

# פתאל החזקות (1998) בע"מ

מעקב | ספטמבר 2023

## אנשי קשר:

### אלכסנדר ארליך

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Alexander.E@midroog.co.il](mailto:Alexander.E@midroog.co.il)

### תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני

[Tamir.s@midroog.co.il](mailto:Tamir.s@midroog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## פתאל החזקות (1998) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות

מידרוג מעלה את דירוג המנפיק של פתאל החזקות (1998 בע"מ) (להלן: "החברה") ואת דירוג אגרות החוב (סדרות ב', ג', ד' ו-1) שהנפיקה מ-A3.il ל-A2.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1150812	A2.il	יציב	31/12/2026
ג'	1161785	A2.il	יציב	31/08/2031
ד'	1188192	A2.il	יציב	31/12/2032
1	1169721	A2.il	יציב	15/05/2028

### שיקולים עיקריים לדירוג

- העלאת הדירוג הינה לאור שיפור מתמשך בפרופיל העסקי ובביצועים התפעוליים של החברה מאז שוך המגיפה וכן בהשוואה לשנת 2019 ערב המגיפה, בזכות מגמה חיובית בביקושים לשירותי בישראל ובאירופה וצמיחה בנכסי החברה. היקף הכנסות החברה<sup>1</sup> בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2023 עמד על כ- 6.7 מיליארד ש"ח לעומת כ- 5.5 מיליארד ש"ח בשנת 2019. בהשוואה בין התקופות, שיעור התפוסה הממוצע במלונות החברה בישראל ובאירופה דומה יחסית ועיקר הגידול בהכנסות נבע מעלייה בתעריפי הלינות (ADR) בשיעור שנתי ממוצע של כ- 4% המגלמת את השפעת האינפלציה באזורי הפעילות השונים, גידול במספר בתי המלון שמפעילה החברה, תמהיל סוגי המלונות והשקעות שבוצעו במלונות. המגמה החיובית צפויה להימשך לאורך שנת 2023. עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה צפויות לעמוד בטווח 7.0-7.6 מיליארד ש"ח לשנה בשנים 2023-2024, היקף שבולט לחיוב לרמת הדירוג.
- פעילות החברה בענף המלונאות מאופיינת ברמת סיכון ענפי גבוהה ביחס לענפי משק אחרים לאור חשיפה לתנודתיות גבוהה בשל תנאי הכלכלה או אירועים אקסוגניים אשר יש בהם כדי להשפיע על הביקושים בענף כגון משבר הקורונה או אירועי טרור. ההתאוששות ממשבר הקורונה והחזרה לשגרה הובילה לגידול בביקושים לשירותי פנאי ונופש בשנים 2021-2022 ובחציון הראשון של שנת 2023. בתוך כך, ענף המלונאות בישראל ובאירופה מאופיין מאז שוך המגיפה בגידול שיעורי התפוסה שמתקרבים לאלו של שנת 2019 וכן, בגידול מתמשך במחירי הלינות למול שנת 2019. יחד עם זאת, איום מצד מיתון כלכלי ברחבי יבשת אירופה ובישראל מציב עננה על המשך הצמיחה של הענף. עיקר פעילות החברה באירופה מתמקדת במדינות יציבות ובעיקר גרמניה, אנגליה, הולנד, סקוטלנד וספרד. יציבות הפעילות המלונאית במדינות הפעילות של החברה מתבטאת בתפוסות בינוניות עד גבוהות לאורך זמן ותנודתיות מעטה ב-ADR.
- דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי חזק המתבטא בהיקף פעילות משמעותי ופיזור נכסי וגיאוגרפי. החברה בעלת פעילות מלונאית ותיקה בישראל וכן בעלת מיצוב מוביל ובולט בשוק המלונאות בישראל. כמו כן, בשנים האחרונות, החברה המשיכה לבסס את מעמדה באירופה באמצעות חיזוק המותג המקומי "לאונרדו". עליית התעריפים לצד התייעלות בצד ההוצאות, הובילה לשיפור ברווחיות התפעולית שבולטת לחיוב לרמת הדירוג. בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2023, רשמה החברה שיעור רווח תפעולי להכנסות של כ- 15%, זאת בהשוואה לכ- 8% בשנת 2021 וכ- 15% בשנת 2019. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמור על אחוז רווחיות של 14%-16% שבולט לחיוב לרמת הדירוג.
- התאבון עסקי של החברה הינו בינוני-גבוה ומאופיין בהשקעות נרחבות ברכישה והקמה של מלונות בשנים האחרונות לצד גידול בחוב החברה, בהתאם לאסטרטגיית העסקית של החברה בישראל ובאירופה שמבוססת על איתור הזדמנויות לרכישת

<sup>1</sup> כולל איחוד יחסי חברות כלולות ושותפות המלונות.

השכרת או ניהול מלונות. היקף ההשקעות של החברה בשנים 2020-2023, ישירות ובאמצעות חברות כלולות (חלק החברה), הסתכם בכ- 5 מיליארד ₪ שמומנו ברובם באמצעות נטילת חוב וכן באמצעות תזרים פנוי מפעילות שוטפת, זאת במקביל לגידול בנכסים בחכירה תפעולית לז"א. מספר המלונות שמפעילה החברה גדל מ- 222 בשנת 2019 ל- 270 מלונות ליום 30.06.2023, ונתון זה אחראי במידה רבה לגידול בהכנסות החברה. להערכת מידרוג, המשך ההתרחבות באמצעות שותפות המלונות, יש בה למתן במידת מה את סיכון ההתרחבות, אם כי מידרוג מבצעת איחוד יחסי של נתוני השותפות במדידת היחסים הפיננסיים של החברה. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים ומידרוג לא הניחה חלוקת דיבידנדים בשנים 2023-2024.

