

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ

מעקב | פברואר 2021

אנשי קשר:

תומר דר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

tomero@midroog.co.il

מתן וינברג

אנליסט, מעריך דירוג משני

matan.w@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו דירוג מנפיק Aaa.il לחברת תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ (להלן: "החברה" או "תש"ן"), אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידורג מותירה על כנו דירוג Aaa.il לאגרות החוב שהנפיקה החברה (סדרה א'). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
תשת אנרג אגא-רמ	1168087	Aaa.il	יציב	31.12.2040

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) תש"ן הינה חברה ממשלתית, בבעלות מלאה של מדינת ישראל המהווה, בין היתר, זרוע ביצועית של המדינה לקיום ביטחון אנרגטי. החברה אחראית על הקמתה והפעלתה של מערכת הולכת הנפט ותזקיית ישראל ומהווה מונופול טבעי בתחום זה. כמו כן, מתפעלת החברה היקף משמעותי של מתקני אחסון לנפט ותזקיית, לצורך שימוש שוטף ולצורכי חירום. תשתיות אלו הינן תשתיות החיוניות לתפקודה של מדינת ישראל ולתפקודו של המשק הישראלי; (2) מסגרת רגולטורית יציבה בעלת היסטוריה חיובית המתבטאת, בין היתר, במתודולוגיית קביעת תעריף שקופה וברורה, ובהכרה בהוצאות החברה באופן הממתן את חשיפות החברה לסיכונים הכנסות ולחשיפות פיננסיות אחרות. מסגרת יציבה זו מחזקת את הוודאות בקשר עם פעילות החברה; (3) מנגנון כיסוי עליונות והשקעות הולם הכולל עקרונות הכרה בהוצאות בהתאם לסל תשומות נורמטיביות, תוספת הוצאות חריגות ותוספת החזר תשואה על ההון שהושקע ברכוש המשמש למתן שירותי תשתית. לדברי החברה, עד כה לא היו פערים מהותיים בין דיווחי החברה לבין ההוצאות שהוכרו בפועל, עובדה המעידה על track record חיובי של מערכת היחסים בין הרגולטור לחברה; (4) תמהיל הלקוחות של החברה הינו ריכוזי, אולם לקוחות החברה העיקריים מאופיינים באיכות אשראי גבוהה; (5) החברה עומדת בפני תכנית השקעות רחבה המתבססת על החלטת ממשלה, הכוללת בין היתר חיבור תחנות הכוח הפרטיות לרשת הדלק הארצית כגיבוי במקרה של הפסקת ההזרמה של הגז הטבעי (להלן: "פרויקט רציפות תפקודית"). ביצוע הפרויקט עתיד להרחיב באופן משמעותי את היקף פעילות החברה ולהביא לגידול של כשליש בהיקף נכסיה. השקעות מהותיות אלו חושפות את החברה לסיכונים הקמה וביצוע הממותנים לאור מורכבות הנדסית נמוכה של הפרויקטים, וכן לאור ניסיונה הרב של החברה בפרויקטים דומים והיסטורית ביצועים חיובית לאורך השנים; (6) מבנה לוח הסילוקין של האג"ח המדורג כולל תקופת גרייס של כשנתיים וחצי, כך שהחברה תחל לפרוע את הקרן במועד עדכון התעריפים השוטף החזוי בו צפוי כי יוכרו, בין השאר, ההשקעות החל משנת 2016. פרישת החוב לתקופה ארוכה, תואמת את מח"מ הנכסים הארוך של החברה, וכן, תקופת הגרייס יוצרת התאמה בין הוצאות שירות החוב בגין תכנית ההשקעות, ובין ההכנסות שיתקבלו בגין בתעריף, ובכך מחזקים שניהם את יכולת שירות החוב של החברה; (7) החברה משיאה את עיקר הכנסותיה מפעילות ליבה, ובכך מגבילה חשיפה לסיכונים סקטוריים נוספים; (8) המגמות בתחום האנרגיה המתחדשת בישראל אינן צפויות לפגוע בהכנסות החברה באופן משמעותי בשנים הקרובות. יתרה מכך, להערכת מידורג, על אף השינויים החלים במשק האנרגיה, בדגש בקשר עם הסבת תחנות כוח ומפעלים לשימוש בגז טבעי, עדיין קיימת חשיבות רבה ליתרות אנרגטיות וגמישות תפעולית במשק, המקבלת משנה תוקף לאור החלטת הממשלה שהתקבלה בקשר עם פרויקט הרציפות התפקודית; (9) חשיפה לסיכונים סביבתיים הנובעים מדלקים מזהמים; (10) פגיעה בהכנסות החברה כתוצאה מן ההגבלות שהוטלו בעקבות נגיף הקורונה; (11) לחברה יחסי כיסוי חוב מהירים ויציבים אשר נפגעו בשנת 2020, כתוצאה מהשפעות נגיף הקורונה; (12) יחסי מינוף התומכים באיתנות הפיננסית של החברה אולם הם צפויים להישחק מעט בשל תכנית ההשקעות; (13) רווחיות החברה נפגעה בשנת 2020 אולם החברה שומרת על רמת נזילות הולמת; (14) לחברה חשיפה להפסדים בשל חבות מס בגין נכסי החברה. להערכת החברה, מרבית חילוקי הדעות צפויים להיפתר בהסדר מס בין הצדדים במסגרת הסכם ההפעלה, לכשייחתם.

תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על ה-track record החיובי בקשר עם פעילות החברה, והאסדרה הרגולטורית החלה עליה. כמו כן, בהתאם לדברי הרגולטורים והחברה, אנו מניחים כי הסכם ההפעלה צפוי להיחתם בטווח הזמן הקצר וכי תכולתו אינה עתידה לפגוע בפעילות החברה ובאיתנותה. בנוסף, אנו מניחים כי יינתן שיפוי הולם לחשיפות המס שיייווצרו לחברה בגין ההסכם, וזאת בהתאם לדברי הרגולטורים והחברה. נציין כי אי הסדרת מתווה ההפעלה ו/או שינוי לרעה ביחס לתכולתו בטווח הקצר, עלולים לפגוע בדירוג. תרחיש הבסיס מניח פגיעה בהכנסות החברה ותוצאותיה גם בשנת 2021, בשל השפעות נגיף הקורונה, כאשר לאחר מכן יתאוששו היקפי ההכנסות ואף יתחזקו, לאור ההכנסות מרציפות תפקודית ועדכון התעריף המתבצע אחת ל-5 שנים. בפרט, יחס ה-EBITDA להכנסות צפוי לעמוד על כ-26% בשנת 2021, ולאחר מכן לעלות להיקף של כ-35%-38%. להערכתנו, החברה צפויה לייצר תזרימי FFO הנעים בטווח של 80-120 מיליון ₪ בשנים 2021-2022, כאשר יחס ה-FFO לריבית יעמוד בממוצע על כ-18-20, ויחס החוב הפיננסי ל-FFO הממוצע בשנים הללו, ינוע בטווח של 4.8-5.6. בהתאם לתרחיש הבסיס, הוצאות ה-CAPEX השנתיות צפויות לעמוד על בין 200 ל-300 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, והחוב הפיננסי של החברה יגדל בשנים 2021-2022 לסביבה של בין 460 מיליון ₪ ל-760 מיליון ₪. יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה צפוי בשנים אלו לנוע בטווח של בין 24% ל-33%. נציין, כי טווחי התוצאות נגזרים, בין היתר, מהיקף ההשקעות בפועל וכתוצאה מכך מצרכי המימון. להערכת מידרוג, על אף השחיקה הצפויה במינוף החברה, יחסי המינוף החזויים עודם מציגים סביבת איתנה אשר הולמת את הדירוג. עם זאת, שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה, לרבות באמצעות הגדלת מינוף משמעותית עלולה לפגוע בדירוג. אנו צופים כי החברה תמשיך לשמור על יתרות נזילות ההולמות את פעילותה השוטפת ואת תכנית ההשקעות בשנים הקרובות, זאת בין היתר, לאור החלטת הדירקטוריון והצהרת הנהלת החברה. בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה כגבוהה מאד ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהה, והן מהוות נדבכים משמעותיים בדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג מהותית.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי לרעה בהערכת מידת התמיכה ומידת התלות ביחסים מול המדינה, לרבות שינוי מבנה בעלות החברה
- שינוי מהותי במתווה הסכם ההפעלה של החברה אשר יוביל לפגיעה בפעילותה ושחיקה באיתנותה הפיננסית
- שינוי לרעה באשר להכרה בעלויות ומבנה התעריף, שיובילו לשחיקה בהכנסות וברווחות
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, ביחס להיקפי הפעילות ועומס הפירעונות הצפויים
- חריגה משמעותית בביצוע תכנית ההשקעות שתוביל לפגיעה מהותית בתוצאות החברה
- גידול משמעותי במינוף החברה אשר יביא לפגיעה באיתנותה הפיננסית

