

# אלומי קפיטל בע"מ

---

28 ינואר, 2016

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, [tom.dar@standardandpoors.com](mailto:tom.dar@standardandpoors.com) 972-3-7539722

אנליסט אשראי משני:

איתי רפל, [etai.rappel@standardandpoors.com](mailto:etai.rappel@standardandpoors.com) 972-3-7539718

## תוכן עניינים

---

שיקולים עיקריים לדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

## אלומי קפיטל בע"מ

iiA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

## שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל פיננסי	פרופיל עסקי
<ul style="list-style-type: none"> <li>• לוח סילוקין שטוח של החוב הפיננסי.</li> <li>• מדיניות שמירה על כרית נזילות המספיקה לתשלום שנה אחת של שירות חוב.</li> <li>• מרבית ההכנסות נשענות על תעריפים הנקבעים רגולטורית.</li> <li>• אחזקת מיעוט בדוראד אנרגיה אשר עשויה להניב בעתיד תזרימים לבעלי המניות.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית.</li> <li>• מקור הכנסות עיקרי המרוכז בתחום פעילות יחיד.</li> <li>• סביבה רגולטורית לא ודאית.</li> <li>• העדר סיכון הקמה, כל המתקנים פועלים בתפוקה מלאה.</li> </ul>

## תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה של אלומי קפיטל בע"מ, הפועלת בתחום תשתיות האנרגיה באיטליה, בספרד ובישראל, משקפת את הערכתנו שתזרימי המזומנים מהפרויקטים המוחזקים, ביחד עם כרית הנזילות, יהיו עמידים בטווח הקצר גם אם יחולו שינויים לא צפויים ברגולציה באיטליה ובספרד. כמו כן, תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי כיסוי שאנו רואים כתואמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו, FFO (funds from operation) לחוב מתואם הגבוה מ-12% ויחס מתואם של חוב ל-EBITDA הנמוך מ-5.0x.

## התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תעמוד ביחסי הכיסוי התואמים את רמת הדירוג לאורך זמן. להערכתנו, אי עמידה ביחסי הכיסוי עשויה להיות תולדה של פגיעה בתזרימים המתקבלים מן הפרויקטים כתוצאה מתקלה מתמשכת, או של מדיניות השקעות אגרסיבית אשר תגדיל את עומס החוב. כמו כן, נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול הרעה בפרופיל העסקי של החברה כתוצאה משינויים רגולטוריים. הרעה בפרופיל הנזילות כתוצאה משינוי מדיניות כרית הנזילות עלולה אף היא להביא להורדת הדירוג.

## התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג שיפור בפרופיל הפיננסי אשר יבוא לידי ביטוי ביחס FFO לחוב מתואם הגבוה מ-20% וביחס חוב ל-EBITDA מתואם הנמוך מ-4.0x, וכן תציג שיפור בפרופיל הסיכון העסקי אשר יבוא לידי ביטוי בשיפור הפיזור באמצעות פרויקטים חדשים או קבלת תזרימים משמעותיים ומתמשך מדוראד אנרגיה.

## תרחיש Standard & Poor's בסיסי

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי לא יחולו שינויים רגולטוריים נוספים באיטליה ובספרד הנוגעים לייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות וכי הסובסידיות הקיימות יישארו על כנן. כמו כן, בתרחיש הבסיס שלנו לא כללנו השקעות מהותיות נוספות. נציין עם זאת כי להבנתנו החברה לא תבצע השקעות אשר עלולות להשפיע לרעה על היחסים הפיננסיים שלה. בתרחיש הבסיס לא הנחנו גם תזרימים אפשריים מדוראד, שכן אין בידינו ודאות מספקת לגבי מועד חלוקתם, היקפם והשימוש בהם. נציין כי קבלת דיבידנד חד פעמי מדוראד אנרגיה עשויה לשפר את היחסים הפיננסיים של החברה, אך שיפור זה כפוף לשימוש שהחברה תבחר לעשות בכסף שיתקבל.