- יחס הכיסוי של החברה חוב מותאם נטו ל- EBITDA עמד על כ- 9.7 שנים בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2023, יחס שבולט לשלילה לרמת הדירוג ומעיב על הפרופיל הפיננסי שלה. יובהר שהיחסים הפיננסיים לעיל ולהלן מחושבים בהתאם להתאמות מידרוג הכוללות סיווג התחייבויות חכירה תפעולית כחוב פיננסי. להערכת מידרוג, החוב הפיננסי המותאם נטו צפוי לגדול במידה מתונה בשנה-שנתיים הקרובות, כאשר החברה צפויה להמשיך להרחיב את פעילותה ולרכוש מלונות חדשים לצד גידול בתזרימי המזומנים השוטפים לנכח הגידול בהיקפי הפעילות. יחס הכיסוי חוב מותאם נטו ל- EBITDA צפוי להשתפר בשנים 2023-2024 ולעמוד בטווח של 8.0-9.0 שנים בשנים 2023-2024, לאור המשך גידול ב-EBITDA. יחס EBIT לעומת ההוצאות מימון צפוי לעמוד סביב 1.0, שבולט לשלילה לרמת הדירוג.
- הון עצמי למאזן של החברה עמד ליום 30.06.2023 ביחס של 11%, יחס שבולט לשלילה לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שכולל בין היתר, המשך שיפור בתוצאותיה של החברה ורווח שוטף גבוה שצפוי לשפר את ההון העצמי של החברה, ותחת הנחה לאי חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי בשנה-שנתיים הקרובות, החברה צפויה לעמוד על הון עצמי למאזן בטווח של 14%-16%.

**תרחיש הבסיס של מידרוג מניח איחוד יחסי של חברות כלולות ושותפות המלונות בהיקף של כ- 2.5 מיליארד ₪, נטרול התחייבויות חכירה תפעולית בין-חברתי בהיקף של כ- 2.4 מיליארד ₪. כמו כן, להערכת מידרוג בשנת 2023 יחול גידול משמעותי בהכנסות החברה בהשוואה לשנת 2022 ואילו בשנת 2024 מידרוג הניחה שחיקה מסוימת ברמת ההכנסות כתרחיש רגישות שמביא בחשבון האטה בתעריפי הלינות עם שיעורי תפוסה דומים. בהתאם, הרווח התפעולי צפוי לעמוד בטווח 1.0-1.2 מיליארד ₪. כמו כן, הונח סיום פיתוח של מלונות חדשים בישראל ובאירופה אשר צפויים להניב הכנסות בשנת 2024. תרחיש הבסיס כולל, בין היתר, המשך השקעות במלונות חדשים ובהקמה בהיקף של כ- 1.3 מיליארד ₪, נטילת חוב חדש בהיקף של כ- 1.6 מיליארד ₪ ופרעונות אשראי בהתאם ללוח הסילוקין של החברה וכן עלייה בהוצאות המימון בהלימה עם היקף האשראי בריבית משתנה של החברה.**

## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל A2.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il לאור זאת שמידרוג הביאה משקל לחיוב לכך כי הגמישות הפיננסית של החברה המתבטאת בנגישות גבוהה למגוון של מקורות מימון טובה יותר מזו המשתקפת מיחסי הכיסוי מותאמי החכירה. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" (מאי 2020), מידרוג מוסיפה לחוב הפיננסי את התחייבויות החכירה לצורך אומדן החוב הפיננסי המותאם מכיוון שלהערכת מידרוג התחייבויות אלו דומות במאפייניהן להתחייבויות פיננסיות בהתחשב באופי הקבוע מראש של התשלומים, במשך תקופת החכירה הארוך ובחוסר יכולת לדחות את התשלומים מבלי שהדבר יסכן את כושר החזר האשראי של החברה. במקרה של פתאל החזקות, התחייבויות החכירה מהוות מעל 70% מהחוב נטו המותאם של החברה, בין היתר בשל תקופות החכירה הארוכות ועל כן מותנה השפעה זו על הדירוג. כמו כן, במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לחיוב את מיצובה העסקי של החברה ביחס לרמת הדירוג כחברה מובילה לאורך השנים בענף המלונאות באופן התומך בפרופיל הסיכון.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי החברה תשמור על ביצועים תפעוליים חזקים של בתי המלון ושיפור ביחסי המינוף של החברה, לצד המשך השקעות משמעותיות הצפויות, בזכות הגידול בתזרימים מפעולות.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך שיפור בתוצאות התפעוליות עם עלייה בתזרימי המזומנים התפעוליים וירידה ברמת המינוף של החברה וביחס כיסוי חוב נטו מותאם ל-EBITDA

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה בסביבה התפעולית שתוביל לפגיעה מתמשכת בהכנסות ובתזרימי המזומנים של החברה
- עלייה ביחס המינוף וביחסי הכיסוי לאורך זמן מעבר להערכות מידרוג, לרבות בעקבות מדיניות התרחבות משמעותית
- חלוקת דיבידנד אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה

### פתאל החזקות (1998) בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪<sup>2</sup>

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023	
5,446	1,943	3,151	5,811	6,745	סך הכנסות מותאמות LTM
1,729	233	1,220	1,853	2,146	EBITDA LTM
17,490	18,540	17,720	19,501	20,718	חוב פיננסי מותאם ברוטו
1,120	1,293	776	911	605	יתרות נזילות
9.5	79.4	14.5	10.5	9.7	חוב פיננסי מותאם נטו / EBITDA
14.3%	9.1%	9.4%	10.9%	11.1%	הון עצמי / סך מאזן

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**הביקוש לנופש ופנאי מצוי בעלייה לאורך זמן, תוך שאיום המיתון מעיב על המשך השיפור בקצב החד שנצפה שמאז**