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪:

2017	2018	2019	30/9/19	30/9/20	
351	353	366	275	241	הכנסות
186	186	142	166	487	מזומן ושווי מזומן ³
19.5%	22.2%	21.6%	22.9%	13.3%	שיעור EBIT
77.8%	75.9%	76.7%	76.9%	64.4%	הון למאזן
76	157	148	152	489	סה"כ חוב פיננסי ⁴
117	130	136	105	75	EBITDA
105	117	124	97	76	FFO
83.9	56.4	44.3	45.8	41.7	FFO+Int/Int
-0.70	0.66	0.87	0.97	0.88	RCF ⁵ /CAPEX

¹ חישוב ה-EBIT וה-EBITDA לא לוקח בחשבון את סעיף הכנסות / הוצאות אחרות.

² חישוב ה-FFO כולל עריכת התאמות קלות שהשפיעו באופן שאינו מהותי על התוצאות המוצגות, ביחס לדוח קודם.

³ כולל השקעות לזמן קצר

⁴ לרבות סעיף התחייבויות אחרות לזמן ארוך הכולל התחייבויות חכירה והכנסות מראש וכן לרבות סעיף דיבידנד לשלם.

⁵ תזרימי מזומנים פנוי - FFO בניכוי דיבידנד.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חברה ממשלתית האמונה על תשתית חיונית ובעלת מעמד מונופוליסטי בתחום הזרמות מוצרי הנפט

תש"ן הינה חברה ממשלתית, בבעלות מלאה של מדינת ישראל, המהווה, בין היתר, זרוע ביצועית של המדינה לקיום ביטחון אנרגטי. החברה אחראית על הקמתה והפעלתה של מערכת הולכת הנפט ותזקיית הנפט בישראל, וכן על היקף משמעותי של מתקני אחסון לנפט ותזקייתו, לצורך שימוש שוטף ולצורכי חירום. תשתיות אלו הינן תשתיות החיוניות לתפקודה של מדינת ישראל ולמשק הישראלי. החברה הינה מונופול טבעי בתחום הזרמות מוצרי הנפט, כאשר התחליף העיקרי לשירותי החברה הינו שינוע מלאי מוצרי הנפט באמצעות מכליות כביש. יש לציין כי תחליף זה הינו יקר יותר, יעיל פחות ואינו מהווה אלטרנטיבה ללקוחות גדולים, לעומת שינוע מוצרי הנפט באמצעות הזרמה בצינורות. כמו כן, בבעלות החברה מתקני אחסון לנפט ולמוצרי, כאשר לדברי החברה, עיקר נפח אחסון תזקיית הנפט במשק מנוהל על ידי החברה. חשיבות פעילות החברה בתחום האחסון אף מתחזקת לאור כך שבחלק ממתקניה, מאחסנת החברה מלאי דלקים לשעת חרום עבור מדינת ישראל. מעמדה המונופוליסטי של החברה ופעילותה המשמעותית בתחומי האחסון ובתחום שירותי הנמל מדגישים את חשיבות החברה למשק הישראלי ותומכים בדירוג.

