

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ

דירוג ראשוני | אפריל 2019

אנשי קשר:

מוטי ציטרין

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

אמיר כצלסון

אנליסט - מעריך דירוג משני
amir.katznelson@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A3.il לחברת אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אודות החברה

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ, התאגדה באוגוסט 2008, כחברה פרטית ובשנת 2010, הפכה החברה לציבורית. החברה עוסקת בייזום, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של מיזמים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשים (אנרגיה סולארית ואנרגיית רוח), הן באופן עצמאי והן באמצעות חברות בנות ושותפויות הנמצאות בשליטתה. פעילות החברה פרוסה על פני מספר מדינות כאשר נכון למועד הדוח, העיקרית שבהן הינה ישראל. מדינות נוספות בהן פעילה החברה: קרואטיה, אירלנד, סרביה, הונגריה, קוסובו וספרד. לחברה פרויקטי אנרגיה בשלבים שונים: פרויקטים מניבים, פרויקטים בהקמה ופרויקטים לקראת הקמה ובשלבי פיתוח שונים, כמפורט להלן:

פרויקטים מניבים - נכון למועד הדוח, בבעלות החברה עשרה מקבצים בהפעלה מסחרית, בהספק כולל של כ- 202 מגה-וואט, מתוכם כ- 139 מגה-וואט הינם פרויקטים סולאריים הממוקמים בישראל ומוכרים את כל החשמל המיוצר לחברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חברת החשמל")¹ במשך 20 שנים ממועד חיבורם לרשת החשמל² וכ- 63 מגה-וואט נוספים הינם פרויקטים בטכנולוגיית רוח הממוקמים בקרואטיה ובאירלנד. בהקשר זה, נציין כי עד לסוף שנת 2019, או בסמוך לכך, מעריכה החברה כי פרויקט רוח נוסף בסרביה, אשר חובר לרשת החשמל ומצוי בשלבי הרצה מתקדמים (בהספק של 105 מגה-וואט) ופרויקטי PV נוספים בהונגריה ובישראל (בהספק של 57 מגה-וואט ו- 19 מגה-וואט, בהתאמה), צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית ולהגדיל באופן משמעותי את הספקם המותקן של הפרויקטים המניבים. לחברה אחוזי בעלות משתנים בפרויקטים, אולם, כחלק מהאסטרטגיה שלה, היא שומרת על השליטה בכל הפרויקטים, כמוצג להלן:

שם הפרויקט	שיעור החזקה משורשר	הספק מותקן (MW)	סוג הפרויקט	מועד הפעלה מסחרית	תוקף הסכם החשמל
חלוציות	79.5%	55	סולארי (קרקע)	2015	2035
Sunlight 1	90%-50%	³ 53	סולארי (קרקע)	2018	2041
מבטחים	51%	10	סולארי (קרקע)	2013	2033
תלמי בילו	100%	10	סולארי (קרקע)	2013	2033
כרמים	100%	5	סולארי (קרקע)	2013	2033
עידן	100%	3	סולארי (קרקע)	2013	2033
פירות גולן, שדה נחמיה וברבור	100%-51%	2.6	סולארי (גנות)	2015	2035
זית ירוק	100%	0.5	סולארי (גנות)	2013	2033
Tullynamoyle (אירלנד)	50.1%	13.6	רוח	2017	⁴ 2032
Lukovac (קרואטיה)	50.1%	49	רוח	2018	⁵ 2032

¹ חברת החשמל לישראל בע"מ מדורגת על ידי מידרוג, בדירוג Aa2.il, באופק יציב.

² למעט הפרויקטים במקבץ Sunlight 1, המוכרים את החשמל במשך 23 שנים ממועד חיבורם לרשת החשמל, זאת במסגרת המכרז הראשון של ההסדרה הרגולטורית החדשה למתקנים פוטו-וולטאיים בישראל.

³ במסגרת המכרז הראשון של ההסדרה הרגולטורית החדשה למתקנים פוטו-וולטאיים בישראל, זכתה החברה בהספק של 53 מגה-וואט DC, אולם מימנה 49 מגה-וואט בשלב הראשון. 4 מגה-וואט נוספים, מומנו כחלק ממקבץ הפרויקטים Sunlight 2, הכולל מספר פרויקטים מן התהליך המכרזי השני של רשות החשמל.

⁴ הפרויקט מוכר את כל החשמל המיוצר ל- Viridian Energy Limited, אשר הינה off-taker מורשה (Licensed supplier) המאושר על ידי ה- CER (Commission for Energy Regulation).