**שן הקורונה; התיירות העסקית טרם חזרה למימדיה טרום המגיפה בשל מגמת העבודה ההיברידית**

פעילות החברה בענף המלונאות מתבצעת בעיקר במרכז אירופה (כ- 46% מהיצע חדרי המלון של החברה), באנגליה ואירלנד (כ- 26%) ובישראל (כ- 22%). מלונות החברה במרכז אירופה פונים בעיקר לתיירות עסקית לרבות אירוח כנסים ואירועים. מלונות החברה באנגליה ובאירלנד פונים הן לתיירות עסקית והן לתיירות פנאי. בישראל, פונים מלונות החברה בעיקר לפלח תיירות הפנים המהווה כ- 80% מהכנסות החברה בישראל. פעילות החברה באירופה מתבצעת במדינות יציבות ובעלות דירוג אשראי בינלאומי גבוה, המאופיינות בתעשיית תיירות יציבה יחסית לאורך זמן ובהן בעיקר גרמניה, ספרד והולנד, וכן בריטניה ואירלנד.

ענף המלונאות בו פועלת פתאל החזקות מאופיין על ידי מידרוג ברמת סיכון גבוהה יחסית, היות והביקוש לשירותי מלונאות נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, ממחזוריות כלכלית ומאירועים אקסוגניים המשפיעים על התיירות הבינלאומית. ההוצאה על תיירות ובעיקר תיירות נופש נתפשת בד"כ כהוצאת פנאי ומותרות ועל כן, בעת האטה או מיתון כלכלי עולמי או מקומי, הענף עלול להיפגע באופן משמעותי. מעבר לכך, מצב ענף המלונאות קשור קשר הדוק למצב המדינה בה הוא נמצא. הרעה במצב הפוליטי והביטחוני במדינה עלולה להביא לפגיעה משמעותית בתיירות, ובפרט בתיירות הנכנסת. הענף מאופיין בחסימי בינוניים. היצע המלונות מבוצר מאוד וכולל רשתות ענק בינלאומיות לצד מלונות פרטיים ופתרונות לינה תחליפיים לבתי מלון, בדמות דירות להשכרה קצרת טווח, ועדיין קיימת חשיבות להצעת הערך של המותג המלונאי, למיקום בית המלון ולניסיון של חברת הניהול המהווה פרמטר חשוב

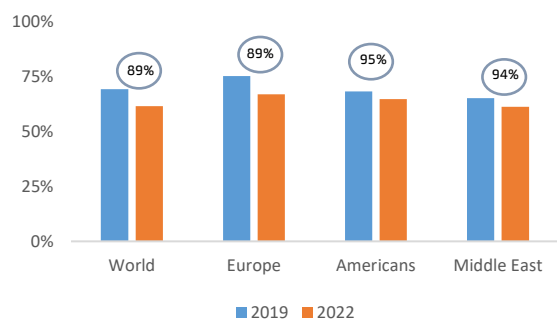
<sup>2</sup> הנתונים לעיל כוללים איחוד יחסי של חברות כלולות ומזים המלונאות וכן, נטרול של התחייבויות חכירה בינחברתיות למול חברות כלולות. יחס הון למאזן מוצג על בסיס דוחות כספיים מאוחדים.

ברוחיות הפעילות. בנוסף, זמינות קרקעות באזורי ביקוש מרכזיים מהווה חסם כניסה משמעותי בענף. תמורות טכנולוגיות המנגישות מידע ומעודדות שקיפות מחירים תורמות להגדלת הביקוש אך גם מעודדות תחרות. ענף המלונאות עתיר תחזוקה יומיומית והשקעות הוניות. רמת הסיכון משתנה לאורך שרשרת הערך בענף, בהלימה למידת סיכוני הביקוש והתפעול שנטלים על עצמם השחקנים השונים. ענף המלונאות עתיר כוח אדם ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי והינו חשוף לטעמי הציבור ולסיכוני מוניטין.

פרוץ מגיפת הקורונה במרץ 2020 והגבלות התנועה וההתכנסות, לרבות מגבלות התעבורה בין מדינות, הובילו לפגיעה משמעותית, עד כדי עצירה מוחלטת, בענף התיירות הבינלאומי, וענף המלונאות בתוכו. ההאטה בהתפשטות המגיפה במדינות רבות עם התרחבות שיעור ההתחסנות וחזרה לשגרה במתוויים שונים, הובילה לגידול בביקושים לשירותי פנאי ונפש בקרב הצרכנים בשלהי שנת 2021, בשנת 2022 ובחציון הראשון של 2023. בחודש אפריל 2023 הותירה מודי'ס את האופק החיובי לענף האירוח הגלובלי<sup>3</sup> לאור חזרת הביקושים לשירותי אירוח, בדגש על מגמת שיפור משתנה בין תחומי האירוח השונים, כגון מסעדות, נופש, תיירות עסקית ובתי קזינו. להערכת מודי'ס, התאוששות תיירות הנופש תימשך אך הקצב יואט, הצרכנים ממשיכים להראות ביקושים חזקים לפעילות פנאי וזאת למרות האטה בצמיחה הכלכלית. להערכת מודי'ס, תעריפי החדרים (ADR) ימשיכו לעלות בשנת 2023 מעל הרמות של 2019. הרווחים של רוב חברות הלינה המדורגות ע"י מודי'ס חזרו לרמתם בשנת 2022 ביחס לשנת 2019. להערכת מודי'ס, התיירות העסקית תמשיך להשתפר אך תישאר עדיין מתחת לרמתה ביחס לשנת 2019. האופק החיובי של הענף, נובע מתחזית חיובית להמשך גידול בתוצאות הענף וזאת בעיקר בשל גידול בתעריפי החדרים וחדשים שיתווספו. להערכת מודי'ס, אירופה תמשיך להתאושש אבל בצורה מתונה, אם כי האינפלציה תכביד על הרווחיות שכן חברות יתקשו לעלות מחירים ולהדביק את קצב האינפלציה.

