



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2016

1

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
niri@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות ומוסדות פיננסיים
i.sigal@midroog.co.il



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרות ג', ד' ו-ה') במחזור שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור-אלון" או "החברה") וכן לאגרות חוב בסך של עד 100 מיליון ₪ ערך נקוב שבכוונה החברה להנפיק באמצעות הרחבת סדרה קיימת (סדרה ה'). תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת בעיקרה למחזור התחייבויות פיננסיות.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26.05.2016. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
1.12.2017	יציב	A3.il	1115245	ג'
1.12.2016	יציב	A3.il	1115252	ד'
1.07.2023	יציב	A3.il	1136761	ה'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל עסקי חזק יחסית בענף קמעונאות הדלקים בישראל, הנשען על היקף פעילות גדול ונתח שוק יציב של כ-18% מסך תחנות התדלוק הציבוריות, פריסה ארצית רחבה של המתחמים הקמעונאיים ויתרונות יחסיים הכוללים שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית, תרומה גבוהה של חנויות הנוחות בתחנות הדלק ונוכחות בלעדית בכביש 6. ענף קמעונאות הדלקים בישראל מאופיין על ידינו בסיכון נמוך-בינוני ומתאפיין בביקושים יציבים, בריכוזיות ענפית ובחסמי כניסה גבוהים יחסית. הביקוש לדלקים לתחבורה מאופיין בצמיחה מתונה לאורך השנים, אשר הוצאה בשנת 2015, בין היתר כתוצאה מהירידה במחירי הדלקים וגידול בנסועה. מנגד רמת תחרות גבוהה, הוצאות שכירות כבדות ורגולציה מהווים גורמים שליליים המגבירים את הסיכון הענפי. סיכון זה בא לידי ביטוי בשנים האחרונות בשחיקת הרווחיות של החברות הפועלות בענף.

שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח חסם רגולטורי עליון- מרווח שיווק הבנזין המפוקח, המשליך גם על מרווח הסולר ומבנה הוצאות קשיח, ובראשן הוצאות שכירות ואחזקת תחנות. שיעורי הרווחיות של החברה אינם שונים במידה מהותית אל מול החברות בענף. בשנת 2015 חל שיפור ברווח הגולמי כתוצאה מגידול במכירות הדלקים ובמכירות חנויות הנוחות, אך זה קוזז מול עלייה בעלויות השכר והשכירות ולא חל שינוי מהותי ברווח התפעולי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח (רווח תפעולי מותאם¹ כשיעור מהרווח הגולמי ללא רווחי/הפסדי מלאי) צפוי לנוע בטווח שבין 11% ל-14% בטווח הזמן הקצר והבינוני, לעומת כ-14% ממוצע תלת שנתי. בתרחיש הבסיס הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. צמיחה אורגנית מתונה בכמויות הליטרים של בנזין וסולר, בהתאם לצמיחה ממוצעת תלת שנתית. 2. המשך שחיקה במרווח בנזין וסולר. 3. גידול מתון במכירות הקמעונאיות ושמירה על שיעורי הרווחיות בחנויות הנוחות שבתחנות. 4. תרומה של פעילות השיווק הישיר בדומה לשנת 2015. 5. המשך זחילת הוצאות תפעוליות- עלייה צפויה בשכר המינימום ועליית השכירות בהתאם לממוצע תלת שנתי. תרחיש הבסיס לעיל מנטרל השפעות הנובעות מתנודתיות במחירי הדלקים, לרבות רווחי/הפסדי מלאי שעשויות להטות את טווח התחזית לעיל.

במהלך שנת 2015 הקטינה החברה את היקף החוב הפיננסי נטו בעיקר באמצעות מקורות חד פעמיים, אולם מינוף

¹ רווח תפעולי בתוספת עמלות כ"א ובניכוי הכנסות/הוצאות אחרות, רווחים/הפסדים מחברות כלולות ופריטים חד פעמיים.



החברה נותר גבוה ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי ביחס החוב פיננסי מותאם לקאפ מותאם של כ- 78% ליום 31.03.2016 לעומת כ 81% ליום 31.12.2014. ההשקעות ברכוש קבוע צפויות להערכתנו לעמוד בטווח של 85-65 מיליון ₪ ובהנחה של חלוקת דיבידנד בכפוף להתניות הפיננסיות מול המממנים צפויה החברה לייצר תזרים חופשי חיובי נמוך ואיננו מעריכים קיטון ברמת המינוף הנוכחית בטווח התחזית. בהתאם להנחות שתוארו לעיל, יחס EBIT מותאם להוצאות מימון מתואמות ברוטו צפוי לעמוד בטווח שבין 1-2 בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR ו- חוב פיננסי מותאם ל-FFOR צפויים לנוע סביב 5.5-6 ו- 8-9 בהתאמה, והינם איטיים.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית הולמות לדירוג ונתמכות במסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף מהותי, מרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות ומרכיב גבוה של הון חוזר.