פגיעה בהכנסות החברה כתוצאה מן ההגבלות שהוטלו בשל נגיף הקורונה

בעקבות התפשטות נגיף הקורונה, חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית בעולם בכלל ובישראל בפרט, אשר הביאה לפגיעה בפעילותה של החברה. בפרט, בשנת 2020, הטילה ממשלת ישראל לסירוגין, שורה של הגבלות תנועה ופעילות, אשר הביאו, בין היתר, לירידה משמעותית בנפח תנועת כלי הרכב בכבישים, וכן ובתנועת המטוסים בנמלי התעופה בישראל. נציין, כי החברה מוגדרת כמפעל חיוני, וכפועל יוצא פעלו מתקני החברה התפעוליים כסדרם לאורך התקופה. בהתאם לנתוני משרד האנרגיה⁶, בשנת 2020 ירד היקף צריכת מוצרי הדלק בכ-14%, לעומת שנת 2019, כאשר היקפי צריכת מוצרי הבנזין לרכב, הקרוסין (דלק סילוני לתעופה) והסולר (המהווים יחד את עיקר הדלקים בהם פועלת החברה) ירדו בכ-13%, 55%-10%, בהתאמה. הירידה בצריכת הדלקים הובילה לירידה בביקושים ובהכנסות החברה מפעילות נמלית ומהזרמות. ירידה זו קוזזה בחלקה בגידול שנרשם בהכנסות החברה מאחסון, נוכח עליית הביקושים לשירותי האחסון (זאת, בין היתר, לאור ירידת מחירי הנפט בתחילת שנת 2020). בהתאם לכך, הכנסות החברה לשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2020 הסתכמו בכ-241 מיליון ש"ח, זאת לעומת כ-275 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד (ירידה של כ-12%). הפגיעה בהכנסות נובעת ברובה מפגיעה במגזרי ההזרמות ושירותי הנמל, אשר נפגעו בכ-32% ובכ-28%, בהתאמה, והיא ממונתנת באמצעות צמיחה של כ-11% במגזר אחסון וניפוק תזקיית. בהתאם לתחזיות החברה, כלל הכנסותיה לשנת 2020 צפויות להסתכם בכ-318 מיליון ש"ח, פגיעה של כ-13% לעומת שנת 2019. תרחיש הבסיס של מידורג לוקח בחשבון פגיעה בהכנסות החברה גם בשנת 2021, בשל השפעות נגיף הקורונה ולאחר מכן חזרה להיקפי פעילות רגילים, אשר צפויים אף להתחזק כתוצאה מהכנסות פרויקט רציפות תפקודית ועדכון התעריף המתבצע אחת ל-5 שנים.

תמהיל הלקוחות של החברה הינו ריכוזי, אך מאופיין בלקוחות בעלי איתנות פיננסית גבוהה

לתש"ן תמהיל לקוחות ריכוזי, כך ששני הלקוחות הגדולים של החברה מהווים יחד כ-51% מכלל הכנסות החברה, ו-7 הלקוחות הגדולים של החברה מהווים יחד כ-90% מהכנסות החברה (נכון לחודש דצמבר 2019). עם זאת, איכות האשראי המאפיינת את הלקוחות החברה העיקריים הינה גבוהה. כך, הלקוח הגדול ביותר של החברה הינו בתי זיקוק לנפט, המהווה כ-30% מהכנסות החברה. בין יתר הלקוחותיה ניתן למנות את מדינת ישראל (באמצעות מנהל הדלק ומשרד הביטחון) וחברת החשמל המהוות יחד שיעור משמעותי מלקוחות החברה (כ-35%), שיעור זה עתיד אף לגדול עם תחילת קבלת ההכנסות בגין פרויקט הרציפות התפקודית (כמפורט מטה). איכות האשראי של הלקוחות החברה, כמו גם העובדה כי במתקני החברה מוחזקים מלאי דלקים אשר ערכם עולה לרוב על ערך התחייבויות לקוחותיה, תומכים ברמת וודאות הכנסות החברה.

⁶ דוח צריכת מוצרי דלק, שנת 2020, משרד האנרגיה

תכנית השקעות רחבה אשר עתידה להגדיל באופן משמעותי את פעילות החברה

לחברה תכנית השקעות רחבה בשנים הקרובות כאשר הפרויקט העיקרי בתוכנית זו הינו פרויקט הרציפות התפקודית, הנסמך על החלטת ממשלה, מיום 5 ביוני 2016, לשיפור מוכנות משק הדלק למצבי חירום בעקבות מלחמה, אסונות טבע או תקלה בייצור. כחלק מההחלטה האמורה לעיל, הוחלט לחבר את תחנות הכוח הפרטיות לרשת הדלק הארצית כגיבוי במקרה של הפסקת ההזרמה של הגז הטבעי. ביצוע הפרויקט עתיד להרחיב באופן משמעותי את היקף פעילות החברה ולהביא לגידול של כשליש בהיקף הרכוש הקבוע שלה. בסיום ביצוע התוכנית עתידה רשת הקווים הארצית להתרחב משמעותית. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנים הקרובות, היקף הוצאות ה-CAPEX השנתיות צפויות לעמוד על בין כ-200 לכ-300 מיליון ₪ בשנה, כך שיחס ה-CAPEX לרכוש קבוע של החברה צפוי לעמוד בשנים 2021-2022 על ממוצע של כ-14%. תוצאות אלו תלויות, במידה רבה, באופן ובעיתוי בו החברה תוציא לפועל את תוכנית ההשקעות שלה. להערכתנו, השקעות מהותיות אלו חושפות את החברה לסיכונים הקמה. עם זאת, הסיכונים ממונחים לאור ניסיונה הרב של החברה בפרויקטים דומים ולאור היסטורית ביצועים חיובית לאורך השנים. כמו כן, לדברי החברה, תכנית ההשקעות הינה בעלת מורכבות הקמה ומורכבות טכנולוגית נמוכות.