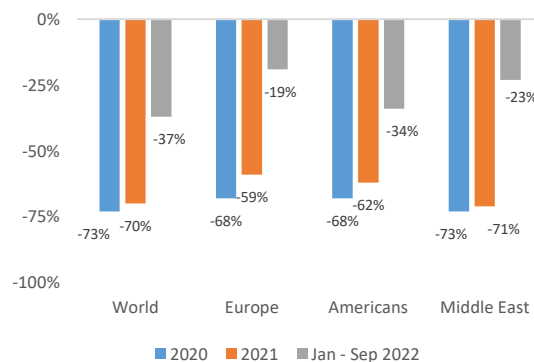
ענף המלונאות באירופה מאופיין בעת האחרונה בשיעורי תפוסה שכמעט חוזרים לאלו של שנת 2019, ומחירי הלינות עולים. בחודשי הקיץ של שנת 2023, תעשיית המלונאות האירופית רשמה עלייה של 20.5% ב-RevPar ביחס לשנת 2019. לצד זאת, מידרוג סבורה כי איום המיתון הגלובלי, בדגש על יבשת אירופה, מטיל עננה מעל המשך קצב הצמיחה של ענף המלונאות בטווח הקצר-הבינוני.

**תרשים 2: % התאוששות בשיעורי התפוסה שנת 2022 מול 2019**



מקור: JLL עיבוד: מידרוג

**תרשים 1: כניסת תיירים בחלוקה לאזורים ביחס לשנת 2019**



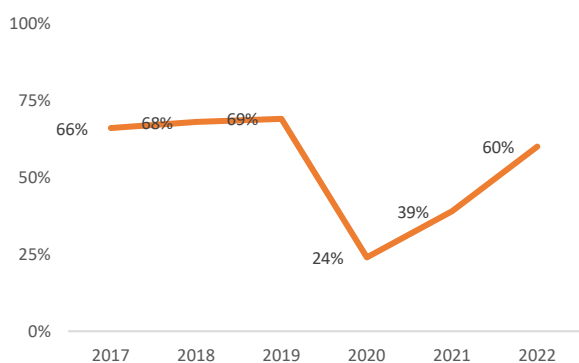
מקור: JLL עיבוד: מידרוג

ענף מלונאות הנופש לתיירות פנים בישראל עומד בתחרות עזה מול הביקוש לחבילות נופש בחו"ל ובפרט ביעדים קרובים לישראל כגון יוון וקפריסין ושאר מדינות אירופה. גם בצד התיירות הנכנסת, עומדת ישראל בתחרות מול יעדים באגן הים התיכון ולאורך הים האדום כגון ירדן וסיני. על פי נתוני הלמ"ס, בשנת 2022 חלה התאוששות של ענף המלונאות בישראל, ביחס לשנים 2021 ו-2020. לאחר שבשנת 2020 בתי המלון הושפעו לרעה ממגפת הקורונה. שיעור התפוסה הממוצע לחדרי מלון בישראל בשנת 2022 עמד על כ-60%, לעומת כ-39% בשנת 2021, כ-25% בשנת 2020 וכ-70% ב-2019. על פי הלמ"ס, הפדיונות בבתי המלון בישראל בשנת 2022

<sup>3</sup> "Hospitality recovery continues, positive outlook" - April 2023 by Moody's

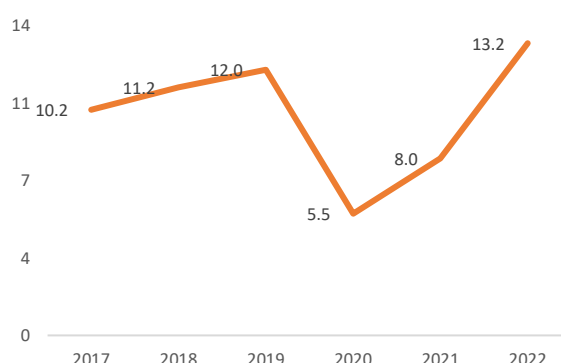
גדלו משמעותית ביחס לשנת 2021, ועלו לראשונה על רמות הפידיון שנרשמו בשנת 2019 בטרם משבר הקורונה - פדיונות של כ- 13.2 מיליארד ₪ ב-2022, כ-8.1 מיליארד ₪ ב-2021, כ-4.3 מיליארד ₪ ב-2020 וכ-12.7 מיליארד ₪ ב-2019.

**תרשים 4: שיעורי התפוסה במלונות בישראל בשנים 2017-2022**



מקור: הלמ"ס עיבוד: מידרוג

**תרשים 3: סך הכנסות מלונות בישראל בשנים 2017-2022**



מקור: הלמ"ס עיבוד: מידרוג

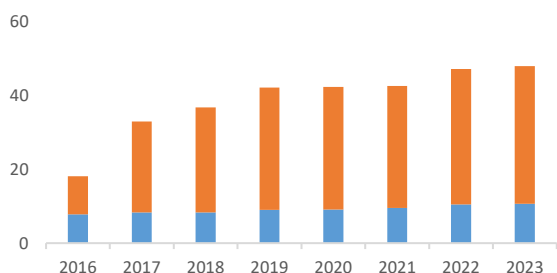
### היקף פעילות משמעותי עם פריסה ג"ג רחבה ובעלות על מספר מותגים מלונאיים בניהול עצמי ממצבים את פתאל החזקות בין החברות המובילות באזורי פעילות העיקריים