בהקשר של חברת האם של דור אלון, אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (63%) (Caa1.il/CR), המצויה במהלכו של הסדר חוב, אנו מעריכים כי מצבה הינו ניטרלי לסיכון האשראי של דור אלון, תוך שאנו לא מניחים העלאת דיבידנדים חריגה במידה מהותית, גם בשל מגבלות של מממנים כנגזר לעיל. ברקע הסדר החוב המוצע בחברת האם, ככל שתבוצע עסקה להחלפת השליטה בחברה, אנו נבחן בעיתה את ההשפעה על דירוג החברה.

דור אלון נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪) הנתונים לקוחים מהדוחות הכספיים אלא אם צוין אחרת

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	Q1 2015	Q1 2016	
797	789	792	807	186	197	רווח גולמי
18.3%	17.1%	15.3%	14.9%	11.3%	12.7%	רווח תפעולי / רווח גולמי
39	46	44	35	9	12	רווח נקי
147	199	159	147	208	223	יתרות נזילות
1,762	1,615	1,452	1,207	1,416	1,177	חוב פיננסי ברוטו
83.1%	81.8%	80.7%	78.4%	80.2%	78.6%	חוב פיננסי ברוטו מותאם לקאפ מותאם ²
233	223	212	214	44	48	EBITDA
6.7	6.4	6.2	5.5	6.2	5.4	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR מותאם ³
10.6	10.2	9.9	8.4	9.8	7.9	חוב פיננסי מותאם ל-FFOR מותאם ⁴

נתונים על תחנות תדלוק וחנויות נוחות

2012	2013	2014	2015	Q1 2015	Q1 2016	
202	206	208	211	212	213	מספר תחנות תדלוק
209	215	215	218	219	218	מספר חנויות נוחות

² יחס המינוף המותאם הנו לאחר התאמת החוב וה-CAP בהון הוצאות חכירה. בהתאם למתודולוגיית מידרוג להתאמת הוצאות חכירה עודכן המכפיל ששימש להתאמת הוצאות החכירה בשנת 2015 ובשנים קודמות.

³ יחסי הכיסוי המותאם מחושב ע"ב נתוני איחוד יחסי של החברה לא מבוקרים כפי שנמסרים למידרוג מהנהלת החברה ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, וכן התאמת הוצאות עמלות הסליקה ל- EBITDA. בהתאם למתודולוגיית מידרוג להתאמת הוצאות חכירה עודכן המכפיל ששימש להתאמת הוצאות החכירה בשנת 2015 ובשנים קודמות.

⁴ יחסי הכיסוי המותאם מחושב לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, בהתאם למתודולוגיית מידרוג להתאמת הוצאות חכירה עודכן המכפיל ששימש להתאמת הוצאות החכירה בשנת 2015 ובשנים קודמות.

סיכון עסקי נמוך-בינוני בענף שיווק הדלקים בישראל

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידינו כמוצרי בסיס המצויים בשימוש יומיומי אשר הביקוש אליהם חשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית. לפי נתוני מנהל הדלק, צריכת הבנזין 95 אוקטן והסולר לתחבורה בישראל צמחה בין השנים 2011-2015 בשיעורים ממוצעים (CAGR) של כ- 3% ו- 2.8%, בהתאמה, במקביל לגידול באוכלוסייה וברמת המינוע הענף מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (23%), דלק (20%), סונול (19%) ודור אלון (18%), חולשות על כ- 80% מהתחנות הציבוריות. הריכוזיות נובעת בין היתר מחסמי כניסה גבוהים הכוללים תהליכי רישוי ממושכים והשקעות הוניות כבדות בהקמת תחנות ובהון חוזר. כפועל יוצא, הגידול במספר תחנות הדלק לאורך השנים אינו גבוה. חרף זאת, ונוכח גידול נמוך, הענף מאופיין בתחרות גבוהה המתמקדת במחירי הסולר, בחוזים מול ציי הרכב הגדולים וכן בתחרות אזורית מול רשתות דיסקאונט. פוטנציאל הצמיחה בענף מוגבל יחסית וחברות הדלק פועלות בעיקר לשידרוג תחנות והגדלת ההכנסות בתחום חנויות הנוחות (מוצרים ושירותים נוספים) ושירותי סובב תחנה. תחום חנויות הנוחות בתחנות תורם לרווחיות הענף ומאופיין ביציבות יחסית.

