

אלומי קפיטל בע"מ

דירוג ראשוני | אוגוסט 2019

אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט - מעריך דירוג ראשי

uri.h@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות - מעריך דירוג משני

elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

אלומיי קפיטל בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa1.il, באופק יציב, לחברת אלומיי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומיי קפיטל"),
ודירוג Baa1.il, באופק יציב לאגרות החוב שהנפיקה החברה (סדרות א' ו-ב').

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/12/23	יציב	Baa1.il	1130947	סדרה א'
30/06/24	יציב	Baa1.il	1140326	סדרה ב'

אודות החברה

אלומיי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל בטכנולוגיות לאנרגיות מתחדשות ובטכנולוגיות קונבנציונאליות, 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 PV¹, ומגזר זה מהווה את החלק העיקרי בהכנסותיה כיום. תחת פעילות זו מחזיקה החברה מתקני PV בהיקף של כ- 22.6 מגה-וואט באיטליה, כ- 7.9 מגה-וואט בספרד ו- 9 מגה-וואט בישראל; בנוסף, לחברה 2 מתקני ביוגז 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- 850 מגה-וואט. בנוסף, החברה פועלת להרחבת פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת. ברבעון השני של 2019 ביצעה החברה סגירה פיננסית של פרויקט טלאסול (להלן: "טלאסול"), תחנת כח בטכנולוגיית PV בהיקף של כ- 300 מגה-וואט בטלאבן שבספרד, אשר נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה ב- 51% ממנו². כמו כן, החברה נמצאת בתהליך לסגירה פיננסית של מתקן לאגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ- 156 מגה-וואט, כאשר החברה מחזיקה כ- 75% מהמניות בפרויקט.

שם הפרויקט	מדינת פעילות	סטאטוס	שיעור החזקה משורשר	הספק מותקן (MW)	סוג הפרויקט	מועד הפעלה מסחרית	תוקף הסכם החשמל
12 מתקני PV	איטליה	מניב	100%	22.6	PV	2011	2031
4 מתקני PV	ספרד	מניב	100%	7.9	PV	2010	2041
2 מתקני ביו-גז	הולנד	מניב	100%	9.0	ביו גז	2017	2031
תלמי יוסף	ישראל	מניב	100%	9.0	PV	2013 ³	2033
דוראד	ישראל	מניב	9.375%	850	IPP	2014	2034
טלאסול	ספרד	בהקמה	51%	300	PV	2020 ⁴	5-
מנרה	ישראל	בתכנון	75%	156	אגירה שאובה	2024 ⁶	2044

¹ פוטו וולטאי.

² ביום 01.05.2019 דיווחה החברה על סגירה פיננסית בפרויקט טלאסול ועל מכירת 49% ממניות חברת הפרויקט (Talasol Solar SLU) ל- GSE 4 UK Limited ול- Fond-ICO, FICC, במחיר המשקף לפרויקט שווי של 33 מיליון אירו.

³ נרכש על ידי אלומיי קפיטל בשנת 2017.

⁴ על פי תחזית החברה. תרחיש הבסיס של מידרוג מבוסס על תחילת הפעלה מסחרית של הפרויקט ברבעון אחרון 2020.

⁵ הסכם למכירת 80% מהחשמל שיופק בפרויקט ל- 10 שנים ממועד ההפעלה המסחרית.

⁶ על פי תחזית החברה.

בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (34.99%), חמי רפאל ורן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה (22.7% דרך קניר ל.פ.). נכון למועד הדוח, גרעין השליטה הנ"ל מחזיק כ-57.7% ממניות החברה⁸.

