

# דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות

דוח מתודולוגי | פברואר 2018

## אנשי קשר:

מוטי ציטרין - אנליסט

[moty@midroog.co.il](mailto:moty@midroog.co.il)

אלון ליפשיץ - ראש צוות

[aloni@midroog.co.il](mailto:aloni@midroog.co.il)

ישי טריגר - ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

---

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני האשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים לטובת פרויקטים של תחנות כוח פוסיליות ואנרגיה מתחדשת (להלן: "פרויקטים") אשר ליבת פעילותם הינה ייצור חשמל ומכירתו ללקוחות קצה שונים. המתודולוגיה מקיפה מגוון נרחב של סוגי נכסים (מנכס בודד לפורטפוליו של נכסים), מגוון טכנולוגיות (מתקני ייצור חשמל קובנציונאליים, טכנולוגיית PV, תרמו-סולאר, רוח ועוד) ומאפייני מימון שונים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים, המשפיעים על דירוג החוב של פרויקטים, ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון, בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים או עלולים להשפיע על דירוג החוב של פרויקטים. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים, המידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת דירוג החוב של פרויקטים.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בפברואר 2016. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה הרחבת ההסבר בקשר עם סיכון ההקמה בפרויקטים בדרך של הפניה לדוח המתודולוגי לדירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות, פירוט נוסף בנוגע לדירוג חברות אחזקה בפרויקטים ו/או חובות נחותים, לצד ביצוע שינויי עריכה.

בהתאם לגישת מידרוג, דירוג החוב של פרויקטים תחת מתודולוגיה זו נחלק לרכיבים העיקריים הבאים: (1) אמידת יכולת החיזוי תזרים המזומנים של הפרויקט, בדגש על איכות ופיזור התזרים הצפוי וכן התנאים לקבלת תשלום עפ"י חוזה ומימוש הכנסות; (2) תחרותיות הפרויקט ומנגנון ההכנסות; (3) סיכונים טכניים וניהוליים, לרבות טכנולוגיה, היסטוריה תפעולית, איכות המתפעל, המתחזק והבעלים; (4) ניתוח יחסי כיסוי ורגישות הפרויקט לפרמטרים מרכזיים; (5) סיכון ההקמה, ככל שקיים; (6) חברות אחזקה בפרויקטים ו/או חובות נחותים; (7) שיקולים נוספים.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

### יכולת חיזוי תזרים המזומנים

#### • איכות ופיזור התזרים הצפוי

פרמטר זה בוחן ומכמת את איכות, וודאות ופיזור תזרימי המזומנים של הפרויקט. תזרים המזומנים של פרויקטים בענף נשען ברובו על הגורמים הבאים: (1) מאפייני ההסכמים עם לקוחות הקצה, כגון: תקופת ההסכם ביחס לתקופת החוב, נקודות יציאה, מנגנון קביעת המחיר, גידור עלויות תפעול ודלקים, כיסוי השקעות הוניות (Capex) ועוד; (2) פרופיל לקוחות הקצה הכולל את סיכון האשראי שלהם ופיזורם; (3) שיעור ההסכמים מההספק המותקן של תחנת הכוח- כלומר, מה שיעור תזרים המזומנים הנשען על חוזים חתומים; (4) גיוון מקורות הדלקים של החברות, ומידת הגמישות התפעולית שלהן בקשר עם הסטת פונקציית הייצור באופן כלכלי; (5) בחינת וניתוח הנתונים בקשר עם משאב הטבע בהיבט זמינותו, איכותו ומהימנותו (כגון: היקף קרינה, מהירות רוח ועוד), ככול שרלוונטי.

#### • תנאים לקבלת תשלום עפ"י חוזה ומימוש הכנסות

פרמטר זה בוחן את התנאים המרכזיים לקבלת התשלום מלקוחות הקצה וכנגזרת מכך את וודאות מימוש הכנסות בפרויקט. באופן כללי נבחין בשני מנגנוני תשלום: הראשון, תשלום עבור זמינות בלבד. השני, תשלום המבוסס על ביצועי הפרויקט, תוך עמידה בתנאים מוגדרים (כגון: זמינות (Availability), הספק (Capacity) ויעילות (Efficiency)) בהסכמי רכישת החשמל אשר עלולים להקטין את וודאות תזרימי המזומנים ולהגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים הצפויים מהפרויקט. מימוש הכנסות בפרויקטי אנרגיה מתחדשת תלויים במנגנון התעריף ומחויבות הרכישה כפי שנקבעת בהסכמי ה- PPA (Power Purchase Agreement).

