

2 בספטמבר 2018

לכבוד

לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל

הנדון: הערכה אקטוארית לדירוג האשראי הסינטי של אנליט אנרגיה מתחדשת בע"מ ליום

30.06.2018

זהות האקטואר

נתבקשתי על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל להעריך את דירוג האשראי הסינטי של חברת אנליט אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן- "החברה") ליום 30 ביוני 2018 (להלן- "הדירוג"), על בסיס מודלים ליניאריים מבחנים (Linear Discriminate Models) המסווגים את החברה לקבוצות בעלות סיכוני חדלות פירעון שונים, על בסיס מאפייניה העסקיים בעבר.

אין לי כל קשרים עסקיים עם החברה, חברות הבנות שלה, חברות קשורות לה, בעלי עניין בחברה או כל גורם אחר העלולים להעלות ספקות באשר לאובייקטיביות שלי. לא קיימת תלות ביני ובין החברה ועבודתי לא לוותה בהגבלות או בהתניות כלשהן אשר עשויות היו להשפיע על עבודתי.

אני משמש כאקטואר עצמאי משנת 2011. אני בעל תואר MBA מאוניברסיטת בן גוריון, מוסמך כאקטואר מלא (Fellow) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל וכמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים. בעל 12 שנות ניסיון בתחום הערכות אקטואריות. אני נותן שירותי אקטואריה לחברות, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וליחידים.

היקף חוות הדעת האקטוארית

לצורך חישוב הדירוג, הסתמכתי על דוחותיה הסקורים של החברה ליום 30 ביוני 2018. הערכת הדירוג נעשתה על בסיס נתונים פומביים בלבד, ללא נגישות להנהלת החברה, נתונים ולתוכניות העתידיות.

השיטה להערכת הדירוג נקבעה על ידי לפי מיטב שיפוטי המקצועי.



חוות הדעת

הערכתי את הדירוג בהתאם לכללים אקטואריים מקובלים, על בסיס מודלים ליניאריים מבחינים (Linear Discriminate Models) המסווגים את החברה לקבוצות בעלות סיכוני חדלות פירעון שונים, על בסיס מאפייניה העסקיים בעבר.

לאחר שבחנתי את הנתונים המוזכרים לעיל, הגעתי לידי מסקנה כי הנתונים סבירים ומספקים, וכי ניתן להסתמך עליהם לצורך הערכתי.

במסגרת טעויות אמידה ומדידה אפשריות, הדירוג המפורט בדין וחשבון האקטוארי, מהווה לפי מיטב ידיעתי והערכתי דירוג הולם לכיסוי ההתחייבויות הפיננסיות של החברה כלפי בנקים ובעלי איגרות חוב.

בכבוד רב,

רועי פולניצר, אקטואר



הערכה אקטוארית לדירוג האשראי הסינטי

פרטים אודות החברה:

החברה, אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ, עוסקת בשני תחומי פעילות:

- (i) אנרגיה סולארית: ייזום, תכנון, פיתוח, מימון, הקמה והפעלה של פרויקטים פוטו-וולטאיים בישראל.
 - (ii) אנרגיית הרוח: השקעה, מימון, תכנון, הקמה והפעלה של פרויקטים לייצור חשמל מאנרגיית רוח.
- כיום לאנלייט אנרגיה שני פרויקטים בשלבי הקמה בתחום זה, באירלנד ובקרוואטיה.

דירוג אשראי:

אגרות חוב המונפקות ע"י חברות עסקיות באמצעות הנפקה לציבור מתחלקות לשתי קבוצות עיקריות: אגרות חוב המדורגות ע"י חברות הדירוג (חברת "מעלות" או חברת "מידרוג") ואגרות חוב שאינן מדורגות.

חברה העומדת לפני הנפקה של אגרות חוב לציבור יכולה לפנות ל"מעלות" או ל"מידרוג" כדי שחברת הדירוג תפרסם את דירוג החברה, וזאת תמורת תשלום כמובן. חברת הדירוג מבצעת את תהליך הדירוג בהתבסס על הדו"חות הפיננסיים של החברה, ויחסיה הפיננסיים מול ממוצעים במשק ו/או בתעשייה הרלבנטית, וכן בהסתמך על שיחות עם ההנהלה הבכירה בחברה, דו"חות ביקורת, פרוטוקולים של הדירקטוריון ועוד. כלומר, המידע הוא שילוב של מידע חשבונאי עם הערכות אסטרטגיות לגבי חוזק הענף בו פועלת החברה וחוזקה היחסי של החברה בענף, וכן עם הערכות על איכות הניהול של החברה ומידת השליטה של ההנהלה והמנכ"ל במתרחש בחברה. הדירוג נעשה באמצעות אותיות, כאשר חברה מדורגת מיוחסת לקבוצה מתאימה, והדירוג אמור לשקף את חוסנה הפיננסי של החברה ויכולתה להחזיר את חובותיה. כלומר, דירוג האשראי בא לשקף את סיכון האשראי הטמון בהשקעה באגרות החוב של החברה.