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 תומכת במקטע הייצור; (2) אסטרטגיית רכישות ומבנה מימון פרויקטלי (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 פרויקטלי ארוך, אשר ממומן בהון בד"כ רק בין 20%-40%; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות המאופיינן בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) הסביבה הרגולטורית בענף הינה מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה ויצרת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (5) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (6) נתח השוק וגודלה של החברה הינו קטן ביחס לחברות בענף, אך צפוי לצמוח באופן משמעותי בטווח הקצר-בינוני, עם הפעלתו המסחרית של פרויקט טלאסול בספרד, לצד פוטנציאל צמיחה נוסף באמצעות פרויקט אגירה שאובה במנרה שבישראל ופרויקטים נוספים באיטליה וספרד; (7) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות וסיכונים אשראי של המדינות בהן פועלת החברה (איטליה, ספרד, הולנד וישראל), לצד חשיפה לשערי חליפין, הממותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (8) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מפרויקטי ה-PV בהם היא מחזיקה באיטליה, ספרד וישראל. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה לצמוח באופן מהותי, עם השלמת הקמתו של פרויקט טלאסול בספרד, אך השלמתו צפויה להגדיל מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד; (9) פעילות החברה בטכנולוגיות הביו-גז כיום ובעתיד לאחר הקמת מתקן אגירה שאובה, אשר מורכבות יותר לתפעול ולהקמה ביחס לטכנולוגיות אחרות בענף (PV, רוח); (10) יכולת ייצור ההכנסות של החברה הינה סבירה, נוכח יציבות ורווחיות רוב הפרויקטים אותם היא מחזיקה, כאשר בשנת 2018, הסתכם היקף ה-EBITDA (המתואם)⁹ בכ- 8.3 מיליון אירו, בעוד שהיקף המקורות מפעולות (FFO)¹⁰ הסתכם בכ- 6.3 מיליון ₪ בשנה זו; (11) רמת המינוף של החברה צפויה לגדול מהותית בטווח הקצר-בינוני, עקב הקמת פרויקט טלאסול, ולהשפיע על פרופיל הסיכון שלה; (12) לחברה תכנית השקעות בהיקף מהותי, הכוללת בין היתר, את הקמת פרויקט טלאסול בספרד בטווח הקצר ואת פרויקט מנרה בישראל בטווח הבינוני. על פי תחזית החברה, הוצאות ה-Capex בדוח המאוחד צפויות לגדול משמעותית לכ-200 מיליון אירו בשנים 2019-2020; (13) המדיניות הפיננסית בקשר עם החזקת יתרות נזילות תומכת בדירוג, כאשר נכון ליום 31.12.2018¹¹, עמדו היתרות הנזילות על כ- 36.9 מיליון אירו, ובטווח הקצר-בינוני צפויה החברה להחזיק רמת מזומן מינימלית של לפחות 15-20 מיליון אירו; (14) לחברה גמישות פיננסית טובה, המתבטאת בנגישות טובה לבנקים ולשוק ההון והחזקה בנכסים לא ממונפים ומשועבדים, אשר חלקם רשומים במאזן החברה בשווי עלות ההקמה/רכישה; (15) נחיות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח פרויקט טלאסול בספרד, אשר צפוי להתחיל בהפעלה מסחרית ברבעון אחרון 2020, ובמקביל לכך, תקדם את הקמתו של פרויקט מנרה בישראל, אשר נמצא טרם שלב הסגירה הפיננסית ותדרד בשיעורי ההחזקה בו. בנוסף, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות. בהתאם להנחות אלו, היקף ה-EBITDA המתואם צפוי לנוע בטווח של 10.0-17.0 מיליון

⁷ באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ באופן ישיר.

⁸ בנוסף, מחזיקים חמי רפאל עוד 3.96% ורן פרידריך עוד 1.02% ממניות החברה.

⁹ לא כולל החזר הלואה מדוראד, וכולל התאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

¹⁰ לרבות החזר הלואה מדוראד מוחלק על פני השנים, והתאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

¹¹ לא כולל תיק ניירות הערך של החברה, אשר עמד ביום ה-31.12.2018 על כ- 2.1 מיליון אירו.