יחסים עיקריים			הנחות עיקריות
2016E	2015E	2014A	<ul style="list-style-type: none"> <li>• יציבות במבנה הרגולטורי באיטליה בספרד לאחר הורדת הסובסידיה לאנרגיות מתחדשות בשנים קודמות.</li> <li>• העדר השקעות בפרויקטים חדשים בטווח הקצר.</li> <li>• חלוקת דיבידנד שוטף או רכישה עצמית של מניות החברה בשני המקרים בסכום של עד 33% מן הרווח הנקי בהתאם למדיניות המוצהרת.</li> <li>• שמירה על יחסי הכיסוי הנוכחיים בשנים 2016 ו-2017.</li> </ul>
60%-57%	60%-57%	57%	
14%-11%	14%-11%	13.6%	
6.0X-4.0X	6.0X-4.0X	5.2X	
<b>שיעור EBITDA</b> <b>חוב/FFO</b> <b>EBITDA/חוב</b> A-פועל. E-צפוי.			

## הפרופיל העסקי

### פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית, חשיפה לשינויים רגולטוריים

בעלותה של אלומי 16 פרויקטים בתחום האנרגיה הסולרית המייצרים יחדיו כ-30 מגה-ואט, מתוכם 12 מאיטליה (מניבים כ-75% מההכנסות) וארבעה בספרד (מניבים את 25% הנותרים). בנוסף, לחברה החזקת מיעוט, דרך חברת דורי אנרגיה, של כ-9.2% ממניות דוראד אנרגיה, המפעילה תחנת כוח בהיקף של כ-850 מגה-וואט בישראל. אנו רואים החזקה זו כנקודת חוזק בפרופיל העסקי של החברה, וסבורים שבעתיד היא עשויה להגדיל את תזרימים המזומנים שלה. כ-80% מהכנסות החברה מובטחות על ידי הרגולטור (האיטלקי או הספרדי), אך המשבר הכלכלי במדינות אלו הביא להפחתה בסובסידיות הניתנות לתחום האנרגיות המתחדשות. קיצוץ זה נעשה באופן רטרואקטיבי עבור מתקנים קיימים ובשלב זה איננו צופים שינויים רגולטוריים נוספים, אם כי קיים סיכון לשינויים נוספים בעתיד. אמנם שינוי המשטר התעריפי באיטליה ובספרד הביא לירידה בהכנסות מהפרויקטים של החברה במדינות אלה, אולם החברה עדיין עומדת ביחסים פיננסיים התואמים לדעתנו את הדירוג הנוכחי. נציין כי עבור מתקנים חדשים של אנרגיות מתחדשות לא מתקבלת יותר תמיכה מן המדינה (הן באיטליה והן בספרד) והכנסותיהם באות ממכירת חשמל בלבד. עוד נציין כי נכון לסוף שנת 2015 החזקת החברה בדוראד לא הניבה לחברה תזרימים.

אנו סבורים שתחום הפעילות של החברה, הכולל חברות בתחום האנרגיה הסולרית ואנרגיות מתחדשות אחרות, הוא תחרותי, ובעל חסמי כניסה נמוכים יחסית, עקב פשטות הטכנולוגיה. החברה משקיעה בעיקר ברכישת מתקנים סולריים קיימים שם קיימת תחרות קשה מצד קרנות הון לרכישת מתקנים נוספים. עם זאת, החברה אינה חשופה לתחרותיות בפרויקטים הקיימים. בתחומים פעילות עתידיים, כגון מתקני אגירה שאובה, החברה צריכה להתמודד עם סיכונים נוספים, שכן מתקנים אלו כפופים גם לסיכונים הקמה על כל הכרוך בכך. פרופיל הסיכון העסקי של החברה מושפע גם מחשיפתה למחיר החשמל בשוק החופשי (spot price) באיטליה ובספרד, אם כי חשיפה זו מוגבלת בהיקפה לעד כ-20% מההכנסות.

מנגד, נציין כי בפעילות החברה לא קיימים כיום סיכוני הקמה, וכל הפרויקטים אשר בבעלותה עובדים בתפוקה מלאה. בנוסף, הפרויקטים הינם בשלב מוקדם יחסית בחייהם, והוותיקים שבהם פועלים כחמש שנים.

## הפרופיל הפיננסי

### מרבית הכנסות הפרויקטים מבוססות סובסידיות וצפי לאי-שינויים רגולטוריים בטווח הקצר

לצורך חישוב היחסים הפיננסיים אנו מאחדים את תזרימי המזומנים מהפרויקטים באיטליה ובספרד ואת החוב בגין אותם פרויקטים (אם קיים) יחד עם החוב ברמת חברת ההחזקות. נציין כי עיקר החוב בחברה נמצא ברמת חברת האם וכי היות שהמיומן ברמת הפרויקטים מצומצם, כמעט לא קיימות מגבלות להעברת כספים לחברת האם. איננו מאחדים את פעילות דוראד אנרגיה, עקב שיעור ההחזקה הנמוך והעדר השליטה של אלומי קפיטל בחברה.