דירוג AAA של "מעלות" (המבוסס על סטנדרט של חברת הדירוג האמריקאית Standard & poor's) ניתן לחברות בדירוג האשראי הגבוה ביותר. חברות אלה צפויות לשלם על חובן ריבית שהיא במרווח צר (0.2%-0.6%) מעל אגרות חוב ממשלתיות למשך זמן דומה. חברות בדירוג AA הן חברות בדירוג אשראי גבוה יחסית, אך נמוך מזה של AAA, ועל כן פרמיית הסיכון שתידרש מהן היא גבוהה יותר ויכולה להיות 0.8%-1.5% מעל לריבית האג"ח הממשלתית.

דרגות נוספות, נמוכות מ-AA לפי סדר יורד הן: C, CC, CCC, B, BB, BBB, A ולבסוף דירוג D לחברה פושטת רגל. בנוסף, כדי להגדיל את סולם הדירוג, משתמשים במעלות בדרגות ביניים באמצעות סימני (+) ו (-) כך שחברה בדירוג AA+ טובה מחברה בדירוג AA הטובה מחברה בדירוג AA- מבחינת סיכון האשראי.

באופן כללי, כאמור, התשואה הנדרשת מאגרת החוב משקפת את סיכון האשראי הטמון בה. לפיכך, הדירוג מסייע למשקיעים להבחין בין החברות לפי הסיכון הכרוך בהשקעה בחוב החברה.

חברות הדירוג בודקות אחת לשנה את דירוג החברה, אלא אם חל שינוי משמעותי במהלך השנה במצבה העסקי של החברה. השינויים בדירוגים הם בדידים ובמקרים רבים מפגרים אחר תגובות שוק ההון המתבטאות בשינוי מחירי המניות של החברות בעלות האג"ח, וכן במחירי האג"ח.

חברה בוחרת לדרג את חובה במידה והיא מאמינה שתשיג דירוג אשראי גבוה, שיביא אותה לשלם ריבית נמוכה יחסית, אך אם חברת הדירוג תיתן לה דירוג נמוך, יש לחברה את האופציה שלא לפרסם את דו"ח הדירוג ולהעלים אותו מהציבור (אפשרות שקיימת רק בישראל).

לפיכך, ישנן מעט חברות בדירוגים הנמוכים מדירוג A- בבורסה בת"א, ומרבית החברות בדירוגים נמוכים הן אלו ש"זכו" להורדת דירוג כתוצאה משינוי בשיטת הערכת סיכוני האשראי של החברה.

חברה יכולה לבחור שלא להיות מדורגת (ידוע בשם: אג"ח לא מדורג) הן מרצונה לחסוך כסף מראש, או משיקול שחברת הדירוג תיתן לה בין כה וכה דירוג נמוך ויתכן ועדיף לשמור על עמימות המידע בשוק. לחברה נשואת הערכה אקטוארית זו אין דירוג אשראי מגופים מדרגים.



שיטת החישוב:

בהיעדר דירוג אשראי מגופים מדרגים מקובל לעשות שימוש במודלים ליניאריים מבחינים (Linear Discriminate Models) המסווגים את החוב לקבוצות בעלות סיכויי חדלות פירעון שונים, על בסיס מאפיינים עסקיים בעבר. המודלים מבוססים בעיקרם על שיטות אקונומטריות/סטטיסטיות שונות לאמידת דירוג אשראי החברה וכפועל יוצא, להסתברות חדלות הפירעון וכושר החזר החוב שלה, באמצעות שילוב יחסים פיננסיים מדוחותיה הכספיים, במקדמי רגרסיות ליניאריות שונות.

שיטת החישוב האקטוארית ששימשה כדי להעריך את הדירוג הינה ציון פולניצר (2017). לפי שיטה זו, ההערכה כוללת צירוף יחסים פיננסיים למודל סטטיסטי המבוסס על רגרסיה מרובת משתנים כדי לסייע בבחינת איכות האשראי (ה- Credit Worthiness) של החברה.

תוצאות ההערכה האקטוארית:

להלן ריכוז ההערכה האקטוארית:

30 יוני 2018	31 מרץ 2018	
544	499	ציון פולניצר
B+	B	דירוג אשראי סינטטי בינלאומי גבוה
B	B-	דירוג אשראי סינטטי בינלאומי נמוך
ilA -	ilBBB	דירוג אשראי סינטטי ישראלי