החברה צפויה לממן את השקעותיה באמצעות תזרים המזומנים שהיא מייצרת ובאמצעות גיוסי חוב, כאשר היקף ההשקעות המוערך הנדרש לצורך ביצוע תוכנית הרציפות התפקודית עומד על כ-500 מיליון ₪. בהתאם למתווה הפרויקט, הקמת הקווים מחולקת למספר מקטעים ועם השלמת כל מקטע תחל החברה לקבל תקבולים בגינו בהתאם לתעריף המשקף את עלויות ההקמה והחזר תשואה להון. התקבולים יגולמו בתוך תעריף החשמל ויועברו לחברה על ידי מנהל מערכת החשמל (כיום, חברת החשמל לישראל). בחודש מרץ 2020 פורסמו המלצות ועדת המחירים בקשר עם סכום התקבול השנתי לו תהא זכאית החברה במשך תקופה של 20 שנה ממועד סיום הקמת כל מקטע, ואילו בחודש אוקטובר 2020 נחתם צו המחירים, המבוסס על החלטות הוועדה, על ידי שר האוצר ושר האנרגיה. בחודש נובמבר 2021 נכנס הצו לתוקף, עם פרסומו ברשומות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, פרויקט רציפות תפקודית צפוי להתחיל להניב הכנסות במהלך שנת 2022.

המגמות בתחום האנרגיה המתחדשת בעולם אינן צפויות לפגוע בצורה משמעותית בהכנסות החברה בשנים הקרובות

נוכח המודעות הגוברת בנושאי איכות הסביבה ויוזמות בינלאומיות להפחתת פליטת חומרים מזהמים, וכחלק מן המגמה הכלל עולמית, נרשמה גם בישראל מגמת הפחתת שימוש במוצרי בעירה מזהמים. בפרט, בשנים האחרונות חלה ירידה משמעותית בשימוש בחומרי בעירה מזהמים לצורך ייצור חשמל, דוגמת מזוט וסולר, והגברת השימוש במוצרים חלופיים מזהמים פחות כגון גז טבעי ומקורות אנרגיה מתחדשים (אנרגיה סולארית, אנרגיית רוח וכיוצא בזאת). בהתאם לנתוני רשות החשמל, לאחר שנת 2013 צומצם כמעט לחלוטין השימוש בסולר לייצור חשמל בישראל, ומנגד חלה עליה עקבית בשימוש בגז טבעי ואנרגיות מתחדשות. עם זאת, היקף פעילות אספקת הסולר לצורכי ייצור חשמל הינו זניח יחסית מתוך סך הכנסות החברה, ולכן מגמה זו אינה בעלת השפעה מהותית על תוצאותיה העסקיות של החברה. כמו כן, כחלק ממגמת הפחתת השימוש במוצרי בעירה מזהמים, פורסמה התוכנית האסטרטגית של משרד האנרגיה⁷ המפרטת, בין היתר, את מדיניות משרד האנרגיה בקשר עם מעבר כלי רכב כבדים ומכוניות לשימוש במקורות אנרגיה חלופיים (קרי חשמל וגז), והקטנת השימוש במוצרי נפט. על פי יעדי משרד האנרגיה, עד שנת 2030 יהוו הרכבים החשמליים 100% מכלי הרכב החדשים שימכרו בישראל. להערכת מידרוג, תוכנית המעבר לכלי רכב חשמליים הינה בעלת השפעה פוטנציאלית מהותית על פעילות החברה, היות ומוצרי בנזין וסולר לתחבורה מהווים את מרבית מחזור הדלקים בחברה. עם זאת, נכון למועד הדוח, נראה כי מעבר כלי רכב לשימוש במקורות אנרגיה חלופיים אינו צפוי להיות בעל היקפים משמעותיים בטווח הקצר. להערכת מידרוג, על אף השינויים החלים במשק האנרגיה, בדגש על הסבת תחנות כוח ומפעלים לשימוש בגז טבעי, עדיין קיימת חשיבות רבה ליתרות אנרגטיות וגמישות תפעולית במשק. חשיבות זו אף מקבלת משנה תוקף לאור החלטת הממשלה שהתקבלה בקשר עם פרויקט הרציפות התפקודית. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מגמות אלו ותעדכן את תרחיש הבסיס במידת הצורך.