## תחרותיות הפרויקט ומנגנון ההכנסות

פרמטר זה בוחן את החשיפה לתחרות ויכולת ההתמודדות מולה, בהיבטי מבנה העלויות בפרויקט וטכנולוגיה. נציין, כי קשה להעריך תחרותיות בפרויקט שמתפרס על פני תקופה של 20-30 שנה, שכן, עם השנים, יתרונו של הפרויקט על פני "מוצרים" חליפיים עלול להישחק. יתכן ויימצא תחליף לפרויקט כלשהו, בדמות "מוצר" חליפי, שיעילות ייצורו או תפוקתו גבוהות יותר, שעלות תפעולו נמוכה משמעותית, או לחילופין, אשר עדיף טכנולוגית בהיבט זיהום סביבתי. בחינת תחרותיות הפרויקט תיעשה לאורך מלוא תקופת החזר החוב, ובמסגרתה יבחנו תנאי מכירת החשמל (מחיר) בכל פרויקט ופרויקט אל מול תנאי השוק. כנגזרת מכך, ניתן יהיה להעריך את יכולת הפרויקט לחתום על הסכמי PPA חדשים, במידה וההסכמים הקיימים יסתיימו טרם פירעון החוב או טרם מועדם. בהקשר זה, קיימת חשיבות לסוג התעריף (קבוע ו/או משתנה כתלות במחירי דלקים חלופיים), מרכיבי התעריף (תשלום נפרד בעבור העמדת זמינות ובעבור ייצור אנרגיה או תשלום בעבור ייצור אנרגיה בפועל בלבד), ולמשטר פעילות התחנה (סביב השעון (Base Load) או פעילות בשעות צריכת השיא בלבד).

מבנה התעריפים של פרויקטי אנרגיות מתחדשות הינו מבנה תעריפי מסובסד אשר תלוי בקשר ישיר ביציבות ההחלטות הרגולטוריות, לפיכך היסטוריית ההחלטות של הרגולטור (Track Record) מהווה שיקול עיקרי בהערכת גורם תחרותיות הפרויקט והחזזה. בנוסף, ככול ששיעור התמיכה / סבסוד של המדינה גבוה יותר כך חשוף הפרויקט באופן משמעותי לשינויים רגולטוריים בקשר עם תעריפי החשמל.

## סיכונים טכניים וניהוליים

### • טכנולוגיה והיסטוריה תפעולית

במסגרת הערכת פרמטר זה, נבחנים ישימותו הטכנולוגית של הפרויקט בייצור החשמל ומורכבותו, וכפועל יוצא, הסבירות לעמידה בביצועים הנדרשים (תפוקה, זמינות וכדומה), וכן וותק השימוש בטכנולוגיה (Track Record), בין היתר, על פי רמות הביצועים של פרויקטים דומים. שימוש בטכנולוגיות חדישות לייצור חשמל אך לא מוכחת באופן מסחרי, כמו גם היסטוריה תפעולית לוקה בחסר בפרויקטים דומים, תצריך תמיכה מיוחדת מצד הצדדים לפרויקט (מצד הזכין, הספק או קבלן התפעול), בדמות תקופת אחריות ארוכה יותר והבטחת נזילות במקרה הצורך. במורכבותו הטכנולוגית של פרויקט נלקחים בחשבון, בין היתר, כמות החלקים הנעים בפרויקט, טמפרטורות העבודה והלחצים, ספק הצידוד וניסיונו, צורכי החלפת וחידוש ציוד ודרישות תחזוקה והשקעה (Capex) בפרויקט. החשיפה בפרויקט בעל דרישות השקעה ותחזוקה שוטפות מהותיות, וסבירות גבוהה לטיפולים במועדים בלתי צפויים עשויה להתמתן באמצעות הסכם תחזוקה ארוך טווח (LTSA)<sup>1</sup> עם קבלן מוכר ובעל ניסיון בתחום, אשר מעניק כיסוי למרבית התרחישים ומספק ביטחונות חזקים.