אירו לשנה, בשנים 2019-2020, בעוד שהיקף המקורות מפעולות (FFO) צפוי לנוע בטווח של 6.0-14.0 מיליון אירו לשנה בתקופה זו, זאת לאור הפעלתו המסחרית של פרויקט טלאסול הצפויה לקראת סוף שנת 2020. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה יורעו ויהיו גבוהים ביחס לרמת הדירוג בטווח הקצר-בינוני, עקב ההשקעה בפרויקט טלאסול. רמת המינוף צפויה לעלות באופן מהותי, כאשר יחס החוב ל- FFO צפוי להיחלש מאוד בשנים 2019 ו- 2020, ולאחר מכן לנוע בטווח של 9.0-11.0, ההולם את רמת הדירוג. יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בטווח של 2.1-3.7 בתקופה זו. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), תעלה מעל ל- 75% החל משנת 2019 ולאחר מכן צפויה לרדת בהדרגה אל כ- 65% עד לסוף שנת 2022. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות ב-4 השנים הקרובות.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ניכר ברמת המינוף וביחסי הכיסוי ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג
- הגדלת פיזור תזרימי המזומנים בנכסי בסיס איכותיים

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית, ויחסי כיסוי החוב, ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג

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

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2018	31.03.2019	
22,486	23,962	36,882	25,969	46,353	מזומנים ושווי מזומנים ¹²
84,371	77,500	76,957	75,623	76,580	הון עצמי
51,845	102,825	117,435	99,643	142,183	חוב פיננסי ברוטו
148,464	198,088	211,160	196,681	237,223	סך מאזן
38.5%	55.7%	59.3%	55.6%	63.8%	חוב פיננסי ברוטו / Cap
5,317	7,119	8,272	151	1,298	EBITDA מותאם ¹³
5,057	5,621	6,336	1,002	656	FFO ¹⁴

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 פרויקטלי (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) בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ולמשך 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 תומכת, במקטע הייצור. כמו כן, ניכר כי הרגולטורים (בארץ ובחלק מן השווקים בעולם) מקדמים מעבר לאסדרה חדשה המעודדת

¹² לא כולל את תיק ניירות הערך של החברה.

¹³ לא כולל החזר הלואה מדוראד, וכולל התאמת תזרימים בגין נכס פיננסי תלמי יוסף.

תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות הינוקא. גורמים הממתנים סיכון זה, הינם קיומה של רגולציה תומכת, המלווה בתכניות ויעדי ייצור באנרגיות מתחדשות לטווח הקצר-בינוני, ויוצרת דאגות תזרימית ושקיפות, אשר הולמות את רמת הדירוג.

להלן סקירת הרגולציה והיעדים לייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות עד שנת 2020, במדינות פעילות החברה¹⁵:

שם המדינה	דירוג Moody's	הספק מותקן של החברה במדינה	ייצור באנרגיות מתחדשות למועד העדכני ביותר	יעד ייצור באנרגיות מתחדשות לשנת 2020
ישראל	A1/חיובי	9 מגה-וואט	2.5% בשנת 2017	8%
הולנד	Aaa	9 מגה-וואט	13% בשנת 2017	37%
ספרד	Baa1	7.9 מגה-וואט ¹⁶	37% בשנת 2016	38%
איטליה	Baa3	22 מגה-וואט	34% בשנת 2016	26%

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיות רוח, זאת לצד ירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה בעשור האחרון, הנובעים בין היתר, לאור התקדמות טכנולוגית. בסוף שנת 2017, סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם, עמד על כ- 2,195 ג'יגה-וואט, כ- 26.5% מסך ייצור החשמל הגלובלי¹⁷. כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות, ביניהן ישראל, מעודדות ייצור חשמל מאנרגיה מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית, כאשר נכון לשנת 2017, ב- 179 מדינות נקבעו יעדי ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות. לפי התחזיות, עד שנת 2050, אנרגיות מתחדשות צפויות לספק כ- 87% מן האנרגיה החשמלית באירופה וכ- 55% בארה"ב. יתר על כן, עד שנת 2050, אנרגיה סולארית ואנרגיית רוח צפויות לספק כ- 50% מסך האנרגיה החשמלית בעולם, כאשר רק כ- 29% מסך ייצור האנרגיה, צפויה להיות מיוצרת באמצעות שריפת דלקים פוסיליים ומזהמים (בהשוואה לכ- 63% כיום). מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בשנים הקרובות.