⁷ דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030, משרד האנרגיה, מרץ 2019.

חשיפה לסיכונים סביבתיים הנובעים מדלקים מזהמים

פעילות החברה, המתבססת על אחסון והזרמת דלקים, חושפת אותה לסיכוני זיהום סביבתי העלול להגרם כתוצאה מכשל טכני, הפעלה שגויה של מערכות, כשל במערך הניטור והגילוי וכך זיהום קרקע או ים כתוצאה מדליפה שאינה מטופלת במהירות המרבית. בין היתר, יוצרת פעילות זו של החברה גם חשיפה רגולטורית. בהתאם, כל תחומי פעילות החברה כפופים, במידה כזו או אחרת, להוראות שונות מתחום הגנת הסביבה, במיוחד בנושאי מניעת זיהום מים, קרקע ואוויר ושמירה על בטיחות הציבור. הפעילות הנמלית כפופה גם לדיני מניעת זיהום מי הים בשמן. בנוסף, נפט גולמי ומוצרי נפט מוגדרים כרעלים על פי חוק החומרים המסוכנים, התשנ"ג - 1993, ולפיכך הטיפול והעיסוק בהם, לרבות אחסון, הובלה ומכירה, כפופים להסדרה ולפיקוח. חשיפות אלו עשויות להתבטא, בין היתר, במודעות סביבתית מוגברת ובתביעות משפטיות שונות. כך, לדוגמה, החל מחודש דצמבר 2019 ובמהלך שנת 2020 מתנהל הליך במשרד להגנת הסביבה בקשר לאירוע דליפה בחוות אלרואי שאירע בחודש דצמבר 2017. בד בבד, בשנת 2020, זומנה החברה על ידי המשרד להגנת הסביבה לשימוע בדבר חשד להפרת הוראות לתחזוקת מיכלי אחסון נפט גולמי במתקן הטרימינל בקרית חיים, תוך גרימת סיכון סביבתי ומפגעי ריח. בחודש נובמבר 2020, בהמשך להחלטת המשרד, הזמינה עיריית חיפה את החברה לשימוע בדבר צמצום התקופה לה ניתן רישיון העסק למתקן הטרימינל, מתקופה של 10 שנים לתקופה של 6 חודשים, וזאת עד להשלמת בירור הטענות כנגד החברה. לדברי החברה, היא הציגה את עמדתה בשימוע והעבירה לעיריית חיפה את המידע שנתבקשה. נכון למועד הדוח טרם קיבלה החברה את החלטת עריית חיפה, ולהערכתה, עיריית חיפה קיבלה את תשובות החברה והתרצתה. בהתאם למידע שהעבירה החברה, נכון למועד הדוח, לא צפויות השפעות כלכליות מהותיות כתוצאה מהליכים אלו. בפרט, כחלק מתוצאות השימוע במשרד להגנת הסביבה הוטל על החברה להשבית ולטפל בחמישה מיכלי אחסון כאשר ארבעה מתוכם כבר נכללו בתוכנית העבודה של החברה אל מול המשרד להגנת הסביבה. כמו כן, נכון למועד הדוח, החברה השביתה את חמשת המיכלים וסיימה לטפל בשני מיכלים מתוכם. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנושאים אלו ותעדכן את תרחיש הבסיס שלה, במידת הצורך.