### • איכות המתפעל, המתחזק והבעלים

כחלק מבחינת הסיכונים הטכניים והתפעוליים בפרויקט, נבחנים, בין היתר, איכות קבלן ההפעלה והתחזוקה (O&M) בפרויקט, ניסיונו בתחום, איתנותו הפיננסית ודירוגו. מובן כי איכותו של קבלן ההפעלה הופכת משמעותית יותר, ככל שהפרויקט מורכב יותר ונדרש למסומחיות בתחום. כמו כן, נבדקת המסגרת החוזית של הסכם התפעול והאחזקה, בין היתר, בהיבט של תקופתו, חלקי המתקן אשר הינם באחריותו, עומק האחריות וקיומם של מנגנוני קנסות או תשלום משתנה, כתלות בעמידה ביעדי זמינות וביצועים תפעוליים שונים. יציבות הפרויקט תיטב ככל שהאחריות התפעולית מושתתת על קבלן התפעול ואינה מושתתת על הפרויקט. בד בבד, נבחנת איכות המתפעל במידת יכולתו לעמוד באתגר התפעולי הצפוי בקרות אירועים אשר לא תוכננו במסגרת התחזוקה השוטפת והכבדה החזויה. בנוסף, ייבחנו בעלי המניות בפרויקט ויכולתם, במידת הצורך, לתמוך פיננסית בפרויקט וכן, היסטוריית התמיכה שלהם בפרויקטים דומים בעבר. בעלי מניות, אשר ענף האנרגיה הינו תחום ליבה בפעילותם, ואשר הינם בעלי ניסיון מוכח וזיקה לתחום האנרגיה והתשתיות יקנו ערך מוסף לפרויקט.

<sup>1</sup> Long Term Service Agreement

## ניתוח יחסי כיסוי

הניתוח הכמותי מושפע מנתוני התכנית העסקית, לרבות המודל הפיננסי, איכות המידע שסופק, מידת תקפות ההנחות שבבסיס התכנית העסקית, התחזיות שסופקו (וסבירותן) וכן מצב הפרויקט בפועל, ככול שקיימת היסטוריה תפעולית.

### במסגרת בחינות אלו נבדקים, בין היתר, יחסי כיסוי בפרויקט לאורך שנותיו, ביניהם:

- יחס הכיסוי הממוצע על פני כל שנות הפרויקט ( $Average\ ADSCR^2$ ), אשר משקף את יכולת הפרויקט לעמוד בשירות החוב על פני כל שנותיו.
- יחס הכיסוי המינימאלי (Minimum ADSCR), אשר נועד לזהות תקופות בעייתיות ("בטן תזרימית"), כלומר, שנים בהן תזרים המזומנים נמוך באופן יחסי לשירות החוב באותו מועד.
- יחס הכיסוי המינימאלי לאורך חיי ההלוואה ( $Minimum\ LLCR^3$ ), אשר משקף את היחס בין סך התזרים החופשי המהווה (עד תום פירעון החוב) ליתרת הקרן לפירעון בכל תקופה.
- יחסים נוספים אשר עשויים להילקח בחשבון, הינם: יחס כיסוי חיי הזיכיון (Concession Life Coverage Ratio), יחס כיסוי החוב לאורך חיי הפרויקט (Project Life Coverage Ratio), יחס חוב למקורות מימון (Debt to Capital Ratio), יחס כיסוי ריבית (Interest Coverage Ratio). במימון שאינו כולל אמורטיזציה מלאה, נוסף שימוש ביחס תזרים מפעילות שוטפת לסך החוב המותאם (FFO/Total Adjusted Debt).

בנוסף לבחינת יחסי הכיסוי, נבדקות נקודות האיזון של הפרויקט ביחס לפרמטרים מרכזיים (נקודות ה- Breakeven). למעשה, שני פרויקטים עשויים להיות בעלי יחסי כיסוי ממוצעים זהים, אך להימצא בדרגות חשיפה שונות לירידה בהכנסות ו/או עלייה בהוצאות (למשל, לאור חשיפה לשערי ריבית, שינוי בשערי חליפין, ירידה בתפוקה או בשיעורי זמינות, במחיר וכיוצא בזאת). בחינת נקודות האיזון עונה על השאלה: מהו יחס הכיסוי (ומידת הסבירות להתרחשותו) שבו מתקיים כשל פירעון? דהיינו, כאשר יחס הכיסוי המינימאלי אינו עוד עומד בדרישות המממנים המינימאליות, לכשל פירעון.<sup>4</sup> בבדיקת נקודות האיזון מתבצעת הבחנה בין פרמטרים אשר עלולים להשתנות טרם הסגירה הפיננסית, כאשר לאחר שינויים אלו ניתן "לפסל" את החוב מחדש ו-"להחליק" את יחס הכיסוי (באמצעות לוח סילוקין שנקבע בהתאם להתפתחות תזרים המזומנים על פני זמן, ביחס לדרישה ליחס כיסוי מסוים מצד המממנים), לבין פרמטרים אשר עלולים להשתנות לאחר שלוח הסילוקין כבר נקבע, ולא ניתן לקבוע אותו מחדש. כמו כן, נבחנת השפעת ה-"זנב" (Tail) כגורם ממתן הפסדים, אשר עשוי לשפר את שיעור השיקום (Recovery) בקרות אירוע כשל פירעון. ה-"זנב" מהווה מרווח ביטחון עתי, בין מועד פירעון החוב לנקודת זמן המוגדרת כתום חיי הפרויקט (פקיעת הרישיון, הזיכיון, התעריף הקבוע או חוזה הרכישה).