עם כ-227 בתי מלון פעילים בניהול והפעלה של החברה (ועוד כ-43 בתי מלון בהקמה), על פני 3 טריטוריות ג"ג עיקריות, מיצובה העסקי של פתאל החזקות מושפע לחיוב מהיקף פעילות משמעותי, המתבטא בין השאר בהכנסות של כ-6.7 מיליארד ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.06.2023. המיצוב העסקי של החברה מושפע לחיוב מפריסה רחבה של הפעילות על פני 20 מדינות ב-3 טריטוריות עיקריות: ישראל, המהווה כ-31% מהכנסות החברה בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.06.2023, מרכז אירופה (ובעיקר גרמניה, ספרד והולנד) המהווה כ-35% מההכנסות בתקופה האמורה ובריטניה ואירלנד המהוות כ-29% נוספים. יתר ההכנסות נובעות ממדינות שונות באגן הים התיכון. מלונות החברה פועלים תחת מספר מותגים בבעלות ובניהול החברה, הבולטים שבהם הם Leonardo, JURYS INN, NYX והרודס. להערכת מידרוג, בעלות החברה על מספר רשתות מותג והפעלה עצמית של המלונות נשענת על יכולות ניהוליות וטרק רקורד משמעותי ותורמת לרווחיות החברה.

בישראל פועלת החברה בעיקר במותגים לאונרדו והרודס, ומחזיקה בנתחי שוק משמעותיים בפריסה רחבה על פני אזורי התיירות העיקריים, בדגש על אילת ותל אביב. החברה מפעילה כ-10,656 חדרים מלון בארץ, המהווים כ-18% מסך חדרי המלון בארץ, באופן שממקם אותה כחברה בעלת מספר החדרים הגבוה מבין חברות המלונאיות בישראל. באירופה פועלת החברה תחת המותג לאונרדו בעיקר, בפלח שוק מלונות העסקים בדרגת 3-4 כוכבים הממוקמים במרכזי ערים ומשרתים תיירות פנים ותיירות חוץ. מיצובה העסקי של החברה באירופה בינוני והיא מתחרה עם רשתות בינלאומיות גדולות ומוכרות.

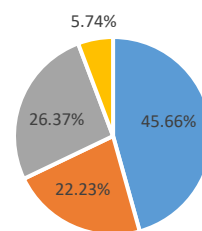
החברה מאופיינת בקצב התרחבות מהיר והדבר קיבל ביטוי בצמיחת החדרים שמפעילה החברה לאורך השנים. נכון ל-30.06.2023 מצויה פתאל נכסים בשלבי פיתוח והקמה של 43 בתי מלון לאורך מדינות בהן פועלת. בחציון השני 2023, החברה צפויה לפתוח 5 מלונות חדשים כאשר 2 מתוכם באירופה, 3 ביוון ומלון אחד בישראל. בנוסף, בשנת 2024, החברה צפויה לפתוח 10 בתי מלון חדשים כאשר 6 מתוכם בישראל, 3 בגרמניה ומלון אחד בקפריסין. אסטרטגיית הצמיחה של החברה תרמה לגידול בהיקף ההכנסות ולפיזור הפעילות, אולם מהווה גורם המשפיע לשלילה על פרופיל סיכון האשראי של החברה בשל הגידול בחוב הפיננסי הכרוך בכך.

**תרשים 6: התפתחות מס' חדרים באלפים 2016-2023**



מקור: דוחות כספיים 30.06.23 של החברה עיבוד: מידרוג

**תרשים 5: התפלגות מספר חדרים בחלוקה לאזורים**



מקור: דוחות כספיים 30.06.23 של החברה עיבוד: מידרוג

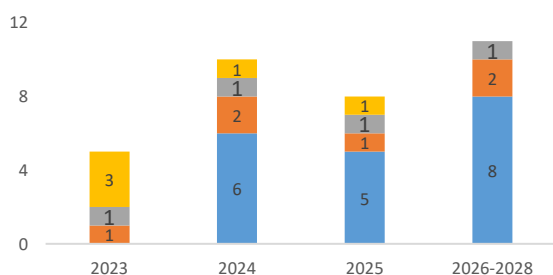
**הגידול בהיקף המלונות שמפעילה החברה לצד שיעורי תפוסה גבוהים יחסית והתייעלות אוששו את הרווח התפעולי שצפוי לצמוח בשנה-שנתיים הקרובות גם בהשוואה להיקפו טרום המגיפה**

החברה חוותה התאוששות הדרגתית מאז שוך המגיפה, כאשר הכנסות החברה בארבעת הרבעונים שעד ליום 30.06.2023 הסתכמו בכ- 6.7 מיליארד ש"ח וזאת בהשוואה לכ- 5.5 מיליארד ש"ח בשנת 2019 טרום מגיפת קורונה. הגידול בהכנסות החברה הושפע לחיוב מצמיחה שנתית ממוצעת של כ- 4% בתעריפי הלינות במלונות החברה בין השנים 2019-2022, לצד שיעורי תפוסה גבוהים יחסית, כאשר ברבעון השני של שנת 2023 עמד שיעור התפוסה הממוצע במלונות החברה על כ-94% משיעור התפוסה הממוצע ברבעון השני של שנת 2019. בנוסף, הגידול בהכנסות בין התקופות מוסבר גם בעלייה במספר החדרים שמפעילה החברה, בשיעור של 14% בין שנת 2019 לשנת 2022.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שכולל בין היתר, הנחה להמשיך שיפור בתוצאות החברה במהלך שנת 2023 בהשוואה לשנת 2022 לאור גידול בהכנסה ממוצעת לחדר (ADR), עלייה בשיעורי התפוסה והנבחה ממלונות חדשים. לצד זאת מידרוג הביאה בחשבון את החשש מהתפשטות מיתון ברחבי אירופה ובבריטניה אשר עלול להשפיע לשלילה על הביקוש לשירותי מלונאות ועל שיעורי התפוסה ולכן מידרוג הניחה תרחיש רגישות לגבי הכנסות החברה בשנת 2024. בהתאם לכך טווח ההכנסות השנתי של החברה צפוי לעמוד על 7.6-7.0 מיליארד ש"ח לשנה בשנים 2023-2024. יש לציין כי החברה צופה היקף הכנסות גבוה יותר בשנת 2024, בטווח של 8.1-8.5 מיליארד ש"ח.