יחסי כיסוי חוב מהירים ויציבים אשר נפגעו בשל השפעות נגיף הקורונה

החברה הציגה לאורך השנים רמת הכנסות יציבה אשר עמדה על ממוצע של כ-360 מיליון ₪ בשנים 2017-2019. כאמור, בשל השפעות הקורונה, נפגעו הכנסות החברה בשנת 2020 והן צפויות להסתכם בכ-318 מיליון ₪. כנגזרת מכך, בין היתר, הציגה החברה בשנים 2017-2019 יציבות בתזרימי המזומנים שאותם היא מייצרת, כך שתזרים ה-FFO השנתי של החברה עמד בשנים אלו על ממוצע של כ-115 מיליון ₪. בד בבד, תזרים ה-FFO לשנת 2020 צפוי להיפגע בכ-29% ולהסתכם בכ-87.5 מיליון ₪, זאת לעומת שנת 2019, בה הוא הסתכם בכ-124 מיליון ₪. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, גם בשנת 2021 צפויה פגיעה ברמת ההכנסות ותזרימי המזומנים שמייצרת החברה, בשל השפעות הקורונה. יחד עם זאת, בשנים 2022 ו-2023 צפויים היקפים אלו לחזור לרמתם ההיסטורית ואף להתחזק בשל תוספת הכנסות מפרויקט רציפות תפקודית ובשל עדכון התעריף המתבצע אחת ל-5 שנים. אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי הצפויים של החברה יפגעו מעט ביחס לתחזיות קודמות, אולם ישארו מהירים באופן יחסי, כאשר יחס ה-FFO לריבית יעמוד בממוצע על כ-18-20 בין השנים 2021-2022, ויחס החוב הפיננסי ל-FFO הממוצע בשנים הללו, ינוע בטווח של 4.8-5.6. טווחי התוצאות נגזרים, בין היתר, מהיקף ההשקעות בפועל של החברה וכתוצאה מכך מצרכי המימון שלה.

יחסי מינוף התומכים באיתנותה הפיננסית של החברה

לאורך השנים ביצעה החברה את מרבית השקעותיה באמצעות מקורות תזרימיים פנימיים, ועל כן רמת מינוף בה הייתה נמוכה. עם זאת, בשנים הקרובות צפויה החברה להוציא אל הפועל תכנית השקעות רחבה אשר תמומן, בין היתר, באמצעות גיוסי חוב אשר צפויים לפגוע במידה מסוימת ביחסים הפיננסיים שהציגה החברה בעבר. כחלק מביצוע תכנית ההשקעות גייסה החברה בשנת 2020 אג"ח בהיקף של כ-350 מיליון ₪ (נשואת דוח דירוג זה). כך, שנכון ליום ה-30 לספטמבר 2020, עמד יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה על כ-25% ויחס ההון למאזן שלה עמד על כ-64.4%. זאת לעומת היקף של כ-8.9% וכ-76.6%, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החוב הפיננסי של החברה יגדל בשנים 2021-2022 לסביבה של בין 460 מיליון ₪ ל-760 מיליון ₪, וכי יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה ינוע בשנים אלו בטווח של בין 24% ל-33%. טווחי התוצאות נגזרים, בין היתר, מהיקף

ההשקעות בפועל של החברה וכתוצאה מכך מצרכי המימון שלה. להערכת מידרוג, על אף השחיקה הצפויה במינוף החברה, יחסי המינוף החזויים עודם מציגים סביבת איתנה אשר הולמת את הדירוג. עם זאת, שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה, לרבות באמצעות הגדלת מינוף משמעותית עלולה לפגוע בדירוג.