⁵ הפרויקט מוכר את כל החשמל המיוצר למנהל המערכת המקומי (HROTE).

פרויקטים בהקמה - לחברה ארבעה פרויקטים נוספים, בהספק כולל של כ- 277 מגה-וואט, הנמצאים בשלבי הקמה שונים ועתידיים להתחיל בהפעלה מסחרית בין השנים 2019-2021, מתוכם כ- 115 מגה-וואט של פרויקטי אנרגיית רוח ואנרגיה סולארית המוקמים בישראל, בעוד שכ- 162 מגה-וואט נוספים, מוקמים בסרביה ובהונגריה, כדלהלן:

שם הפרויקט	שיעור החזקה משורשר	הספק מותקן (MW)	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית	תוקף הסכם החשמל
עמק הבכא	36.5%	96	רוח	2021	20 שנים לאחר הפעלה
Sunlight 2	100%-50%	19	סולארי (קרקע)	2019	23 שנים לאחר הפעלה
Blacksmith או EWK (סרביה) ⁶	50.1%	105	רוח	2019	12 שנים לאחר הפעלה ⁷
Attila (הונגריה)	50.1%	57	סולארי (קרקע)	2019	20 שנים לאחר הפעלה ⁸

פרויקטים לקראת שלב ההקמה - לחברה פרויקטים נוספים הנמצאים טרם שלב הסגירה הפיננסית בארץ (המרכזיים שבהם הינם פרויקט רוח בראשית ופרויקט רוח יתיר, בהספק של כ- 189 מגה-וואט וכ- 32 מגה-וואט, בהתאמה) ובעולם (המרכזיים שבהם הינם פרויקטי הרוח בספרד ובקוסובו, בהספק של כ- 300 מגה-וואט וכ- 105 מגה-וואט, בהתאמה). בהתאם למידע שהעבירה החברה, פרויקט רוח בראשית ופרויקט רוח יתיר נמצאים בשלבי פיתוח מתקדמים, וצפויים למכור את כל החשמל שייצרו לחברת החשמל במשך 20 שנים ממועד חיבורם לרשת החשמל, בתעריף קבוע, צמוד למדד המחירים לצרכן, במסגרת הסכמי ה-PPA⁹. הצפי לסגירה הפיננסית של פרויקט הרוח בקוסובו (Selac) הינו בשנת 2019¹⁰, כאשר תקופת הסכם ה-PPA צפויה להיות ל- 12 שנים, בתעריף קבוע, צמוד למדד. פרויקט הרוח בספרד, נמצא בשלבי פיתוח ונכון למועד הדוח, מתווה המימון עודנו נמצא בשלבי בחינה. להערכת החברה, הפרויקט עתיד למכור את מרבית החשמל שייצר במסגרת הסכם PPA לתקופה של 10 שנים. כמו כן, החברה מעריכה כי כלל הפרויקטים המוזכרים אשר נמצאים לקראת שלב ההקמה, צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנת 2022, לכל הפחות.

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. עיקר הסיכון נובע מחשיפה גבוהה לאסדרה תומכת במקטע הייצור, לרבות קיומן של הגנות ינוקא, בחלק מן המדינות בהן פועלת החברה; (2) הסביבה הרגולטורית בענף הינה מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית, הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה ויוצרת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי, לטווח ארוך; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממסלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) אסטרטגיית החברה ליצור תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים לצד פעילות במדינות מתפתחות, אשר מאמצות רגולציה שקופה וברורה יחסית; (6) נתח השוק של החברה צפוי לגדול באופן משמעותי בשנים הקרובות, עם הפעלתם המסחרית של הפרויקטים בסרביה, הונגריה וישראל, לצד פוטנציאל צמיחה נוסף באמצעות פרויקטים נוספים בישראל, ספרד וקוסובו; (7) נכון למועד הדוח, לחברה קיימת תלות בשני לקוחות מהותיים אך בעלי איתנות פיננסית גבוהה, בטווח הקצר. תלות זו צפויה להתמתן בשנים הקרובות באופן מהותי, תוך יצירת פיזור טוב יותר בין ייצור חשמל

⁶ נכון למועד הדוח, הפרויקט חובר לרשת החשמל המקומית והחל לייצר חשמל, אולם עודנו מצוי בתקופת ההרצה ובדיקות הקבלה (נציין כי במהלך תקופה זו החברה זכאית להכנסות ממכירת חשמל בתעריף חלקי עד להפעלה מסחרית מלאה).

