

פתאל החזקות (1998) בע"מ

דו"ח מעקב | אוגוסט 2016

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

פתאל החזקות (1998) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק (Issuer), דירוג סדרה א'
------------------	-------	-------------------------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג מידרוג A2.il באופק חיובי לדירוג A1.il והצבת אופק יציב לדירוג מנפיק של חברת "פתאל החזקות (1998) בע"מ" (להלן: "פתאל" או "החברה") וכן לסדרת אג"ח א' שבמחזור אותן הנפיקה החברה.

פתאל החזקות העמידה הלוואה בהיקף של כ-150 מ' ש"ח (תמורת הנפקת אגרות החוב מיום 22 באפריל, 2014) לצורכי הפעילות השוטפת של פתאל מלונות בע"מ (חברה בת בבעלות של 100%) וזאת כנגד התחייבותה לפירעון ההלוואה בהתאם ללוח הסילוקין של אגרות החוב. מכיוון שלחברת פתאל החזקות לא קיימת פעילות משמעותית נוספת למעט ההחזקה בחברת מלונות פתאל ובשל ההלוואה אשר ניתנה בתנאי "Back to Back" מפתאל החזקות לפתאל מלונות כנגד לוח הסילוקין של האג"ח כאמור, מידרוג רואה זהות בין הדירוגים.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31.03.2016:

מועד פירעון סופי	אופק	דירוג	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
10/04/2024	יציב	A1.il	1132208 (רצף מוסדי)	א'

העלאת הדירוג נובעת, בין היתר, מהמשך הצמיחה בהיקף המלונות בניהול ובתיק המלונות בבעלות כח שבהתחשב בעסקאות שנתחמו לרכישת ושכירת מלונות נוספים שטרם נפתחו, החברה צפויה לנהל כ-18.5 אלף חדרי מלון בישראל, גרמניה ומדינות נוספות באירופה. גידול זה משתקף בצמיחה בהיקף ההכנסות, ה-EBITDA והתזרים לשירות החוב שהחברה צפויה לייצר. ההתפתחות בפעילות החברה בשנה האחרונה כוללת את מימוש הבעלות על פורטפוליו QMH בו החזיקה החברה בשיעור של 25%, באופן אשר תרם לרווח ולנזילות באופן משמעותי. יצוין כי, החברה ממשיכה לשכור את המלונות הנ"ל אשר בהתאם לנתונים הנוכחיים תורמים לעודף תזרימי משמעותי ביחס לדמי השכירות השנתיים. כמו כן החברה רכשה את חלקם של השותפים בקרן פתאל וגייסה אג"ח במסגרת חברת הבת (100%) פתאל נכסים (אירופה) בע"מ (להלן: "פתאל אירופה") לצורך רכישת מלונות נוספים באירופה. להערכת מידרוג, מהלכים אלו תורמים לנראות התזרים העתידי לשירות החוב ולנזילות החברה וכתוצאה מכך גם ליכולתה להמשיך ולרכוש נכסים נוספים; מהמשך השיפור בפיזור הפעילות כך שהחברה מנהלת כ-100 בתי מלון, מתוכם כ-50 מצויים בבעלות מלאה/חלקית של החברה והיתר בחוזי שכירות/ניהול עבור אחרים באופן המקנה פיזור של מקורות הכנסה על מגוון סוגיה. כמו כן, קיים פיזור גיאוגרפי מסוים מכך שכ-43% מחדרי המלון בניהול מצויים בישראל (במגוון אזורים כגון אילת, ים המלח מחוז הדרום, המרכז, ירושלים טבריה וחיפה), כ-45% מהחדרים בגרמניה (במגוון אזורים כגון ברלין, מינכן ופרנקפורט) והיתר במדינות נוספות באירופה הכוללות את ספרד, איטליה, אנגליה, בלגיה, אוסטריה, הולנד, שווייץ והונגריה. כמו כן, החשיפה לנכס בודד בפורטפוליו הן מבחינת ה-NOP (Net Operating Profit) והן מבחינת ה-NAV הינה נמוכה ביחס לחברות מדורגות אחרות; מיחסי איתנות הבולטים לחיוב ביחס לדירוג כך שלמרות צמיחה משמעותית בהיקף הפעילות של החברה, מינוף החברה נותר בולט לחיוב ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי ביחס החוב ל-CAP ויחס החוב נטו ל-CAP אשר עומדים על כ-54% וכ-47% בהתאמה ליום 31.03.2016 (כולל חלק החברה בחוב הפיננסי של חברת פרתאל אשר אינה מאוחדת במסגרת הדוחות הכספיים). מידרוג מניחה כי תחול שחיקה מסוימת ביחסים אך כי הנ"ל עדיין צפויים להלוו את הדירוג (ראו בהמשך). כמו כן, היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות גדל מכ-1,313 מיליון ש"ח לכ-1,660 מיליון ש"ח בין 31.12.14 לבין 31.03.2016; החברה ממשיכה לשמור על צמיחה בפרמטרים התפעוליים של המלונות כך שבין השנים 2012-2015 הצליחה להביא לגידול שנתי ממוצע של כ-3% ב-NOP מנכסים זהים וזאת חרף ההשפעות של המצב הביטחוני והגאופוליטי אשר השפיע לשלילה על ענף המלונאות בישראל (ראו בהמשך); היקף ה-FFO, תזרים שירוי שוטף ויחסי הכיסוי בחברה בולטים לטובה כך שבשנים האחרונות ה-FFO נמצא במגמת גידול ולשנת 2015 עמד על כ-280 מיליון ש"ח לעומת כ-213 מיליון ש"ח לשנת 2014 (כולל