## סיכון הקמה<sup>5</sup>

דירוג החוב של פרויקטים, מתבסס על שלב התפעול וכולל ניתוח של כלל הפרמטרים אשר פורטו לעיל. אולם, במידה ופרויקט נמצא בשלב ההקמה, כאשר סיכון ההקמה לפרויקט הינו משמעותי ושונה מפרופיל הסיכון התפעולי, תבוצע ההתאמה הנדרשת בדירוג. כלומר, הסיכון התפעולי מהווה את הבסיס לדירוג החוב בפרויקט, עליו מוסיפים את סיכון ההקמה על-ידי Notching Down, ככל שקיים הצורך. יש לציין, כי דירוג החוב של פרויקט בשלב ההקמה, עלול להיות שונה באופן משמעותי מדירוגו בשלב התפעול. להלן הפרמטרים המרכזיים לאמידת סיכון ההקמה של פרויקט: (1) הקצאת סיכונים ההקמה בין הממשלה לסקטור הפרטי; (2) מורכבות הקמת הפרויקט; (3) ניסיונו ואיכותו של קבלן ההקמה ומערך הסכמי ההקמה (EPC Agreement)<sup>6</sup>; (4) יכולת הקבלן לספוג גידול בעלויות ההקמה; (5) יכולת הפרויקט להתאושש מחריגה בלו"ז.

<sup>2</sup> Annual Debt Service Coverage Ratio

<sup>3</sup> Loan Life Coverage Ratio

<sup>4</sup> יש לציין, כי ברוב הסכמי המימון, יחס הכיסוי המינימאלי לאירוע כשל פירעון (קובנט) גבוה מ- 1.00.

<sup>5</sup> להרחבה בנושא והסבר בקשר עם הפרמטרים המרכזיים לעיל, ראה דוח מתודולוגי - [דירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות](#).

<sup>6</sup> Engineering, Procurement and Construction

## חברות אחזקה בפרויקטים ו/או חובות נחותים

ככלל, חברות יחשבו על ידי מידרוג כחברות אחזקה, כאשר היקף פעילותן העצמאי אינו משמעותי והן פועלות באמצעות אחזקה בחברת פרויקט או במספר חברות שכאלו (להלן: "חברת הפרויקט"), בין אם באחזקה מלאה, אחזקת שליטה או אחזקת מיעוט.<sup>7</sup> חברות הפרויקט המוחזקות הינן עצמאיות מבחינה ניהולית, תפעולית ומימונית. חובות נחותים במימון פרויקטים, הינם חובות אשר מגויסים על ידי חברת הפרויקט והינם נחותים מבנית לחוב הבכיר, הן מבחינת תזרים המזומנים והן מבחינת הבטוחות. שירות החוב של חברות אחזקה, בדומה לחובות נחותים, נשען על התזרים השיורי של הפרויקט, לאחר שירות החוב הבכיר, ובכפוף לעמידה בתנאים המגבילים לשחרור עודפים מן החשבונות המשועבדים למחזיקי החוב הבכיר. למעשה, דירוג חברות אחזקה וחובות נחותים, מתבסס על הפרמטרים המפורטים לעיל, כאשר הבחינה תעשה על יחסי כיסוי משולבים<sup>8</sup>, שימת דגש על רמת הנחיות המבנית, ולצד העדר הגנות שונות ביחס לחוב הבכיר. יש לציין, כי העמסת חוב נוסף על חברת הפרויקט, הן באופן ישיר (חובות נחותים) והן באופן עקיף (חברות אחזקה), עלול להוביל להפחתת התמריץ של הבעלים לשמור על ביצועי הפרויקט ועל שירות החוב הבכיר לאורך השנים, וכן על התמיכה בפרויקט, במידת הצורך, וזאת מכיוון שהעמסת חוב נוסף שכזה, מהווה תחליף לחילוף ההון העצמי שהושקע בפרויקט ו/או חילוף העודפים מבעוד מועד.