ענף האנרגיות המתחדשות בישראל מאופיין אף הוא בצמיחה אשר צפויה לגדול בשנים הקרובות. בהתאם לדוח רשות החשמל לשנת 2018, סך פוטנציאל צריכת אנרגיות מתחדשות מתוך סך הצריכה השנתית במשק, עמד בשנה זו על כ- 4.1% (סך הייצור בפועל היה כ-2.9%) ולהערכת רשות החשמל עד 2020 פרמטר זה יעלה עד ל-10% (עם סך ייצור בפועל של 8%). בד בבד, בחודש ספטמבר 2015, אישרה הממשלה החלטה בנוגע להפחתת גזי חממה ויעול צריכת האנרגיה במשק, תוך קביעת יעד חדש לייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, במטרה להגיע בשנים 2025 ו- 2030, לייצור של 13% ו- 17% מסך צריכת החשמל במשק באמצעות אנרגיות מתחדשות, לכל הפחות¹⁸.

מסגרת רגולטורית תומכת באזורי הפעילות, הנשענת על הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח, מול לקוחות קצה איכותיים וכן על

רכיב מחירי SPOT

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, הכולל בין היתר, תעריף קבוע המשולם בתמורה לאספקת חשמל, ולהערכתנו, תורמים רבות ליציבותה התזרימית של החברה. עיקר ההכנסות של החברה נובעות ממתקני ה- PV בהם היא מחזיקה. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות בעיקר על תשלומים מגופים ממשלתיים, וירידה באינתנות 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. באיטליה, עבר ענף ייצור החשמל מספר שינויים רגולטוריים¹⁹ בעשור האחרון, אשר

¹⁵ Renewables 2018, global status report

¹⁶ בנוסף, הקמת פרויקט טלאסול בהיקף של 300 מגה-וואט.

¹⁷ New Energy Outlook 2018 - Annual long-term economic analysis of the world's power sector out to 2050 (Bloomberg NEF, 2018)

¹⁸ החלטת ממשלה מספר 542, מיום 20.09.2015, "הפחתת פליטות גזי חממה ויעול צריכת האנרגיה במשק".

¹⁹ על פי הדוחות הכספיים של החברה, השינוי הרגולטורי האחרון באיטליה הוחל ב- 01.01.2015.

גורמים לוודאות נמוכה יותר בקשר עם תזרים המזומנים עבור החשמל המיוצר במתקני ה-PV, בהן מחזיקה החברה במדינה זו. בספרד, ההכנסות מהמתקנים השונים נקבעים עבור כל מתקן בעת החיבור לרשת החשמל, ומורכבים משלושה רכיבים: תפעול, השקעה ומחירי SPOT. על פי נתוני החברה, בשנים 2013 ו-2014 היו שינויים במנגנוני התמיכה בענף במדינה וייתכנו שינויים גם בעתיד. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים הן על ייצור הגז בתהליך והן על ייצור החשמל, תשלום מהספק עבור פינוי ה"זבל", שמקוזז במחיר שמועבר לספק עבור פינוי הבוצה, ותעודות ירוקות עבור ייצור גז וחשמל, אותן היא מממשת בעת מכירתן. ענף הביו גז קיים בהולנד משנת 2006 וזוכה לתמיכה רבה מהממשלה, אולם, נכון לכתבת דוח זה, לא קיים מספיק מידע אודות שינויים רגולטוריים בענף.