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מבוסס, לדעתנו, על העובדה שכ-80% מסך הכנסות החברה הן מסובסידיות, על מדיניות שמירה על כרית נזילות המספיקה לתשלום שנה אחת של שירות חוב ועל לוח סילוקין שטוח של החוב הפיננסי. מנגד, ריכוז עיקר ההכנסות של החברה באיטליה ובספרד חושף אותה לסיכון בקשר עם שינוי רגולטורי במדינות אלה. כמו כן לחברה חשיפה לשינויים בשערי החליפין, היות שמרבית ההכנסות מתקבלות באירו ואילו החוב וההוצאות התפעוליות ברמת חברת האם נקובים בש"ח. אנו מבינים כי החברה מתקשרת בעסקאות גידור כנגד חלק מחובה לצורך הגנה מפני תנודות בשער האירו.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי לא יחולו בשלב זה שינויים נוספים במבנים הרגולטוריים באיטליה ובספרד וכי הכנסות החברה מסובסידיות ימשיכו לעמוד על כ-80% מסך ההכנסות. אנו רואים גורם זה כנקודת חוזק בפרופיל הסיכון הפיננסי של החברה. כמו כן, תחת תרחיש הבסיס לא הובאו בחשבון השקעות חדשות בפרויקטים בשנה הקרובה. עם זאת, להערכתנו תזרימי מזומנים עודפים מן הפרויקטים לא יופנו להקטנת המינוף, אשר צפוי לעמוד על יחס של FFO לחוב מתואם של כ-11%-14%, יחס שאנו רואים כתואם את הדירוג הנוכחי, אלא יופנו לחלוקה של דיבידנדים, או לרכישה עצמית של מניות החברה בשני המקרים בשיעור של עד 33% מן הרווח הנקי או להשקעות עתידיות חדשות. בתרחיש הבסיס שלנו לא הבאנו בחשבון קבלת תזרימים מאחזקת המיעוט של החברה בדוראד אנרגיה, שכן קיימת אי בהירות מסוימת לגבי מועד והיקף התקבולים הצפוי מן הפרויקט. נציין כי קבלת דיבידנד חד פעמי מדוראד אנרגיה עשויה לשפר את היחסים הפיננסיים של החברה, אך שיפור זה כפוף לשימוש שהחברה תבחר לעשות בכסף שיתקבל.

Table 1.

Ellomay Capital Ltd. – Financial Summary					
Industry Sector: Developer					
	--Fiscal year ended Dec. 31--				
(Mil. \$)	2014	2013	2012	2011	2010
Revenues	15.8	13.0	8.9	6.1	0.0
EBITDA	9.0	6.7	4.1	1.8	(3.1)
Funds from operations (FFO)	6.4	5.6	1.2	(0.6)	(1.7)
Operating income	3.2	2.4	1.2	(0.1)	(3.2)
EBIT	7.2	1.5	1.4	(0.3)	(1.9)
Interest Expense	4.7	2.3	3.9	3.2	0.0
Net income from continuing operations	6.6	10.1	(2.1)	(1.0)	(1.8)
Working capital changes	(1.6)	1.0	3.7	(6.5)	(2.5)
Cash flow from operations	3.7	6.7	6.1	(2.9)	(4.8)
Capital expenditures	0.7	9.2	1.2	24.9	14.7
Free operating cash flow	3.0	(2.5)	4.9	(27.9)	(19.5)
Dividends paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discretionary cash flow	3.0	(2.5)	4.9	(27.9)	(19.5)
Cash and short-term investments	23.7	12.4	38.6	38.9	76.6
Debt	46.7	38.2	21.0	16.2	0.0
Equity	94.1	99.7	83.1	84.0	88.6
Debt and equity	140.8	138.0	104.1	100.3	88.6
<b>Adjusted ratios</b>					
Annual revenue growth (%)	21.6	46.0	45.4	N.M.	N.M.
EBITDA margin (%)	57.0	51.5	45.9	29.1	N.M.
EBIT interest coverage (x)	1.5	0.6	0.4	(0.1)	(80.7)
EBIT margin(%)	45.9	11.6	15.4	(4.5)	N.M.
Return on capital (%)	5.2	1.2	1.3	(0.3)	(2.1)
EBITDA interest coverage (x)	1.9	2.9	1.0	0.5	(135.9)
EBITDA cash int. cov. (x)	2.3	3.5	3.2	5.5	N.M.
FFO cash int. cov. (x)	2.8	4.1	4.0	8.2	N.M.
CFO cash int. cov. (x)	0.9	3.5	4.8	(9.1)	N.M.
Debt/EBITDA (x)	5.2	5.7	5.2	9.1	0.0
FFO/debt (%)	13.6	14.7	5.5	(3.7)	N.M.
Cash flow from operations/debt (%)	7.9	17.4	29.0	(18.0)	N.M.
Free operating cash flow/debt (%)	6.4	(6.5)	23.3	(171.9)	N.M.
Discretionary cash flow/debt (%)	6.4	(6.5)	23.3	(171.9)	N.M.
Discretionary cash flow/EBITDA (%)	33.2	(37.1)	119.8	(1,567.5)	625.8
Debt/debt and equity (%)	33.1	27.7	20.2	16.2	0.0