⁷ הפרויקט ימכור את כל החשמל המיוצר למנהל המערכת המקומי (Elektroprivreda Srbije).

⁸ מקבץ של 3 פרויקטים סולאריים קרקעיים אשר ימכרו את כל החשמל המיוצר למנהל המערכת המקומי (MAVIR).

⁹ power purchase agreement.

¹⁰ בינואר 2019 נחתם הסכם כוונות למימון הפרויקט בקוסובו, עם קבוצה של שלושה גופים באירופה.

בטכנולוגיית רוח לייצור באמצעות טכנולוגיית PV, ולהיות מלווה בחדירה לשווקים חדשים ושיעור צמיחה משמעותי; (8) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה; (9) פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים חושפים את החברה לסיכונים האשראי של המדינות (אירלנד, קרואטיה, סרביה, הונגריה, קוסובו וספרד); (10) מבנה מימון פרויקטלי (בחוב Non Recourse) אשר מחד גיסא, מספק תעריפים קבועים בהסכמים ארוכי טווח התומכים בוודאות תזרים המזומנים של החברה, ומאידך גיסא, גורם ליחסי כיסוי איטיים הנובעים מחוב פרויקטלי ארוך; (11) יכולת ייצור ההכנסות של החברה מוערכת כטובה נוכח יציבותם, רווחיותם וחוסנם של הפרויקטים אותם מחזיקה החברה, כאשר בשנת 2018, הסתכם היקף ה-EBITDA¹¹ בכ- 141 מיליון ש"ח, בעוד שהיקף המקורות מפעולות (FFO) הסתכם בכ- 66 מיליון ש"ח בשנה זו; (12) רמת המינוף של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), הנע בטווח של 72%-78% בשלוש השנים האחרונות ומשפיע על פרופיל הסיכון שלה; (13) גמישותה הפיננסית של החברה הינה מוגבלת ומתבטאת ביחס כיסוי הריבית (ICR), אשר עמד על כ- 1.87 בשנת 2018. עם זאת, החברה נהנית מנגישות טובה לשוק ההון ומיתרות נזילות הולמות, אשר עמדו על כ- 229 מיליון ש"ח ליום 31.12.2018;¹² (14) לחברה תכנית השקעות מאסיבית הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם. תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה- Capex במהלך השנים 2016-2018, כאשר בשנת 2016, הוצאות ה- Capex עמדו על כ- 84 מיליון ש"ח, זאת בהשוואה לכ- 243 מיליון ש"ח בשנת 2017 וכ- 653 מיליון ש"ח בשנת 2018; (15) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (16) בעלות ללא גרעין שליטה המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות, ללא צפי לחלוקת דיבידנדים.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלב ההקמה ובמקביל לכך, תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים אשר נמצאים טרם שלב הסגירה הפיננסית, בארץ (בדגש על פרויקטי הרוח בראשית ויתיר) ובעולם (בדגש על פרויקטי הרוח בספרד ובקוסובו). הנחנו כי החברה תפתח את הפרויקטים הנמצאים טרם הסגירה הפיננסית ובהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (כ- 650-600 מיליון ש"ח בשנת 2019 וכ- 1,400-1,500 מיליון ש"ח בשנת 2020). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלו"ז ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים בתקופת ההקמה, לצד שמירה על יתרות נזילות מהותיות ונגישות טובה לשוק ההון. בנוסף, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- EBITDA צפוי לנוע בטווח של 200-300 מיליון ש"ח לשנה, בין השנים 2019-2020, בעוד שהיקף המקורות מפעולות (FFO) צפוי לנוע בטווח של 120-160 מיליון ש"ח לשנה בתקופה זו, זאת לאור הפעלתם המסחרית של הפרויקטים בסרביה (Blacksmith), בישראל (Sunlight 1 ו-Sunlight 2) ושנת הפעלה מלאה של פרויקט הרוח בקרואטיה (Lukovac). בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה יוסיפו להיות איטיים ביחס לרמת הדירוג בטווח הקצר-בינוני, ונובעים משיעור מינוף גבוה ברמת הפרויקטים כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב ל- FFO, אשר צפוי לנוע בטווח של 20-25 בין השנים 2019-2020. יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בטווח של 2.2-2.5 בתקופה זו. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה תיוותר בעינה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), וצפויה להמשיך לנוע בטווח שבין 74%-78% בין השנים 2019-2020. הנחנו כי נוכח תכנית ההשקעות המאסיבית (כמפורט לעיל), תשמור החברה על רמת מינוף דומה בשנים הקרובות, תוך יצירת הלימה בין גיוסי החוב לאורך השנים להון העצמי שלה. בנוסף ובהתאם לדברי החברה, היא תשמור על יתרות נזילות מינימליות של כ- 60 מיליון ש"ח, לכל הפחות, מעל לצרכי החזרי האג"ח ביחס ל- 9 החודשים העוקבים וכן, לא תבוצענה חלוקות דיבידנדים בשנים הקרובות.