## שיקולים נוספים

### • נזילות

לנזילות קיימת חשיבות רבה בצליחת תקופות משבר, בהן הפרויקט סופג זעזועים בלתי צפויים, בשל קיטון בהכנסות ו/או בשל גידול בהוצאות. הבטחת הנזילות נעשית באמצעות שימוש בקרנות ביטחון ייעודיות, כגון: קרן לשירות החוב, קרן לשיקום עמוק (Major Maintenance), קרן תפעולית וקרנות שונות, בהתאם לחו"ד היועץ הטכני ולצרכים הספציפיים של כל פרויקט. לקרנות הביטחון, עשויה להתווסף נזילות בדמות שמירה על יתרת מזומנים מינימאלית בחשבון העודפים (Excess Cash)<sup>9</sup>, המשמשת לרוב כתנאי לשחרור עודפים. במסגרת בחינת הנזילות, נבדקים, בין היתר, הערבויות המסופקות על ידי בעלי המניות וקבלני ההקמה, התפעול והתחזקה, מערך הביטוחים ועומק הכיסויים, וכן כל מחויבות להזרמת הון נוספת, הן מצד בעלי המניות והן מצד מממנים חיצוניים, ביחס למקובל בענף.

### • מבנה משפטי

במסגרת הדירוג יש לבחון כי לפרויקט קיים מבנה משפטי הולם, אשר כולל, בין היתר: (1) הנפקת חוב באמצעות חברה ייעודית (SPC), לרבות הגדרת תחום פעילותה; (2) מערך שעבדים טיפוסיים למימון פרויקטים, הכולל שיעבוד קבוע, שיעבוד צף, ושיעבוד שלילי; (3) הגנה על חשבונות ונכסי הפרויקט מפני פשיטת רגל של הבעלים; (4) חבילת ביטחונות והתניות סטנדרטיות; (5) מפל מזומנים מוגדר; (6) הדקים לשחרור דיבידנדים ו/או פירעון הלוואת בעלים; (7) מגבלות על נטילת חוב נוסף; (8) מגבלות על העברת בעלות; (9) דרישות לדוחות תקופתיים, לצד אמצעי בקרה ופיקוח; (10) קיום מנגנון Step-In, המאפשר למממן להיכנס לנעלי הבעלים לשם נקיטת פעולות לתיקון הפרות שונות.

### • סיכון מימון מחדש

מימון פרויקטים "מסורתי" מכיל בדרך מבנה חוב אשר כולל אמורטיזציה מלאה. ככול שקיים מבנה חוב המכיל סיכון מימון מחדש ו/או שעלול להידרש למימון מחדש, ישנו צורך בביצוע התאמות באנליזה וביחסי כיסוי החוב<sup>10</sup>. בד בבד, בדירוג יילקחו בחשבון מנגנונים

<sup>7</sup> חברות אחזקה יכולות להחזיק במספר רב או מועט של אחזקות, לרבות אחזקה בודדת.

<sup>8</sup> יחסי הכיסוי המשולבים יחושבו באופן הבא: (1) ADSCR - סך התזרים העתי מחברת הפרויקט ביחס לסך תשלום החוב הבכיר והחוב עתי של חברת האחזקה או החוב הנחות העתי; (2) PLCR/LLCR - יחס זה יחושב באותו אופן, וייקח בחשבון, הן את החוב של חברת האחזקה או את החוב הנחות והן את החוב הבכיר, ביחס לתזרים הכולל המהוון, בהתאם לריבית המשולמת בכל חוב, של חברת הפרויקט; (3) כ"ל בנוגע ליחס כיסוי ריבית וליחסי הכיסוי FFO/Total Adjusted Debt.

<sup>9</sup> חשבון העודפים הינו לרוב השלב האחרון במפל המזומנים בפרויקט, ממנו נמשכים כספים להחזר הלוואת בעלים או חלוקת דיבידנדים.

<sup>10</sup> ראה פרק "ניתוח יחסי כיסוי".

פיננסים, הגנות שונות וכן שווי הנכס ותנודתיותו לאורך השנים, תוך שימת דגש על מועד המימון מחדש. באופן כללי, צרכי מימון מחדש של מעל למחצית מהיקף המימון הראשוני, עלולים לפגוע בדירוג החוב הכולל של הפרויקט.

• **בחינת נוספות**

(1) ממשל תאגידי; (2) איכות ההנהלה והניהול; (3) בעלות ותמיכה ממשלתית; (4) תמיכה מהחברה האם או מבעלי המניות; (5) בעלי מניות איתנים פיננסית ובעלי ניסיון רב בתחום; (6) מורכבות יתר, במיוחד בפן המשפטי; (7) הידרדרות במצב הפיננסי של צד קריטי בפרויקט; (8) אחר.

**דוחות קשורים**

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 20.02.2017

© 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 שיתנה 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>