פורטפוליו בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, אך צפויה הגדלה מהותית של החשיפה לפעילות בספרד 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, המימון, ההקמה וההפעלה של הפרויקטים. בשוק הישראלי, החברה רכשה כ-9.4% מתחנת הכוח דוראד וכן את מתקן ה-PV בתלמי יוסף. לעומת זאת, בפרויקט מנרה החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של הפרויקט. בשוק הבינלאומי, עד שנת 2017 אסטרטגיית החברה הייתה לרכוש פרויקטים מניבים בלבד, אולם בשנה זו, רכשה את הזכויות בפרויקט טלאטסול והחלה בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקט. פרויקט זה צפוי להגדיל את רמת המינוף המאזנית של החברה באופן מהותי ולהוות מעל ל-50% מה-EBITDA העתידי. סיכון החשיפה לפרויקט מותן באופן יחסי ע"י מכירת 49% מהזכויות בו במהלך 2019 ברווח מהותי. בנוסף, החברה מקדמת בימים אלו את פרויקט האגירה השאובה במנרה וצפויה להגיע לסגירה פיננסית בטווח הקצר-בינוני. התקדמות החברה בייזום פרויקט מנרה ללא הכנסת שותפים עלולה להגדיל מהותית את רמת המינוף של החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג ולפגוע בדירוגה.

נתח שוק קטן לצד פיזור לקוחות בעלי איתנות פיננסית גבוהה וחשיפה גבוהה לפרויקט יחיד

נתח השוק בו מחזיקה החברה הינו מצומצם ביחס לחברות האנרגיות המתחדשות בישראל, כאשר בבעלותה פרויקט תלמי יוסף בהיקף של 9 מגה-וואט²⁰. בנוסף, לחברה פרויקט PV בהיקף של כ-22.6 מגה-וואט באיטליה, 7.9 מגה-וואט בספרד, ופרויקט ביו גז בהיקף של כ-9 מגה-וואט בהולנד. חשוב לציין, כי במהלך 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 לשנת 2018, לקוחות החברה הינם חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל" ו/או "חח") וכן רשויות החשמל המקומיות באיטליה, ספרד והולנד, אשר רוכשות את החשמל ממתקני ה-PV שבבעלות החברה. במהלך 2020 צפוי פרויקט טלאסול להתחיל בהפעלה מסחרית, כאשר לדברי החברה, היא חתמה על עסקת גידור למחיר החשמל מול חברת אנרגיה בינלאומית מובילה, הפועלת בלמעלה מ-40 מדינות. במסגרת עסקת הגידור, תרכוש חברת האנרגיה כ-80% מסך ייצור החשמל בפרויקט, במחיר מוסכם מראש לתקופה של 10 שנים, כאשר החשמל שיווצר 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 הסיכונים הנובעים מהתנודתיות במחירי החשמל בשוק, בכך שיאפשר לטלאסול להבטיח רמת הכנסות קבועה, עבור ייצור החשמל המכוסה בהסכם. על פי תחזית החברה, החל משנת 2021, ההכנסות מטלאסול צפויות להוות מעל ל-50% מסך ההכנסות של החברה. להערכתנו, עסקת הגידור ממתנת במידה מה את החשיפה הגבוהה להכנסות כה משמעותיות מנכס יחיד.

²⁰ בנוסף, שיעור החזקה נמוך של כ-9.4% בפרויקט דוראד (כ-79 מגה-וואט).

היסטוריה תפעולית מוכחת במתקני ה-PV לצד אתגרים בתפעול פעילות הביו גז בהולנד

החל משנת 2009 ממקדת החברה את פעילות בתחום האנרגיה והתשתיות. החברה מחזיקה ב-17 מתקני PV באיטליה, ספרד וישראל, בהספק כולל של כ-39.5 מגה-וואט, אשר מחוברים לרשת החשמל הארצית בכל מדינה, ומניבים הכנסות ממכירת חשמל. למרבית המתקנים ניסיון תפעולי של למעלה מ-7 שנים ללא תקלות מיוחדות. במתקני הביוגז בהולנד, רמת הביצועים הייתה נמוכה בשנה וחצי הראשונות. בשנת 2018 החברה גייסה מנהל לפרויקטים ומנהל לרכש, וכמו כן הכינה תכנית השקעות במתקני הייצור. החל מחודש פברואר 2019, בו רכשה החברה את חלק השותפים בפרוייקטים, החברה מנהלת באופן עצמאי את הפרוייקטים ולפי תחזיות שהתקבלו, הביצועים בפעילות זו צפויים להשתפר באופן משמעותי.