¹¹ לאחר עלויות תפעול ברמת החברה.

¹² לא כולל תיק ניירות הערך של החברה, אשר עמד ביום ה- 31.12.2018 על כ- 41 מיליון ש"ח.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ניכר ומתמשך ברווחיות התפעולית, ביחסי המינוף, בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי, תוך הצגת יציבות על פני זמן
- שיפור משמעותי באיכות (דירוג נכסי הבסיס) ופיזור תזרימי המזומנים של החברה, מעבר לזה שנלקח בחשבון בדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית, ויחסי כיסוי החוב
- אי-עמידה בל"ז ובמסגרת התקציב שנקבעה לפיתוח הפרויקטים הנמצאים בשלב ההקמה
- פגיעה בדירוג נכסי הבסיס של החברה

אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	
153	114	229	מזומנים ושווי מזומנים [1]
63	69	41	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד [2]
314	459	618	הון עצמי
1,177	1,256	2,017	חוב פיננסי ברוטו [3]
1,598	1,989	3,038	סך מאזן
77.4%	71.9%	75.5%	חוב פיננסי ברוטו / Cap
119	111	141	EBITDA
47	45	66	FFO
84	243	653	Capex
7.0%	16.7%	29.0%	PPE / Capex

[1] לרבות מזומן כולו בפרויקטים לאורך התקופה המוצגת.

[2] תיק ניירות הערך של החברה.

[3] לא כולל הלוואות מזכויות שאינן מקנות שליטה וחלויות שוטפות בגין הלוואות מזכויות שאינן מקנות שליטה.

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, בארץ ובעולם, באמצעות הפרויקטים בהם היא מחזיקה, אשר מומנו 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 של חברת חשמל (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 תחרות גבוהה יותר, במקטע זה, תוך הפחתת הגנות הינוקא. גורמים המסתנים סיכון זה, הינם קיומה של רגולציה תומכת, המלווה בתכניות יעדי ייצור באנרגיות מתחדשות לטווח הקצר-בינוני, ויוצרת ודאות תזרימית ושקיפות, אשר הולמות את רמת הדירוג, כמפורט להלן:

ישראל - מדורגת בדירוג A1 באופק חיובי על ידי Moody's¹³ ומתאפיינת בשוק אנרגיה מתחדשת המבוסס ברובו על אנרגיה סולארית. לחברה 8 מקבצים (עשרות פרויקטים) מניבים בתחום האנרגיה הסולארית בישראל, פרויקט נוסף בטכנולוגיית רוח מצוי בתקופת ההקמה ופרויקטים נוספים בפיתוח (גם הם בטכנולוגיית רוח). פרויקטים אלו, נסמכים על החלטת ממשלה בנוגע לקביעת יעד מנחה וגיבוש כלים לקידום אנרגיות מתחדשות. בהתאם לדוח הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") לשנת 2017, סך ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות מתוך כלל צריכת החשמל במשק, עמד בשנת 2017 על כ- 2.5% (בהשוואה לכ- 2.6% בשנת 2016 וכ- 2% בשנת 2015) ולהערכת רשות החשמל, צפוי להשיג באופן כמעט מלא את היעד שהגדירה הממשלה לייצור 10% באמצעות אנרגיות מתחדשות בשנת 2020, בין היתר, לאור ההצלחה של המרכזים הסולאריים.¹⁴