מיצוב עסקי בולט לטובה בענף עם פריסה רחבה, מיתוג חזק והצעת ערך מלאה

פרופיל סיכון האשראי של החברה מושפע לטובה מהיותה בעלת היקפי פעילות משמעותיים בענף, עם נתח שוק יציב של כ- 18% בסך תחנות התדלוק הציבוריות בשנים האחרונות, פריסה ארצית רחבה ומותגים בולטים בתחנות התדלוק ובחנויות הנוחות. נכון ליום 31.03.2016 מנתה רשת דור אלון כ-213 תחנות דלק ציבוריות וכ-144 חנויות נוחות במתחמי תדלוק תחת המותגים "דור אלון" ו-"אלונית", כמו כן לחברה כ- 74 חנויות נוחות מחוץ למתחמי התדלוק בקיבוצים ובמרכזי ערים תחת המותגים "אלונית" ו-"AM:PM".

מגזר מתחמי התדלוק הינו המגזר המשמעותי בחברה (תרם כ-74% מסך רווחי המגזרים בשנת 2015 וכ- 72% בממוצע תלת שנתי). התחרות במגזר מתמקדת במחירי הסולר, בחוזים עם הציים הגדולים ומועדוני הלקוחות ובחידוש חוזי החכירה בתחנות. לחברה פריסה ארצית רחבה של רשת התחנות, בדומה ליתר המתחרות הגדולות, אשר תורמת למיצוב הרשת. להערכתנו, נוכחותה הבלעדית בכביש 6 (בזיכיון עד לשנת 2029) וכן שיעור גבוה יחסית לענף של תחנות בהפעלה עצמית, מקנים לה יתרונות יחסיים. בד בבד, בהיותה הצעירה והקטנה מבין חברות הדלקים הגדולות, לחברה חסרה נוכחות בחלק מאזורי הארץ הוותיקים והמרכזיים יותר, ולהערכתנו הדבר פוגע בפעילותה בתחום התקני התדלוק. תוצאות המגזר בשנת 2015 הושפעו לחיוב מגידול הכמותי במכירות הדלקים שנבע מהגידול בשוק כולו והושפע מהירידה במחירי הדלקים ומנגד משחיקה במרווחי הסולר והבנזין בשל התעצמות התחרות וכן משערוך שלילי של המלאי בשל ירידת מחירי הדלקים. כמו כן, השתתף מקדם התייעלות רגולטורי על סל השיווק של הבנזין הובילה לצמצום המרווח. מקדם התייעלות צפוי להוסיף ולעדכן את סל ההוצאות מדי שנה. מכירות חנויות הנוחות גדלו בשיעור של 3% ורווחיותן נשמרה יציבה. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים גידול מתון בכמות הליטרים הנמכרים במגזר זה שינבע מהגידול באוכלוסייה וברמת המינוע ושיקוזז ברובו מהמשך מגמת השחיקה במרווח הסולר והבנזין, בעיקר כתוצאה מרמת התחרות שתיוותר גבוהה להערכתנו, מנוסחת מרווח השיווק, שאינה מפצה במידה מלאה על עליית שכר המינימום ומסביבת אינפלציה נמוכה. כמו כן אנו מעריכים צמיחה במכירות חנויות הנוחות כתוצאה מגידול מתון בכניסות לתחנה ושמירה על רמת הרווחיות הנכונה. תקנות התקן האוניברסלי צפויות להיכנס לתוקפן בחודשים הקרובים ואיננו צופים כי למהלך זה תהיה השפעה מהותית על הענף נוכח התחרות הגבוהה שכבר שוררת בו. בטווח הזמן הבינוני, יכול ותהיה השפעה חיובית על דור אלון עקב כך שלחברה נתח שוק קטן בשוק ציי הרכב יחסית למתחרותיה הגדולות. בנוסף, תוצאות המגזר חשופות לתנדטיות מחירי הדלקים, לשערוך שלילי של המלאי בעת מגמה של ירידת מחירים ורווחי מלאי במגמה הפוכה.