אתגרים תפעולים בפרוייקטים בעלי רמת טכנולוגיות מורכבות יחסית

החברה הרחיבה את פעילותה בענף האנרגיות המתחדשות, כאשר רכשה בהדרגה שני מתקני ביוגז בהולנד. הפעלת מתקן בטכנולוגיה זו הינה מורכבת יותר ביחס לטכנולוגיות האחרות בהן פעילה החברה, ודורשת בין היתר, קשר עם מספר ספקים של חומרי גלם, איכות מספקת של חומר הגלם על מנת לשמור על תהליך ייצור אופטימאלי, עמידה בחוקים ותקנות סביבתיות מחמירות, שמירה על בטיחות העובדים וחלקי המתקן אשר באים במגע עם חומרים מסוכנים שנוצרים בתהליך ועוד. חומרי הגלם המשמשים לייצור חשמל בטכנולוגיה זו אינם זמינים ביחס לחומרי הגלם המשמשים טכנולוגיות אחרות בתחום האנרגיה הירוקה כמו שמש, רוח ומים. פרויקט נוסף שהחברה נמצאת בתהליך לסגירה פיננסית ביגו הוא מתקן לאגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מגה-וואט, כאשר החברה מחזיקה ב-75% מפרוייקט זה. טכנולוגיית ייצור חשמל באמצעות תחנת כוח המבוססת על אגירה שאובה (הידרואלקטרית) הינה מוכחת וקיימת בעולם מעל ל-80 שנים, כאשר נכון למועד הדוח, קיימות ברחבי העולם למעלה מ-350 תחנת כוח המבוססת על אגירה שאובה, בהספק כולל של יותר מ-160 אלף מגוואט²¹. יחד עם זה, הקמת פרויקט מסוג זה עשויה להימשך זמן רב וכרוכה בסיכונים רבים.

מגמת צמיחה עקבית בהכנסות, במקביל לשחיקה ברווחיות התפעולית והגדלת החשיפה התזרימית לפרוייקט טלאסול

החברה מצויה בתהליך צמיחה בשנים האחרונות, עקב שינוי באסטרטגיית הפעילות והאצת רכישות וייזום פרויקטים. בשנת 2017 החברה רכשה 50% ממתקני הביו גז בהולנד, את מתקן ה-PV בתלמי יוסף ואת פרויקט טלאסול, אשר נמצא בשלב ההקמה כיום. צמיחה זאת משתקפת בין היתר, בשינויים בהכנסות בין בשנים האחרונות ובשינויים הצפויים בשנים הקרובות. בשנת 2018 עמדו הכנסות החברה על כ-18.1 מיליון אירו לעומת כ-11.9 מיליון אירו בשנת 2014, וזאת בעקבות ההכנסות מהפרוייקטים בהולנד ותלמי יוסף. בד בבד, בשנת 2019, הכנסות החברה, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, צפויות לעמוד על כ-20 מיליון אירו (בין היתר כתוצאה מהפעלה מלאה של מתקן הביו-גז השני בהולנד), ועם תחילת ההפעלה המסחרית של טלאסול בסוף שנת 2020, צפויות ההכנסות החשבונאיות לגדול לכ-29 מיליון אירו²² ולכ-43 מיליון אירו בשנים 2021-2022, בהתאמה. שורת הרווח התפעולי של החברה נשחקה בשנים האחרונות, בין היתר, כתוצאה מהוצאות פיתוח פרויקטים מהותיות של טלאסול ומנרה. הרווח התפעולי צפוי לעמוד בשנת 2019 על כמיליון אירו וזאת לעומת רווח תפעולי שלילי של כחצי מיליון אירו בשנת 2018, בין היתר, כתוצאה משיפור ברווחיות פעילות הביו-גז בהולנד. עם תחילת ההפעלה של טלאסול, צפוי הרווח התפעולי לצמוח מהותית, כאשר על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הוא צפוי לעמוד על כ-5.0 מיליון אירו בשנת 2020 וצפוי לגדול משמעותית ולעמוד על כ-15 מיליון אירו בשנים 2021-2022. יחד עם זאת, הפעלתו המלאה של פרויקט טלאסול צפויה ליצור ריכוזיות בתזרימי המזומנים של החברה, ופרוייקט זה צפוי, בתרחיש הבסיס של מידרוג, לרכז מעל ל-50% מסך ה-EBITDA במאוחד, החל משנת 2021.