חלק החברה ב-FFO של חברת פרותאל אשר אינה מאוחדת בדוחות. להערכת מידרוג, בהתחשב בעסקאות שנחתמו וטרם משתקפות באופן מלא בדוחות החברה, ה-FFO צפוי לצמוח למעל 300 מיליון ₪ לשנה בטווח הקצר בינוני (ככל שלא תחול הרעה נוספת משמעותית בענף הפעילות). יחסי הכיסוי של החברה מהירים, כך שהחברה מציגה יחס חוב נטו ל-FFO שנע בשנים האחרונות בטווח של כ-5-8 שנים (כולל חלק החברה במלונות המוצגים לפי שיטת השווי המאזני). מודל מידרוג מניח טווח דומה גם בטווח הקצר בינוני (ראו בהמשך). היקף התזרים המשמעותי ביחס לשירות החוב ויחסי הכיסוי מהירים ממתנים במידה מסוימת את הסיכון הגלום בפעילות בענף המלונאות; לחברה נזילות משמעותית גם בהתייחס לתוכניות מסוימות לרכישת נכסים נוספים, ביחס לצרכי החוב ובייחוד ביחס לעומס פירעונות האג"ח, בפרט בהתחשב בתזרים השוטף המשמעותי (אחרי אמורטיזציה שוטפת בנקאית ו-CAPEX) לפני דיבידנדים.

