדיניות כרית הנזילות או מהשקעות אגרסיביות, עלול להוביל לפעולת דירוג שלילית. גם פגיעה נוספת בתזרימים הצפויים מהפרויקטים, לרבות החזר השקעה מדוראד, עלולה להוביל לפעולת דירוג שלילית בשל פגיעה אפשרית ביחסים הפיננסיים.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם החזר ההשקעה מדוראד יתקיים בהתאם לציפיות החברה, תוך שמירה על כרית הנזילות, והחברה תמשיך לשמור על מדיניות ההשקעות שלה תוך פירעון החוב. במצב כזה אנו צופים שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה שעשוי להוביל לפעולת דירוג חיובית.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- Rating Criteria for Project Developers, 30 בספטמבר, 2014.
 - הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג המקומי, 3 בפברואר, 2013.
 - מעלות ומגבלות של דירוג אשראי, מאי 2012.
- את המאמרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's, www.standardandpoors.com, או באתר S&P Maalot, www.maalot.co.il.

רשימת דירוגים

דירוג נוכחי	דירוג קודם	אלומי קפיטל בע"מ דירוג המנפיק אג"ח סדרה א'
ilA-/Stable	ilA-/Stable	
ilA-	ilA-	

התוכן 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.