מינוף מאזני במגמת עלייה בשנים האחרונות, עקב רכישות וייזום פרויקטים מהותיים

החברה פועלת דרך החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי, אשר נע בטווח שבין 80%-60%. רמת המינוף המאזני של החברה נמצאת בשנים האחרונות במגמת עלייה עקבית, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), מ-38.5% בשנת 2016 לכ-63.8% נכון ליום 31.03.2019 ולמינוף צפוי של כ-76% בתרחיש הבסיס של מידרוג

²¹ DOE Global Energy Storage Database

²² לא כולל התאמת הכנסות מתלמי יוסף כרכוש קבוע.

לסוף שנת 2019, שיעור מינוף אשר אינו תואם את רמת הדירוג הנוכחי של החברה. מגמת עלייה זאת במינוף הינה בעיקר תוצאה של רכישת פרויקטים (טלאסול ותלמי יוסף) וייזום פרויקטים חדשים (בעיקר בטלאסול), אשר כולל הוצאות מהותיות בפיתוחם והגדלת החוב המאוחד. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, רמת המינוף המאזני צפויה לרדת לכ- 65% עד לסוף שנת 2022, רמת מינוף אשר תואמת יותר את רמת הדירוג הנוכחית.

צפי לתזרים מזומנים חופשי שלילי בזמן הקצר לאור השקעות מהותיות בהקמת פרויקט טלאסול

בשנים האחרונות התזרים השוטף (CFO) נע בין 2.0-7.0 מיליון אירו. תזרים זה צפוי להשתפר ב- 2020 ולגדול מהותית ב- 2021, לאחר ההפעלה המסחרית של טלאסול. בשנים האחרונות רמת ההשקעות ההוניות (Capex) של החברה לא הייתה מהותית ביחס לנכסי החברה. לצד זאת, בשנים 2019-2020 סך ההשקעות ההוניות של החברה צפוי להיות כ- 200 מיליון אירו²³ במאוחד (חלק החברה מזה כ- 100 מיליון אירו) ולאחר מכן לרדת באופן משמעותי ולכלול בעיקר את השקעות הבעלים בפרויקט מנרה. אנו רואים את תקופת ההקמה של פרויקט טלאסול בשנים אלו כגורם סיכון מהותי בדירוג החברה. עיכובים או גידול בתקציב ההקמה של פרויקט מהותי זה לחברה, עלולים להביא לפגיעה בדירוגה. בנוסף, בהנחה של התקדמות בפיתוח פרויקט מנרה, אנו צופים השקעות מהותיות בהקמת הפרויקט, אשר יבואו לידי ביטוי ברמת הדוח המאוחד בהזרמות של הון בעלים. תזרים המזומנים החופשי (FCF) יושפע באופן מהותי בשנים 2019-2020 מהקמת טלאסול וצפוי להיות שלילי, ולאחר ההפעלה המסחרית צפוי לנוע בטווח שבין 13-16 מיליון אירו בשנים 2021-2022. התזרים החופשי הושפע לחיוב בשנים האחרונות מחלוקת דיבידנדים נמוכה. בשנים 2017-2018 לא חולקו דיבידנדים כלל ועל פי הצהרות הנהלת החברה, לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה ב-4 השנים הקרובות.