הדירוג מושפע לשלילה מענף הפעילות אשר חשוף לתנודתיות למחוזרים שליליים. כך למשל מאז שנת 2014, ישנה האטה בכניסת התיירים לישראל והרעה באזורי פעילות כגון ים המלח, ירושלים וטבריה ובמידה פחותה יותר גם באזור המרכז. יצוין כי השיפור בתוצאות באירופה קיזז את השפעת האמור על תוצאות החברה. כמו כן, החברה חשופה גם להאטה כלכלית באירופה, למשל כתוצאה מאירועים דוגמת ה-Brexit, אשר עשויים להשפיע לשלילה על פעילות החברה באזור; מאסטרטגיית צמיחה מהירה הבאה לידי ביטוי בהרחבת הפעילות באופן החושף את תוצאות הפעילות החדשה לתנודתיות. יחד עם זאת, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג לוקחת בחשבון את האפשרות לצמיחה בעתיד; תלות בבעל השליטה שהינו בעל ערך משמעותי בתחום הפיתוח העסקי בחברה. יצוין כי לחברה שדרת ניהול נרחבת יחסית עם ניסיון רב.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שחיקה מסוימת (כ-2-3%) ב-NOP של המלונות הקיימים בישראל (זאת בנוסף לשחיקה בתוצאות הפעילות בשנים 2014-2015) וכן NOP נמוך יותר לגבי המלונות החדשים יותר אשר טרם הציגו תוצאות מיוצבות למשך שנה מלאה. תרחיש הבסיס של מידרוג מתחשב בקיטון מסוים ב-NOP במלונות בחו"ל לעומת תחזיות החברה לשנת 2016. בנוסף, תרחיש הבסיס מתחשב בקיטון נוסף בהכנסות ועלייה בהוצאות התפעול, הוצאות המטה, תשלומי הריבית והמס וכן שימוש חלקי ביתרת הנזילות לרכישות נוספות. יחסי החוב נטו ל-FFO הנגזר מתרחיש זה עומדים על טווח של כ-5-8 שנים (כולל חלק החברה במלונות המוצגים לפי שיטת השווי המאזני) והולם את הדירוג. יצוין כי נבחנה גם יכולת החברה לשרת את החוב בתרחישי קיצוץ מחמירים יותר. מבחינת סך חובות החברה, מידרוג לוקחת בחשבון מחזור חובות באופן שוטף (למעט תשלום האמורטיזציה השופטת של ההלוואות), בדגש על הלוואות שלהן מרכיב "בולט" ואף גידול מסוים בהיקף החוב בחלק מההלוואות בחו"ל בהם החברה מתכוונת לבצע מימון מחדש. תרחיש הבסיס לוקח בחשבון גידול בהיקף החוב לצורך רכישת נכסים חדשים, בייחוד בחברת פתאל אירופה. אף על פי כן, תרחיש הבסיס מתחשב בכך שיחס החוב נטו ל-CAP נטו יעמוד על טווח של 55%-60%. עלייה ברמות המינוף מעבר לטווח הנ"ל תשליך לשלילה על הדירוג. הנחת תרחיש הבסיס הינה קיטון ביתרת הנזילות ביחס לנזילות הגבוהה הקיימת ליום 31.03.16, אולם מידרוג מניחה כי החברה תמשיך ותשמור על יתרת נזילות משמעותית ביחס לעומס פירעונות האג"ח.

היקף תזרים ופעילות משמעותי וכן פיזור נכסי וגאוגרפי משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון; היקף החדרים בניהול בישראל הינו הגבוה ביותר מתוך החברות המלונאיות בישראל והחברה הינה שחקן מוכר בגרמניה גם כן.

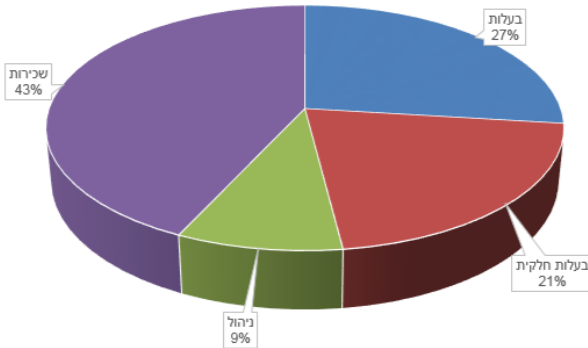
פורטפוליו המלונות של החברה בישראל כולל פריסה ארצית נרחבת של 33 בתי מלון וכ-7.8 אלפי חדרים, מתוכם כ-4.2 אלפי חדרים מצויים בבעלות (מלאה או חלקית), כ-2.2 אלפי חדרים בשכירות וכ-1.4 אלפי חדרים בניהול.