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

שם המדינה	דירוג Moody's	הספק מותקן של החברה במדינה	ייצור באנרגיות מתחדשות למועד העדכני ביותר	יעד ייצור באנרגיות מתחדשות לשנת 2020	תוקף התעריף הקבוע לאחר הפעלה מסחרית
אירלנד	A2	13.6 מגה-וואט	27% בשנת 2016	42.5%	15 שנים
קואטיה	Ba2	49 מגה-וואט	47% בשנת 2016	39%	14 שנים
סרביה	Ba3	105 מגה-וואט	29% בשנת 2016	37%	12 שנים
הונגריה	Baa3	57 מגה-וואט	7.2% בשנת 2016	10.9%	20 שנים
ספרד	Baa1	300 מגה-וואט	37% בשנת 2016	38.1%	10 שנים ¹⁶
קוסובו	NR	105 מגה-וואט	NR	NR	12 שנים

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות¹⁷

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית 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 הגלובלי. 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 2017, סך ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות מתוך כלל צריכת החשמל במשק, עמד בשנת 2017 על כ- 2.5% ולהערכת רשות החשמל צפוי לעמוד בשנת 2018 על כ- 5.4% (טרם נתקבל נתון סופי) ולהשיג באופן כמעט מלא את היעד שהגדירה הממשלה (10% בשנת 2020). בד בבד, בחודש ספטמבר 2015, אישרה הממשלה החלטה בנוגע להפחתת גזי חממה וייעול 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.

¹³ דוח דירוג: ישראל.

¹⁴ דו"ח מצב משק החשמל לשנת 2017, רשות החשמל.

¹⁵ Renewables 2018, global status report.

¹⁶ הערכת החברה.

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 וייעול צריכת האנרגיה במשק".

אסטרטגיית החברה ליצור תמהיל גיאוגרפי רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים לצד פעילות במדינות מתפתחות

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 ו/או ציבורי. לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטלי בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. החברה מתמקדת כיום בשלבי הפיתוח, המימון, ההקמה וההפעלה של הפרויקטים. בשוק הישראלי, על פי רוב, החברה פועלת לאורך כל שרשרת הערך של שלבי הייזום הפיתוח והרישוי של המתקנים. בהתאם לכך, את מרבית המתקנים אותם הקימה החברה, היא פיתחה משלב הייזום הראשוני ביותר. בשוק הבינלאומי, אסטרטגיית החברה הינה לחבור לחברות ייזום מקומיות ולקדם עמן את תהליך הייזום והפיתוח של המתקנים. מבחינה גיאוגרפית, אסטרטגיית החברה הינה ליצור תמהיל רחב ומגוון, הכולל מכירת חשמל בשווקים מפותחים לצד פעילות במדינות מתפתחות אשר מאמצות רגולציה שקופה וברורה יחסית.

נתח שוק הולך וגדל, לצד תלות בשני לקוחות מהותיים ובעלי איתנות פיננסית גבוהה, בטווח הקצר, לצד פיזור נכסים טוב יותר בטווח הבינוני-ארוך

החברה הינה מהבולטות בקרב חברות האנרגיות המתחדשות בישראל, אולם בעלת הספק מצומצם ביחס לסך החשמל המיוצר במשק. בד בבד, ההספק המיוצר על ידי החברה צפוי לגדול באופן משמעותי בשנים הקרובות. כיום, לחברה פרויקטים בהיקף של כ-202 מגה-וואט (139 מגה-וואט בישראל, 49 מגה-וואט בקוראטיה ו-14 מגה-וואט באירלנד). בהקשר זה, נציין כי עד לסוף שנת 2019, או בסמוך לכך, מעריכה החברה כי פרויקט רוח נוסף בסרביה (בהספק של 105 מגה-וואט) ומקבצים נוספים של פרויקטי PV בהונגריה ובישראל (בהספק של 57 מגה-וואט ו-19 מגה-וואט, בהתאמה), צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית ולהגדיל באופן משמעותי את הספקם המותקן של הפרויקטים המניבים. בשנת 2022, לכל הפחות, צפויים פרויקטי הרוח בקוסובו (כ-105 מגה-וואט), בספרד (כ-300 מגה-וואט) ובישראל- עמק הבכא (כ-96 מגה-וואט), בראשית (כ-189 מגה-וואט) ויתר (כ-32 מגה-וואט) להתחיל בהפעלה מסחרית. נכון לשנת 2018, שני הלקוחות המהותיים של החברה הינם חברת החשמל, כאשר שיעור הכנסות החברה מלקוח זה עמד על 74% מסך הכנסות המגזרים וכן רשות החשמל המקומית בקוראטיה, אשר הכנסותיה עמדו על כ-21% מסך הכנסות המגזרים של החברה. העובדה כי רוב הכנסות החברה מתבססות על שני לקוחות בלבד חושפת אותה לסיכונים אשראי שלהם ומבטאת ריכוזיות הכנסות גבוהה. עם זאת, היות ושני הלקוחות המהותיים הינם חברה ממשלתית ורשות ממשלתית, בהתאמה, סיכון זה מתמתן. יתר על כן, פיזור הלקוחות צפוי להשתפר בשנים הקרובות באופן מהותי, תוך יצירת פיזור טוב יותר בין ייצור החשמל בטכנולוגיית רוח לטכנולוגיית PV ולהיות מלווה בחדירה לשווקים חדשים ושיעור צמיחה משמעותי.