מדיניות של החזקת יתרות נזילות מספקות וגמישות פיננסית טובה

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות גבוהות ביחס למאזנה הכולל. נתון זה משקף את מדיניותה בקשר עם שמירת יתרות נזילות מספקות. מדיניות החברה הינה לשמירה של יתרות נזילות מינימליות של 20-15 מיליון אירו במאוחד ולרוב רמת הנזילות בפועל גבוהה מהותית ממדיניות זו. להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, ולחברה גישה טובה לשוקי ההון והחוב, כפי שבא לידי ביטוי בגיוס ההון בסך של כ-31.3 מיליון ש"ח וגיוס אג"ח סדרה ג' בסך של כ-89.1 מיליון ש"ח, אשר בוצעו בחודש יולי 2019. בנוסף, החברה מחזיקה בפרויקטים ללא חוב במאזן, דבר המאפשר לה גמישות בהעמסת חוב נוסף. בספרד לדוגמה, גייסה החברה בשנת 2019 חוב של מעל ל-17 מיליון אירו בגין פרויקטי ה-PV בהם היא מחזיקה, אשר היו רשומים בספריה נכון ליום 31.12.2018 בעלות של כ-16.8 מיליון אירו. כמו כן, את החלק היחסי של פרויקט טלאסול (49%) מכרה החברה בשנת 2019 בכ-16 מיליון אירו, ברווח הון מיוחס של כ-6 מיליון אירו, תוך כשנתיים מיום כניסתה לפרויקט. בד בבד, החברה מחזיקה בכ-75% מפרויקט מנרה ועל פי תרחיש הבסיס של מידרוג היא צפויה לרדת מהותית באחוזי ההחזקה בפרויקט בטווח הקצר, לצורך ייצור יתרות נזילות למימון השקעותיה והקטנת החשיפה להקמת מנרה. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף נמוכה ברמת החברה סולו וצפויה להמשיך ולהציג יחס מקורות לשימושים של מעל ל-1.8 לאורך תקופת התחזית. אם זאת, לחברה ישנה חשיפה למט"ח ברמת הסולו, עקב גיוסים ופרעונות של אג"ח בשוק המקומי בש"ח, מול תקבולי דיבידנד מהותיים באירו, זאת כאשר בשנה האחרונה שע"ח של האירו מול השקל נחלש בכ-9%, בהמשך להתחזקות השקל ומגמת החלשות כללית של האירו בשנים האחרונות. חשיפה זו צפויה להתגבר עקב השפעת התזרימים המהותיים מפרויקט טלאסול, החל משנת 2021.

יחסי כיסוי תזרימי איטיים ביחס לרמת הדירוג, הצפויים להמשיך להיחלש בטווח הקצר

יחסי הכיסוי של החברה הורעו בשנים האחרונות והינם איטיים ביחס לרמת הדירוג ונובעים, בין היתר, מרכישת פרויקטים ומאידוד החוב הפרויקטלי, (על רקע צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים, בפרט פרויקט טלאסול המאופיין בהיקף חוב גבוה), כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל-FFO, אשר עמד בשנים 2015-2016 על יחס של 8.0-10.0, נחלש בשנים 2017-2018 ליחס של סביב 18.0, וצפוי להיחלש מהותית בשנים 2019-2020, כאשר משנת 2021 צפוי היחס להשתפר חזרה ולרדת לסביבה של 9.0-11.0. ראוי לציין, האטה את יחסי

²³ סכום זה צפוי להיות ממומן בהלוואה בנקאית של כ-130 מיליון אירו.

הכיסוי שלה באופן מהותי, אולם עם ההפעלה המסחרית הצפויה של טלאסול, צפויים יחסי הכיסוי לשוב לטווח שהיו בו טרם ההשקעות של השנים 2017-2019.

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. בהקשר זה, ראוי לציין, כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית הינם בעלי מרווח מספק, ביחס לאמות המידה לחלוקת העודפים לחברה.

אי חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני

בהתאם לדברי החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים ב-4 שנים הקרובות. להערכתנו, הצהרה זו של הנהלת החברה מקטינה אי דאוויות לגבי היקפי המקורות לשירות החוב ותומכת בדירוג החברה.

דוחות קשורים

[דוח מתודולוגי לדירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית](#)

[דירוג פרויקטים של תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות](#)

[דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 29.08.2019

שם יוזם הדירוג: אלומיי קפיטל בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אלומיי קפיטל בע"מ

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 הגבוה 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>