בנוסף, מפעילה החברה ומנהלת מעל ל-66 בתי מלון נוספים באירופה וכ-10,600 חדרים (כולל עסקאות לרכישה, השכרה של מלונות נוספים אשר טרם החלו להפיק הכנסה), כאשר קרוב ל-80% מהחדרים בניהול באירופה ממוקמים בגרמניה. בסה"כ החברה פעילה ב-10 מדינות. תיק הנכסים של החברה מצוי במגמת צמיחה משמעותית שתורמת לגידול בהיקף ההכנסות ופיזור הפעילות של החברה. כך לדוגמה, מאז שנת 2008 היקף החדרים בניהול ע"י החברה גדל בכ-11 אלף חדרים, כולל גידול של כ-19% בשנה האחרונה. להערכת מידרוג, לאור הנזילות בפתאל אירופה ומו"מ לרכישות נוספות, היקף הפעילות צפוי להמשיך ולצמוח. יצוין כי העלייה בהיקף הפעילות מביאה לשיפור בפיזור הפעילות גם כן. כך למשל בשנת 2015 מלונות החברה שירתו כ-7.4 מיליון אורחים והפיקו הכנסות בהיקף של כ-2.9 מיליארד ₪ (כולל הכנסות מלונות אשר אינם מאוחדים בדוחות הכספיים ומלונות בניהול בלבד אשר חלק מההכנסות בגינם שייכות לבעלי הנכסים). כמו כן, בניתוח כלל ה-NOP של מלונות אלו (מלונות בבעלות לפי חלק חברה ומלונות בשכירות וניהול לפי 100%) שלושת המלונות המרכזיים אחראים על כ-11% מכלל ה-NOP ועשרת המלונות המרכזיים אחראים על כ-26% בלבד מתוך כלל ה-NOP. בניתוח ה-NAV של המלונות בבעלות/בעלות חלקית (שווי המלונות בניכוי החוב שכנגדם) עשרת המלונות המרכזיים אחראים על כ-50% מתוך ה-NAV של המלונות בבעלות בלבד. להערכת מידרוג, מעל ל-50% מהתזרים השוטף השיווי (NOP פחות CAPEX ושירות חוב במלונות בבעלות ובניכוי דמי שכירות במלונות בשכירות) נובע ממלונות בבעלות ובעלות חלקית (כולל רווח ניהולי ככל שקיים במלונות בבעלות חלקית). לאור כל האמור, להערכת מידרוג הפיזור הנכסי, הגיאוגרפי וכן הפיזור של מקורות ההכנסה משפיעים לחיוב על הקטנת החשיפה למקור בודד. אף על פי כן, הפעילות חשופה להאטה וסיכונים כלל ענפיים.

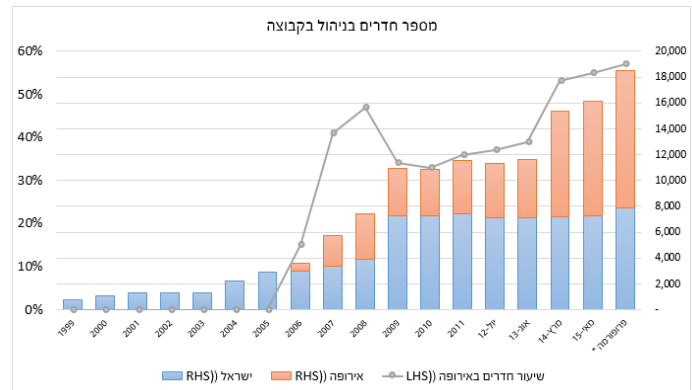
לפי מידע שפורסם ע"י חברת BDI ובהתאם לנתונים ציבוריים קיימים, היקף החדרים המנוהל ע"י החברה בישראל הינו הגדול ביותר מבין החברות המלונאיות בישראל. על פי Treugast, אשר מדרגת קרוב ל-70 חברות ניהול בגרמניה, רשת לאונרדו (בתי המלון של החברה באירופה ממותגים תחת שם זה) מדרגת בדירוג AA¹ - דירוג זהה לרשתות מובילות כגון Hyatt, Hilton ו-Starwood, כאשר רק 4 חברות מדרגות בדירוג גבוה יותר - AAA¹. מערכת ההזמנות של החברה, יכולות ה-Revenue Management, ההשקעות ושיפורים במושכר תורמים למיצוב הנכסים וליכולת הקבוצה להפיק תשואה גבוהה על ההשקעה ברכישות חדשות.

¹ מדובר בדירוגים של חברת Treugast אשר מעידים על היקף פעילות הרשת והמותג ולא מדובר בדירוג חוב או דירוג המקביל לדירוג מידרוג.