מגזר השיווק הישיר תרם כ- 21% מסך רווחי המגזרים בשנת 2015 וכ- 23% במוצע תלת שנתי. התחרות במגזר זה גבוהה יותר בהשוואה למגזר התחנות, בשל היעדרם של יתרונות יחסיים בולטים. פעילות השיווק הישיר כרוכה בריתוק הון חוזר בהיקפים משמעותיים לאשראי לקוחות ובחשיפה לסיכון האשראי של לקוחות ולריבית הבסיס במשק. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים יציבות יחסית נוכח רמת מרווחים נמוכה הקיימת. בתחום פעילות חנויות הנוחות העצמאיות, רשת AM-PM בעלת סינרגיה עם פעילות התחנות. מנגד, AM-PM פועלת בסגמנט המאופיין בתחרות מתחזקת ומתמודדת עם אתגרים שונים בסביבת פעילותה.

עלייה שנתית בהוצאות השכירות מכבידה על הרווח

בשנים האחרונות חלה שחיקה ברווחיות החברה (רווח תפעולי מותאם כשיעור מהרווח הגולמי) כתוצאה משחיקה במרווח השיווק המפוקח של הבנדין וגידול בהנחות הניתנות ללקוחות הבנדין והסולר. הוצאות השכירות של החברה מהוות מרכיב מרכזי (כ-22%) מהרווח הגולמי, וחושפות את החברה לשחיקה מהירה ברווח בתקופות של התכווצות המרווח. הוצאות השכירות והתחזוקה של החברה עלו בשיעור של 17% בין השנים 2012-2015 (כ-6% ממוצע שנתי) הכולל גידול הנובע גם מפתיחת מתחמים חדשים, ואילו הרווח הגולמי עלה בשיעור 1% בלבד במצטבר לתקופה האמורה. להערכתנו הוצאות השכירות עלולות להוסיף ולהעיב על הרווחיות גם לאחר חידוש חוזים שהסתיימו, נוכח תחרות על שטחי התחנות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג שיעורי הרווחיות התפעולית מהגולמית (ללא הנחת רווחי/ הפסדי מלאי) צפויים להמשיך במגמת השחיקה בטווח הזמן הקצר והבינוני ולנוע בטווח שבין 11% ל-14%.

יחסי כיסוי איטיים ומינוף גבוה יחסית לרמת הדירוג

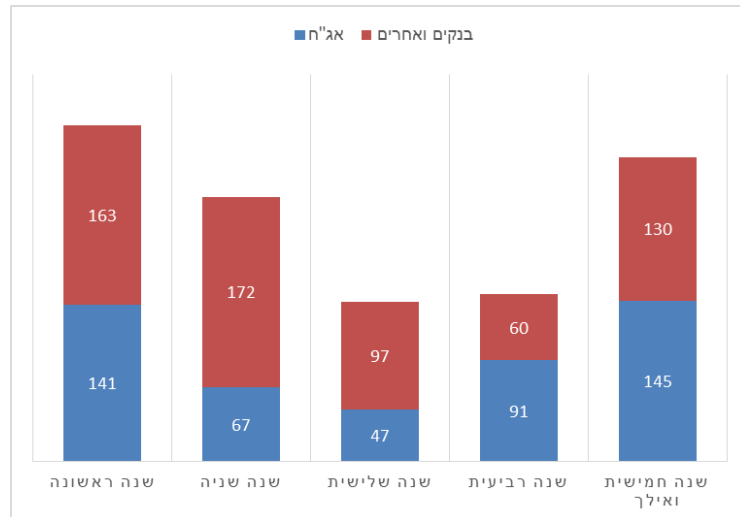
החברה הציגה בשנים האחרונות מגמת קיטון בהיקף החוב וברמת המינוף שמומן בהחזר הלוואה מחברת האם וקיטון חד בצרכי ההון החוזר, כפי שמשקף ביחס החוב פיננסי מותאם לקאפ שעמד על כ-79% ביום ה-31.03.16 לעומת כ-81% בסוף שנת 2014. לפי תרחיש הבסיס שלנו, בהתאם להנחות הנזכרות לעיל, ה-FFO צפוי להערכתנו לעמוד בטווח 125-140 מיליון ש"ח. להערכתנו מקור זה מפעולות ישמש את החברה להשקעות הוניות בהיקף של 85-65 מיליון ש"ח, נמוך משנים קודמות, וחלוקת דיבידנד בהתאם להתניות הפיננסיות של המממנים. כך, איננו צופים המשך ירידה ברמת החוב, לאור הערכתנו לתזרים חופשי (FCF) נמוך, אשר יכול אף להיות שלילי ככל שמגמת העלייה במחירי הנפט (ובמחירי הדלקים בעקבות זאת) תימשך והחברה תידרש לרתק חזרה רמות הון חוזר גבוהות יותר.