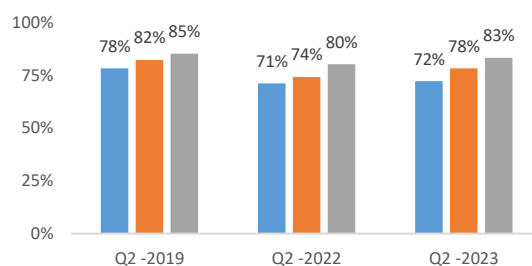
רווחיות החברה בולטת לחיוב, ועומדת על אחוז רווחיות תפעולית של 15% בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2023, ובדומה לשנת 2019, זאת לאחר שחיקה חדה ברווחיות בתקופת הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמור על רמת רווחיות גבוהה יחסית של 16%-14%. יציין כי אחד הגורמים לשיעור הרווחיות הגבוהה יחסית נוגע לעבודה כי החברה הצליחה לצמצם את שיעור ההוצאות ביחס להכנסות בשנים האחרונות, כאשר עליית ה-ADR קוזז בחלקו בצד התייקרות עלות השירותים של החברה. להערכת מידרוג, הרווח התפעולי יעמוד בטווח של 1.0-1.2 מיליארד ש"ח לשנה בשנים 2023-2024.

**תרשים 8: פתיחת מלונות חדשים בחלוקה לאזורים**



מקור: דוחות כספיים 30.06.23 של החברה עיבוד: מידרוג

**תרשים 7: שיעורי תפוסה ממוצעים בחברה לפי אזורים**



מקור: דוחות כספיים 30.06.23 של החברה עיבוד: מידרוג

## מיזם המלונאות נועד להוות את זרוע ההשקעות החדשות של קבוצת פתאל במלונות באירופה ולתמוך בהתרחבות הקבוצה, תוך הגבלת החשיפה והגדלת התיק וגיוונו, אולם חלקה של הקבוצה בהשקעות נותר משמעותי

השקעות החברה מאופיינות בקצב התרחבות מהיר לאורך השנים וזאת בהתאם לאסטרטגיה העסקית של החברה בישראל ובאירופה. אסטרטגיית הפיתוח של החברה בישראל ובאירופה מבוססת על איתור הזדמנויות לרכישת, השכרת או ניהול מלונות. בישראל פועלת החברה לפתיחת מלונות בוטיק ונופש ואילו באירופה החברה פועלת לרכוש בעיקר מלונות ברמה של 3 עד 4 כוכבים בערים ראשיות ברחבי מרכז ומערב אירופה תוך חיזוק המותג לאונרדו. עיקר הגידול של החברה בוצע משנת 2016 עד לשנת 2019 טרום מגפת הקורונה, מספר החדרים גדל מ- 18,127 בשנת 2016 ל- 42,160 חדרים ועיקר התרחבות החברה בוצע באירופה. משנת 2019 ועד ליום 30.06.2023 מספר החדרים גדל בשיעור של כ- 14% ל- 47,932 חדרים.

בחודש אפריל 2022 השלימה פתאל נכסים (100%) הקמת שותפות ישראלית ביחד עם משקיעים מוסדיים אשר תפעל לאיתור הזדמנויות השקעה במלונות באירופה, אם בדרך של רכישה והשבחה של מלונות קיימים ואם בדרך של הקמת מלונות חדשים, תפעולם השוטף וכן מכירתם. בכונת השותפות לפעול לגיוס הון שותפים של עד כ-400 מ' אירו שימשו להשקעות בהיקף של 850 מ' אירו על פני 3 שנים, כאשר יתרת ההשקעות תמומן באמצעות הלוואות בנקאיות שתיטול השותפות. פתאל נכסים התחייבה להשקיע בשותפות עד 100 מ' אירו. במועד הקמת השותפות התקבלו התחייבויות השקעה בסך של כ-315 מ' אירו. בסמוך למועד דוח זה, התקבלו התחייבויות השקעה בשותפות בהיקף כולל של כ-381 מ' אירו. עד כה דיווחה פתאל נכסים על עסקאות שנחתמו על ידי השותפות בשווי של 651 מ' אירו לרכישת 19 מלונות (מהם 9 בספרד) הכוללים כ-3,395 חדרים, המהווים את מרבית ההשקעה שיועדה לשותפות. חלקם הגדול של המלונות שנרכשו כבר מניבים הכנסות, כאשר להערכת החברה, מתחילת שנת 2024 צפויה הנבה מלאה ממלונות השותפות. כחלק מהסכם השותפות, מלונות פתאל התחייבה כי ככל ופתאל נכסים לא קיבלה תשואה שנתית (ברוטו) של לפחות 5% מסכום השקעתה (הון עצמי), מלונות פתאל תעביר לה את הסכום החסר לשם השגת תשואה זו. מנגנון זה בא במקום מנגנון תיחום הפעילות שנקבע בין החברה לבין פתאל נכסים בעבר. לאור רצון החברה להרחיב את פעילותה במתכונת זו, פתאל נכסים מתכננת להקים שותפות נוספת במתכונת דומה. נכון למועד הדוח טרם ידוע מבנה השותפות, ההתחייבויות שנתקבלו וסכומי ההשקעה. מידרוג סבורה כי מנגנון השותפות נושא השפעה חיובית מסוימת על סיכון האשראי של החברה כאשר מנגנון השותפות מאפשר לחברה חשיפה להיקף רחב יותר של השקעות תוך גיוון הפורטפוליו, אך עם הגבלת היקף החשיפה של החברה. יחד עם זאת, מידרוג מבצעת התאמה ליחסים הפיננסיים של החברה בדרך של איחוד יחסי של חברות כלולות, לרבות שותפות המלונות. יש לציין כי לפתאל נכסים קיימת אופציה לרכוש בעתיד את חלקם של השותפים במלונות.