חשיפה לשווקים הפיננסיים, לריביות, שערי חליפין וסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

השינויים המתרחשים בשווקים הפיננסיים עלולים להשפיע על פעילותה הכלכלית של החברה. הרעה מהותית במצב הכלכלי עלולה להביא להקשחת תנאי המימון ולהשפיע לרעה על יכולת החברה לגייס כספים הדרושים למימון פעילותה. כמו כן, פרויקטי החברה חשופים לסיכונים ריבית, כאשר רכיב מהותי (לפחות 70%) מריבית הבסיס מקובע במועד הסגירה הפיננסית או במועד משיכת החוב, אולם רכיב מסוים מן החוב עלול שלא להיות מקובע ולחשוף את החברה לסיכון עלייה בריבית הבסיס לאורך חיי החוב. נוסף על כך, פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לסיכון שערי החליפין של המטבעות, בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. לפיכך, חשופה החברה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על כדאיות ורווחיות הפרויקטים. החשיפה קיימת הן ברמת החברה, אשר מקבלת תזרימים במטבעות השונים מהשקל, והן ברמת הפרויקטים בהם ישנן עלויות הקמה ו/או תפעול הנקובות במטבע שאינו המטבע בו נקוב התעריף למכירת החשמל. סיכון זה ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זה) ובנוסף, לדברי החברה מתבצעות בקורות ובדיקות באופן תדיר, בקשר עם התנהגות המטבעות המוזכרים לעיל בכלל ובקשר עם המתאם ביניהם בפרט, ובמידת הצורך, מתבצעות עסקאות גידור הממתנות סיכון זה באופן משמעותי יותר. נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים חושפים את החברה גם לסיכונים

האשראי של המדינות (בסוגריים דירוג האשראי שלהן ע"י Moody's, כאשר נכון למועד הדוח, כולן באופק יציב) - אירלנד (A2)¹⁹, קרואטיה (Ba2)²⁰, סרביה (Ba3)²¹, הונגריה (Baa3)²², ספרד (Baa1)²³ וקוסובו (NR).

תכנית השקעות מאסיבית הצפויה לאפשר את צמיחתה המואצת של החברה

לחברה תכנית השקעות מאסיבית הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בארץ ובעולם (כמפורט לעיל). תכנית ההשקעות הביאה לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בין השנים 2016-2018, כאשר בשנת 2016, הוצאות ה-Capex עמדו על כ-84 מיליון ש"ח, זאת בהשוואה לכ-243 מיליון ש"ח בשנת 2017 וכ-653 מיליון ש"ח בשנת 2018. הוצאות ה-Capex של החברה צפויות להמשיך באותה מגמה בשנת 2019, עם הוצאה צפויה של כ-650-600 מיליון ש"ח ולגדול באופן משמעותי בשנת 2020, ולנוע בטווח שבין 1,400-1,500 מיליון ש"ח. עם זאת, יתרות המזומנים הגבוהות של החברה, לצד שמירה על שיעורי מינוף דומים, גיוסי ההון והחוב הצפויים וכן, התזרים השיורי מן הפרויקטים הנמצאים תחת החזקתה (המלאה או המשותפת), צפויים לספק מענה הולם לצרכי ההשקעה המאסיביים.