יחסי הכיסוי המותאמים של החברה- חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR וחוב פיננסי מותאם ל-FFOR (מותאמים בגין חכירות תפעוליות, עמלות סליקת כ"א ואיחוד יחסי) הינם איטיים ונעו בטווח שבין 5.5 ל-6.5 ובין 8.5 ל-10.5, בהתאמה בשלוש השנים האחרונות. יחסי הכיסוי אותם צופה מידרוג לאורך שנות התחזית צפויים לנוע סביב 5.5-6 ו-8-9 יחס חוב מותאם ל-EBITDAR מותאם יחס חוב מותאם ל-FFOR מותאם (בהתאמה). יחס EBIT מותאם להוצאות מימון מותאמות נטו של החברה צפוי לעמוד בטווח שבין 1-2 בטווח הזמן הקצר והבינוני.

ניזילות הולמת הנשענת על מסגרות אשראי ומיחזור חוב

ליום 31.03.2016 הסתכמו הנכסים הנזילים (מזומנים+ פיקדונות בניכוי פיקדונות ספקים + נכסים פיננסיים זמינים למכירה) ב-223 מיליון ש"ח. לחברה גמישות פיננסית טובה הנתמכת במרכיב גבוה של הון חוזר, במסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף משמעותי בסמוך למועד דו"ח זה וכן יכולת מחזור מוכחת לאורך השנים מול המערכת הבנקאית ושוק ההון. בנוסף עומדת החברה באמות המידה הפיננסיות שנקבעו בהסכמי המימון השונים במרווח גבוה. כל אלו תומכים בניזילות ובגמישות הפיננסית של החברה אשר נשענת גם על נכסי נדל"ן אשר עדיין לא הגיעו לידי מיצוי. לחברה שיעבוד שוטף על נכסיה בשל הלוואות ומסגרות אשראי מבנקים ומוסדיים.

דור אלון: לוח סילוקין לז"א ליום 31.03.2016 במיליוני ₪ (*)



(*) לא כולל אשראי בנקאי מתגלגל לז"ק בהיקף של כ-68 מיליון ₪

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

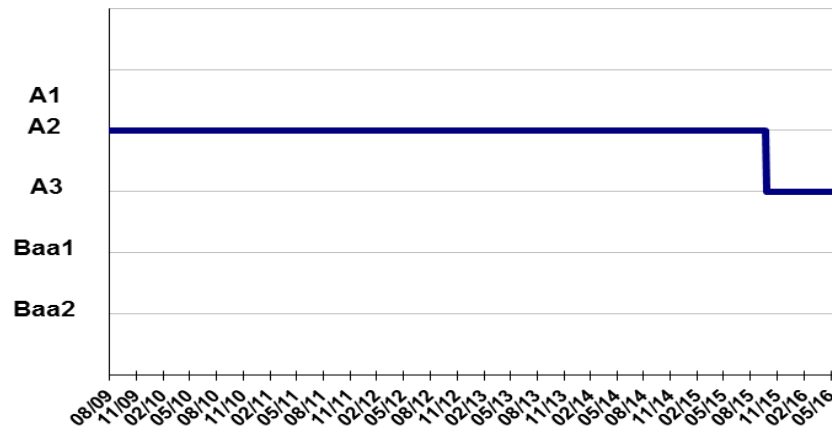
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי.
- העלאה משמעותית בשיעור ההון העצמי.

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA, ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים, חורג מעל ליחס 6-7 (היחס ע"ב נתוני איחוד יחסי מותאם להוצאות חכירה תפעולית ולהתאמת עמלות הסליקה).
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע משמעותית בפרופיל הפיננסי של החברה.

אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"), הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה מוחזקת ע"י אלון רבוע כחול- ישראל בע"מ. החברה עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק, גז טבעי, מוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוץ לתחנות ובהשכרת שטחי מסחר לצדדים שלישיים. מנכ"ל החברה הנו עווד בלום.



דוחות קשורים

[דור אלון אנרגיה בישראל- עדכון פעולת דירוג נובמבר 15](#)

[דור אלון אנרגיה בישראל- מעקב מאי 15](#)

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ- מעקב ינואר 16](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות, מאי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

מידע כללי

26.05.2016	תאריך דוח הדירוג:
01.11.2015	תאריך דוח קודם:
05.08.2009	תאריך מתן דירוג ראשוני:
דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ	שם יזם הדירוג:
דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.	Ba.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.	B.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.	Caa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.	Ca.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.	C.il

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").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע

באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדן החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים מצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.