## גידול בחוב הפיננסי שמימן בעיקר צמיחה ברשת המלונות מכביד על המינוף ועל יחסי הכיסוי ומידרוג מצפה להתמתנות הגידול בחוב הפיננסי ושיפור יחסי הכיסוי

החוב הפיננסי נטו המותאם של החברה<sup>4</sup> לפני התחייבויות חכירה תפעולית עמד על כ-8.2 מיליארד ש"ל ל-30.06.2023, זאת בהשוואה לכ-7.4 מיליארד ש"ל ל-31.12.2022 וכ-4.1 מיליארד ש"ל ל-31.12.2019. הגידול בחוב הפיננסי נטו במהלך שנים אלו מימן השקעות הוניות שביצעו החברה ופתאל נכסים, בעיקר רכישת מלונות חדשים והמשך פיתוח מלונות בהקמה. היקף ההשקעות הוניות בשנים אלה הסתכם בכ-5 מיליארד ש"ל שמומנו ברובם באמצעות נטילת חוב וכן באמצעות תזרים פנוי מפעילות שוטפת. להערכת מידרוג, החברה צפויה להמשיך להרחיב את פעילותה ולרכוש מלונות חדשים בעיקר במתכונת של שותפויות. להערכת מידרוג הגידול בחוב הפיננסי המותאם של החברה בשנה-שנתיים הקרובות צפוי להיות מתון יחסית לאור קצב ייצור מזומנים גבוה יחסית.

בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, החברה צפויה להגדיל את היקף המקורות מפעולות FFO בזכות הגידול ברווח התפעולי ולצד עלייה איטית בהוצאות המימון, בזכות שיעור גבוה של אשראי רביבית קבועה, אשר צפוי להסתכם בטווח של כ-1.1 מיליארד ש"ל לשנה בשנים 2023-2024. הגידול ב- FFO צפוי לתמוך ביציבות יחסית בחוב הפיננסי המותאם של החברה, בהינתן היקף ההשקעות

<sup>4</sup> לפי דוחות כספיים מאוחדים ולאחר איחוד יחסי של חברות כלולות ושותפות המלונות.



שמתכננת החברה, ובהנחה כי היא לא צפויה לחלק דיבידנדים בהיקף מהותי בשנים אלו. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב פיננסי נטו מותאם (כולל התחייבויות חכירה תפעולית) ל-EBITDA צפוי להשתפר לטווח של 8.0-9.0 בשנים 2023-2024 בעיקר לנוכח הערכתנו לצמיחה ב-EBITDA תוך עלייה מתונה בהיקף החוב הפיננסי המותאם כולל התחייבויות בגין חכירה תפעולית, וזאת בהשוואה ליחס של כ-9.7 שנים בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2023 וכ-10.5 שנים בשנת 2022 כולה.

יחס EBIT לעוצאות מימון צפוי לעמוד סביב 1.0 בדומה לשנים קודמות, יחס שבולט לשלילה לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש של מידרוג, שכולל בין היתר, מחזור חוב קיים ונטילת חוב חדש צפויה עלייה בהוצאות המימון, בהלימה עם גידול בשיעורי מימון שגבוהים יותר מבעבר. מנגד הרווח התפעולי של החברה צפוי לגדול בשנים הקרובות בשל גידול בהיקפי הפעילות.

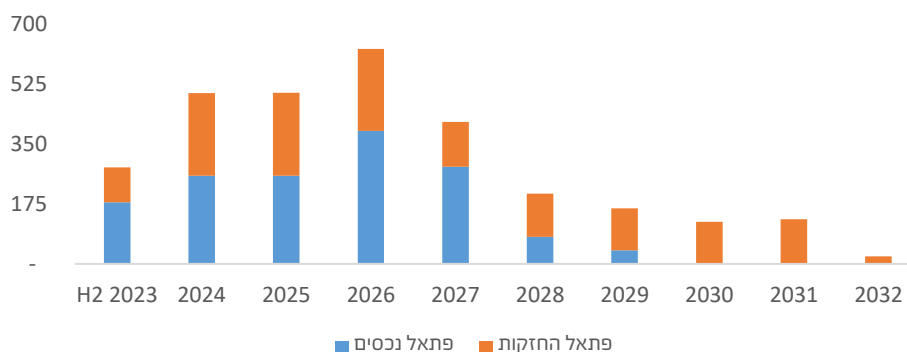
יחס הון עצמי למאזן נכון ליום 30.06.2023 עמד על כ-11%, ללא שינוי מהותי בהשוואה לשנתיים הקודמות, ובהשוואה לכ-14% לסוף שנת 2019. מרכיב התחייבויות החכירה מכביד מאוד על יחס זה ומקשה על שיפורו במידה משמעותית. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף צפוי להשתפר במעט בעיקר בשל הנחת רווח שוטף גבוה שצפוי לשפר את ההון העצמי של החברה ולהסתכם בטווח הבינוני ב-14%-16% ולהיות בולט לשלילה ביחס לדירוג. יצוין עוד כי בתרחיש זה מידרוג לא הניחה חלוקת דיבידנדים במהלך השנים 2023-2024.