לחברה קיימות ודאות תזרימית גבוהה הנשענת על הסכמי PPA ארוכי טווח, אולם יחסי כיסוי חוב איטיים

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 ליציבות התזרימית של החברה. לחברה הסכמים ארוכי טווח לאספקת חשמל, לתקופה ובהיקפים אשר הולמים את הדירוג. בשנת 2018, הסתכם היקף ה-EBITDA בכ-141 מיליון ש"ח, כאשר על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 200-300 מיליון ש"ח לשנה, בין השנים 2019-2020, זאת לאור הפעלתם המסחרית של הפרויקטים בסרביה (Blacksmith), בישראל (Sunlight 1 ו-Sunlight 2) ושנת הפעלה מלאה של פרויקט הרוח בקרואטיה (Lukovac). היקף המקורות מפעולות (FFO) עמד על כ-66 מיליון ש"ח בשנת 2018 ולהערכתנו, צפוי לנוע בטווח של 120-160 מיליון ש"ח לשנה, בין השנים 2019-2020. יש לציין, כי יחסי הכיסוי של החברה הינם איטיים ביחס לרמת הדירוג ונובעים מן החוב הפרויקטלי, המאופיין בשיעור מינוף גבוה, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החוב הפרויקטלי. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס החוב ל-FFO, אשר צפוי לנוע בטווח של 20-25 בין השנים 2019-2020, כאשר משנת 2022 צפוי היחס להשתפר באופן משמעותי ולרדת לסביבה של 8-12. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים האטה את יחסי הכיסוי שלה באופן מהותי, אולם הפעלתם המסחרית של אותם פרויקטים (מספר שנים לאחר מכן), צפויה להאיץ אותם.

רמת מינוף גבוהה ביחס לדירוג אשר עלולה להגביל את גמישותה הפיננסית

החברה מחזיקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף משמעותי אשר נע בטווח שבין 70%-90%. רמת המינוף של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, כפי שמשקף ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), הנע בטווח של 72%-78% בין השנים 2016-2018 וצפוי להיוותר בעינו בשנים 2019-2020. גמישותה הפיננסית של החברה הינה מוגבלת בשל העדר נכסים לא משועבדים. לחברה יחסי כיסוי ריבית (ICR) סבירים ביחס לדירוג, הצפויים לנוע בטווח של 2.2-2.5 בין השנים 2019-2020, ולהשתפר משנת 2022, ולנוע בטווח של 3.0-4.0. כמו כן, לחברה קיימת נגישות טובה לשוק ההון. להערכתנו, נוכח תכנית ההשקעות המאסיבית, תשמור החברה על רמת מינוף דומה בשנים הקרובות, תוך יצירת הלימה בין גיוסי החוב לאורך השנים להון העצמי שלה.

¹⁹ דוח דירוג: אירלנד.

²⁰ דוח דירוג: קרואטיה.

²¹ דוח הדירוג של סרביה.

²² דוח הדירוג של הונגריה.

²³ דוח הדירוג של ספרד.

יתרות נזילות גבוהות לצד אי-חלוקת דיבידנדים בטווח הבינוני

נכון ליום 31.12.2018 עמדו יתרות הנזילות של החברה על כ- 229 מיליון ₪²⁴. בהתאם לדברי החברה, היא תשמור על יתרות נזילות מינימליות של כ- 60 מיליון ₪, לכל הפחות, מעל לצרכי החזרי האג"ח ביחס ל- 9 החודשים העוקבים. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד והיא לא חילקה דיבידנדים בין השנים 2012-2018, כאשר בהתאם לדבריה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות. שמירה על יתרות נזילות אלו, לצד אי-חלוקת דיבידנדים תומכים בדירוג החברה, בדגש בתקופה הקרובה, המלווה בתוכנית השקעות מאתגרת ומאסיבית. בנוסף, ראוי לציין כי החברה שומרת על מרווח הולם ביחס לקובננטים ברמת הסולו.

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. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה, בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה.

בעלות ללא גרעין שליטה, המאפשרת איזון הולם בין בעלי החוב לבעלי המניות

ביום 3 במאי 2018, הודיעו בעלי השליטה בחברה דאז, כי במסגרת הליך מכירה מרכזי פרטי מול גופים מוסדיים בשוק ההון, נמכרו על ידם מניות רגילות של החברה. בעקבות האמור ובתוקף מחודש מאי 2018, החברה הינה ללא בעל שליטה ו/או גרעין שליטה. כמו כן, בהתאם לדברי החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות.

דוחות קשורים

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

15.04.2019

שם יוזם הדירוג:

אנליסט אנרגיה מתחדשת בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

אנליסט אנרגיה מתחדשת בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

²⁴ לא כולל תיק ניירות הערך של החברה, אשר עמד ביום ה- 31.12.2018 על כ- 41 מיליון ₪.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה 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 בייעוץ 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>