פילוח הרכב פעילות לפי אופן החזקה - פתאל כיום - 18.5 אלף



מספר חדרים בניהול בקבוצה



* פרפורמה של מספר חדרים כולל עסקאות למלונות נוספים בשכירות ובעלות אשר טרם החלו להפיק הכנסה

יחסים איתנות טובים ביחס לדירוג יחסי כיסוי מהירים ההולמים את הדירוג בהתייחס לענף הפעילות; התזרים השיורי השוטף המשמעותי מקנה לחברה כרית למחזור עסקים שלילי בענף

כפי שצוין היקף ה-FFO מצוי במגמת צמיחה אשר צפויה להימשך בשנים הבאות ולתרום להמשך היכולת להפיק יחסי כיסוי מהירים. יצוין כי לחברה אמורטיזציה שוטפת בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח בגין חובות בנקאים וכן CAPEX שוטף במלונות בהיקף של כ-20 מיליון ש"ח בשנה. גם בהתייחס לאמור, התזרים השיורי הינו משמעותי ביחס לאג"ח העומד על כ-120 מיליון ש"ח בחברה וכולל פירעונות קרן של כ-15 מיליון ש"ח בשנה. בנוסף, יש לציין כי לחברה מספר הלוואות בנקאיות ללא שעבוד אשר החברה פורעת את חלקם לאורך השנים גם כן. היקף ההון העצמי המצוי במגמת גידול ורמות המינוף הנמוכות יחסית, מקנות לחברה כרית אשר נדרשת, להערכת מידרוג, לאור התנודתיות המאפיינת את ענף הפעילות.

לוח סילוקין נוח ומספר מקורות לשירות החוב ממתן את ההשפעה של גמישות פיננסית מוגבלת

סך הפירעונות השנתי של האג"ח עומד על כ-15 מ' ש"ח. כמו כן, לחברת הבת פתאל אירופה אג"ח אשר כולל פירעון בהיקף של כ-16 מיליון ש"ח בשנת 2017 וכ-32 מיליון ש"ח לשנה לאחר מכן (האמור הינו כולל הרחבת אג"ח פתאל אירופה בהיקף של כ-34 מיליון ש"ח באפריל 2016). הנזילות במאזן המאוחד, כולל חלק החברה בחברת פרותאל, עמדה על כ-616 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.16. להערכת מידרוג, יתרת הנזילות צפויה לקטון לאור תוכנית ההשקעות בקבוצה. בנטרול הנזילות בפתאל אירופה ובפרותאל, הנזילות עומדת על כ-350 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.16. מצד אחד, להערכת מידרוג החברה תשתמש בחלק מהנזילות לצורך פירעון חובות והשקעות נוספות בישראל. מנגד, החברה מייצרת תזרים שוטף משמעותי. מעבר לנזילות הקיימת ולתזרים השיורי השוטף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת מ-LTV ממוצע על נכסים משועבדים העומד על כ-50% ומאפשר מימון מחדש מדי פעם, בייחוד בהתייחס לאמורטיזציה השוטפת של ההלוואות. בנוסף, לחברה מלונות לא משועבדים בהיקף של כ-150 מיליון ש"ח. אולם, להערכת מידרוג מדובר במלונות ברמת מיצוב פחות טובה באירופה (בעיקר מלונות בבלגיה ומלונות קטנים בגרמניה). לאור האמור, מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת טובה בשירות החוב בעתיד הנראה לעין.



* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-7.5 מ' ש"

יחסים פיננסיים עיקריים - פתאל החזקות (1998) בע"מ - אלפי ש"ח - בהתאם לדוחות הכספיים