## נזילות: הולמת

על פי המתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של אלומי קפיטל הינה "הולמת". אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יהיה גבוה מ-1.2x ב-12 החודשים הקרובים. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה, על הערכתנו לתקבולים שוטפים מן הפרויקטים אותם מחזיקה החברה ומנגד על חלויות החוב ב-12 החודשים הקרובים. נציין כי בהתאם למתודולוגיה שלנו, חישוב הנזילות אינו כולל השקעות בפרויקטים עתידיים שטרם הבשילו לצעדים מעשיים, או קבלת דיבידנד מדוראד לאור אי הבהירות לגבי מועד קבלתו והיקפו.

להלן הנחותינו לגבי המקורות והשימושים של החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-30 ביוני, 2015:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> <li>מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-17 מיליון דולר.</li> <li>תזרים מזומנים שוטף מהפרויקטים בהיקף של כ-4.5 מיליון דולר.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>הוצאות מימון של כ-3 מיליון דולר.</li> <li>תשלום חלויות חוב של כ-5.5 מיליון דולר.</li> <li>הוצאות הנהלה וכלליות של כ-2.5 מיליון דולר.</li> </ul>

נכון ליוני 2015 החברה עמדה בכל התניותיה הפיננסיות והציגה הון עצמי של 92 מיליון דולר, חוב לחוב והון עצמי של 24.6% והון עצמי למאזן של 58.8%.

## התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של אלומי קפיטל לשנת 2014:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח.
- התאמות ל-EBITDA עקב שערוכים.

Table 2.

**Reconciliation Of Ellomay Capital Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. \$)**

--Fiscal year ended Dec. 31, 2014--

Ellomay Capital Ltd. reported amounts							
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	55.3	94.1	15.7	10.2	4.6	15.7	3.3
Standard & Poor's adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(4.6)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	2.2	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(0.2)	--
Operating leases	1.1	--	0.4	0.1	0.1	0.4	0.4
Surplus cash	(9.7)	--	--	--	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	2.2	--	--	--
Non-controlling Interest/Minority interest	--	0.0	--	--	--	--	--
EBITDA - Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(1.8)	(1.8)	--	(1.8)	--
EBITDA - Valuation gains/(losses)	--	--	(4.0)	(4.0)	--	(4.0)	--
EBITDA - Other income/(expense)	--	--	(1.3)	(1.3)	--	(1.3)	--
EBIT - Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	1.8	--	--	--
Total adjustments	(8.6)	0.0	(6.7)	(3.0)	0.1	(9.3)	0.4
Standard & Poor's adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	46.7	94.1	9.0	7.2	4.7	6.4	3.7

**מתודולוגיה ומאמרים קשורים**

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 בינואר, 2016
- מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מסגרת מתודולוגית לדירוג חברות לא-פיננסיות, 24 בפברואר, 2014
- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצת חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה – כללי: השימוש בתחזית הדירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות חשמל וגז שאינן נמצאות תחת רגולציה, 28 במרץ, 2014
- מתודולוגיה: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P, 20 בנובמבר, 2014
- מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 19 בינואר, 2016

ilA-/Stable	אלומי קפיטל דירוג המנפיק
ilA-	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה א
ilA-/Stable	היסטוריית דירוג המנפיק דצמבר 31, 2013

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.