### נזילות סבירה וגמישות פיננסית מוגבלת

להלן הערכת מידרוג למקורות והשימושים הצפויים לחברה לתקופה שהחל ביולי 2023 ועד דצמבר 2024 (6 רבעונים): לחברה מקורות (מאוחד) בסך כ-1.4 מיליארד ₪, הכוללים יתרות נזילות בסך כ-0.6 מיליארד ₪ ל-30.06.2023 ותחזית מקורות מפעולות FFO בניכוי תשלומי חכירה ובניכוי השקעות שוטפות בסך של כ-0.8 מיליארד ₪. למול זאת לחברה שימושים בהיקף של כ-2.6 מיליארד ₪ הכוללים בעיקר חלויות אג"ח והלוואות בנקאיות בסך כ-1.3 מיליארד ₪ וכן השקעות הוניות מתוכננות לרכישת בתי מלון, פיתוח מלונות בהקמה והשקעות בשותפות המלונות בסך כ-1.3 מיליארד ₪. הגירעון במקורות מול השימושים לפני מחזור אג"ח והלוואות מסתכם לפיכך בכ-1.2 מיליארד ₪. בכוונת החברה לגייס אג"ח והלוואות בנקאיות בסך כ-1.6 מיליארד ₪, לצורך מחזור חלויות חוב ועיבוי הנזילות. יש לציין כי חלק מהותי מההשקעות ההוניות שמתכננת החברה צפויות להתבצע על ידי החברה הבת פתאל נכסים. להערכת מידרוג, מצב הנזילות של החברה בניטרול פתאל נכסים טוב יותר מהמוצג לעיל. פתאל נכסים עצמה נדרשת לכמחצית מגיוס החוב הנדרש לקבוצה במאוחד בעיקר לצורך מימון חלויות האג"ח והשקעות הוניות במלונות בהקמה ובמלונות חדשים (באמצעות שותפות המלונות).

לחברה גמישות פיננסית מוגבלת לאור מיעוט נכסים בבעלותה שאינם משועבדים. נכון ליום 30.06.2023 עומדת החברה במרווח טוב באמות המידה הפיננסיות מול מחזיקי האג"ח. בבחינת יחס חוב נטו ל-EBITDA הנדרש לעמוד על 8.0 בהתאם לשטר הנאמנות של אג"ח סדרה ב' - מידרוג מעריכה כי בהתאם לתרחיש הבסיס, החברה צפויה לעמוד בו במרווח מספק בשנים 2023-2024.

פתאל החזקות בע"מ מאוחד - לוח סילוקין לקרן אגרות החוב ליום 30.06.2023, במיליוני ₪



### שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים ותאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של פתאל, החזקות, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף המלונאות חשוף במידה מתונה לסיכונים סביבתיים, ובעיקר לסיכון של אסונות טבע ואירועי אקלים קיצוניים שעלולים לפגוע בפעילות השוטפת וליצר נזק לרכוש ולמבנים וכן להוביל לדחיית לינות. סיכונים חברתיים נובעים בעיקר בהיבט של קשרי לקוחות ומגמות דמוגרפיות ותרבותיות המשפיעות על הביקושים. הסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות כוללים חשיפה לאבטחת מידע ופרטיות המידע וכן סיכון מוניטין למותגי בתי המלון. סיכונים דמוגרפיים וחברתיים כוללים תחרות מצד שירותי תיירות ולינה אלטרנטיביים או סיכון לתמורות בתיירות העסקית.

להערכת מידרוג, לחברה קיימת תלות באיש מפתח, מר דויד פתאל שהינו בעל השליטה בחברה ומנכ"ל החברה. מידרוג אינו רואה סיכון ממשל תאגידי ספציפי בתלות זו נכון למועד זה. יחד עם זאת, מידרוג תבחן לאורך זמן כיצד תלות זו משפיעה על ביצועי החברה.

### מטריצת הדירוג

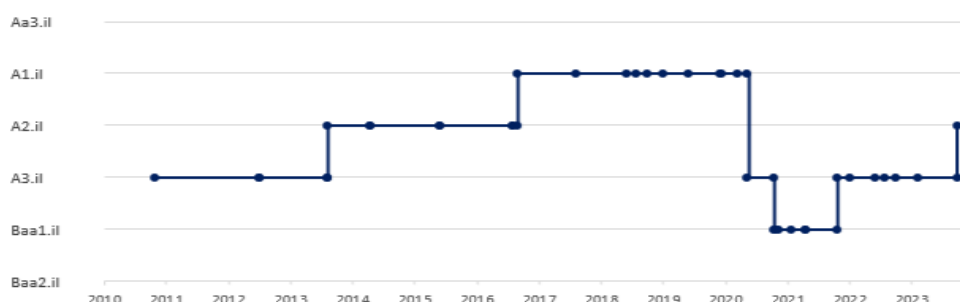
תחזית מידרוג		ליום 30.06.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	7,000-7,600	A.il	6,700	היקף הכנסות LTM (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aaa.il	14%-16%	Aaa.il	15%	שיעור EBIT מותאם	רווחיות
Baa.il	14%-16%	Baa.il	11%	הון עצמי / מאזן	
Ba.il	8.0X-9.0X	Ba.il	9.7X	חוב נטו / EBITDA מותאם	פרופיל פיננסי
Ba.il-B.il	1X	Ba.il	1<	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A2.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

### אודות החברה

פתאל החזקות פועלת בענף המלונאות בעיקר בישראל, במרכז אירופה ובבריטניה ואירלנד. החברה מנהלת ומפעילה מלונות הנמצאים בבעלותה, או אשר נשכרים על ידה וכן מנהלת מלונות עבור אחרים. במהלך 2018 השלימה החברה הנפקה לראשונה של מניות לציבור ורישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב והפכה חברה ציבורית. בעל השליטה בחברה מר דוד פתאל המכהן כמנכ"ל החברה.

### היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[פתאל החזקות \(1998\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

[פתאל נכסים \(אירופה\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי - דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

28.09.2023	תאריך דוח הדירוג:
15.02.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.02.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
פתאל החזקות (1998) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
פתאל החזקות (1998) 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי או ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג ובכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או נזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במודק דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בzdון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.