31.12.2013	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2015	31.03.2016	אלפי ש"ח
1,165,622	1,301,653	280,365	1,589,620	350,808	סה"כ הכנסות
553,178	639,661	115,706	747,199	146,900	רווח גולמי
248,779	287,197	32,045	357,302	34,772	EBITDA
135,110	97,176	-9,155	163,985	-6,939	רווח נקי
573,274	269,264	-75,553	357,026	13,699	סה"כ רווח הפסד כולל
104,868	190,809	241,735	255,261	599,447	יתרות נזילות
716,238	1,184,393	1,190,919	1,827,151	2,008,448	חוב פיננסי
611,370	993,584	949,184	1,571,890	1,409,001	חוב פיננסי נטו
1,922,371	2,679,942	2,586,571	3,797,017	3,939,386	CAP
1,817,503	2,489,133	2,344,836	3,541,756	3,339,939	נטו
1,095,121	1,327,284	1,231,731	1,706,981	1,720,197	הון עצמי וזכויות מיעוט
2,241,826	3,050,017	3,098,515	4,196,169	4,371,244	מאזן
37%	44%	46%	48%	51%	חוב ל-CAP
34%	40%	40%	44%	42%	חוב נטו ל-CAP נטו
49%	44%	40%	41%	39%	הון עצמי למאזן
153,052	164,283	163,461	214,428	162,806	FFO _{LTM}
4.5	5.1		8.5		חוב ל-FFO
3.9	4.3		7.3		חוב נטו ל-FFO

* יחסי הכיסוי לשנת 2015 מושפעים לשלילה מכך שבתחילת יולי 2015 החברה רכשה את אחזקות שותפיה בקרן פתאל כך שהחוב משתקף במאזן אך ההכנסות בגין מלונות אלו (ללא הכנסות הניהול) משתקפות לכחצי שנה בלבד. בנוסף, החברה רכשה מספר מלונות נוספים במהלך השנה באופן שהנ"ל טרם הפיקו הכנסה למשך שנה מלאה. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתחשבת בחלק החברה בחוב והתזרים של חברת פרוטאל המוצגת בדוחות הכספיים לפי שיטת השווי המאזני.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- הקטנה משמעותית של רמות המינוף לאורך זמן, גם בהתחשב באירועים הצפויים להתרחש לאחר תאריך המאזן
- המשך הגדלת היקף הפעילות ושיפור הפיזור הגיאוגרפי בפעילות
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ובכלל זאת - החזקה בנכסים בלתי משועבדים בהיקף משמעותי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

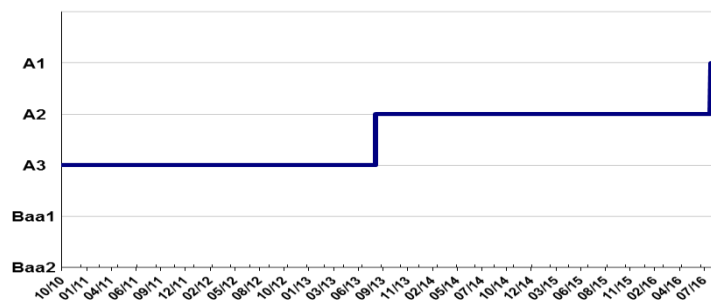
- שחיקה במינוף החברה מעבר לתחזיות מידרוג
- שחיקה לאורך זמן ברווחיות התפעולית של מלונות החברה אשר תביא לפגיעה בתזרימי המזומנים מפעילות וביחסי הכיסוי
- שינוי במבנה הקבוצה ובמיוחד בבעלות הקבוצה ו/או נקיטת מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים

אודות החברה

חברת פתאל פועלת בענף המלונאות בארץ ובח"ל. החברה מנהלת מלונות הנמצאים בבעלותה, או אשר נשכרים על ידה וכן מנהלת מלונות עבור אחרים. בעל השליטה בחברה - מר דוד פתאל - מחזיק, נכון למועד הדו"ח, בכ- 71.8% ממניות החברה ומשמש כיו"ר דירקטוריון החברה. יתרת המניות מוחזקות בנאמנות עבור גב' הדסה פתאל (9.66%) וע"י מגדל חברה לביטוח (18.54%).

היסטוריית דירוג:

7



דוחות קשורים:

[פתאל אחזקות \(1998\) בע"מ](#) - מעקב יוני 2015

[דירוג חברות מלונאות](#) - פברואר 2016

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי:

11/08/2016	תאריך דוח הדירוג:
14/06/2015	תאריך דוח קודם:
09/02/2012	תאריך מתן דירוג ראשוני:
מלונות פתאל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מלונות פתאל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 שאלה 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 ולסיכונים 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 הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו 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 אמין, 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 אמין, 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 המצויים 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, בנין 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, בנין: (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.