פגיעה ברווחיות החברה לצד רמת נזילות הולמת

נזילות החברה מושתתת, בין היתר, על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, רווחיות חזקה ומדיניות פיננסית שמרנית. יתרות המזומנים ושווי המזומנים של החברה בשנים 2017-2019 עמדו על ממוצע של כ-124 מיליון ₪, בעוד יתרת תיק ההשקעות (כולל פיקדונות) לזמן קצר עמדה בשנים אלו על ממוצע של כ-47 מיליון ₪. כמו כן, בשנים אלו הציגה החברה שיעורי EBIT יציבים וחזקים של כ-21%. בהתאם לתחזיות החברה, בשנת 2020 צפויים יתרות המזומנים ושווי המזומנים של החברה ויתרת תיק ההשקעות להסתכם בכ-407 מיליון ₪ וכ-40 מיליון ₪, בהתאמה. העלייה המשמעותית ביתרות המזומנים הינה לאור גיוס חוב בהיקף של 350 מיליון ₪ אשר התבצע במהלך השנה. בד בבד, שיעור ה-EBIT בשנה זו צפוי להסתכם בכ-11%. פגיעה זו מקורה בעיקר בפגיעה בהכנסות החברה בשנת 2020, בשל השפעות הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, השפעות נגיף הקורונה עלולות להביא לפגיעה נוספת בשיעור ה-EBIT של החברה גם בשנת 2021 ולאחר מכן, הוא צפוי להתאושש בהדרגה. נציין, כי בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה, מקורותיה הנזילים של החברה לא יפחתו מהיקף של 50 מיליון ₪, כאשר החברה ציינה כי מקורות אלו אינם צפויים לפחות מ-75 מיליון ₪. להערכת מידרוג תזרים המזומנים השוטף של החברה ורווחיותה יחד עם מדיניות הנזילות המינימלית שלה, מביאים לרמת נזילות טובה התומכת בדירוג. נציין, כי חלוקת דיבידנד אשר תוביל לשחיקה ביתרות הנזילות או לחלופין לגידול בהיקף החוב בתקופת ההשקעות בשנים הקרובות עלולה לפגוע בדירוג.

החברה חשופה להפסדים בשל חבות מס בגין נכסי החברה

לחברה קיימות שתי חשיפות מס עיקריות מול רשות המיסים. ראשית, לחברה הוצאה שומה לפי מיטב שפיטה לשנים 2000 - 1997 (טרם פקיעת הסכם הזיכיון) לפיהן נדרשת החברה לשלם מס בסך של כ-21 מיליון ₪ (כולל ריבית והצמדה) בגין הכנסות אשר לטענת פקיד השומה אינן אינטגרליות להובלה ולאחסון נפט ולכן זיכיון החברה אינו מקנה פטור ממס בגין הכנסות אלו. בעקבות ערר שהגישה החברה לבית המשפט, בחודש ספטמבר 2020 ניתן פסק דין חלקי לפיו הופחתה השומה בסך של כ-4 מיליון ₪ (כולל ריבית והצמדה). לדברי החברה, מתקיים משא ומתן בקשר עם הסכומים שישולמו בגין שומה זו. בנוסף, נדרשה החברה לשלם תוספת מס בסך של כ-80 מיליון ₪ (כולל ריבית והצמדה), בגין השנים 2001-2011 וכן 2013-2016. בשל פקיעתו של הסכם הזיכיון, פקיד השומה הקטין את יתרת המחיר המקורי של הרכוש הקבוע לצרכי מס וכן את סכום הפחת השנתי שאותו זכאית החברה לנכות מהכנסותיה. החברה הגישה ערר גם בגין שומות אלו. בחודש ספטמבר 2020 המליץ בית המשפט לפקיד השומה כי יכיר בכך שהחברה למעשה רכשה "נכס חדש" מהמדינה החל ממועד תום הזיכיון, ועל כן נכס זה זכאי לפחת על פי הדין ועל פי תקנות הפחת. בחודש נובמבר 2020, הודיע בית המשפט כי הכרעה בשאלת הפחת אפשרית רק לאחר הגעה להסכמות של כלל הגורמים במדינה. להערכת יועציה המשפטיים של החברה סיכויי הערעור להתקבל טובים ועל כן לא נכללו בדוחות הכספיים הפרשות בגין דרישת מס זו. יתרה מכך, להערכת החברה, מרבית חילוקי הדעות צפויים להיפתר בהסדר מס בין הצדדים במסגרת הסכם ההפעלה, לכשיחתם. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בקשר עם חבויות המס ותעדכן את תרחיש הבסיס שלה במידת הצורך.

תמיכת המדינה והתלות בין המדינה לחברה מהוות יסודות משמעותיים לדירוג

תש"ן הינה חברה ממשלתית, בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה הינה מונופול טבעי בתחום הולכת מוצרי הנפט ולמשק הישראלי תלות כלכלית מהותית בה, ועל כן היא מוגדרת כמפעל חיוני. בנוסף, חלק ניכר מאחסון הדלקים עבור מדינת ישראל נעשה במתקני החברה. החלטות המדינה בקשר עם פרויקט הרציפות התפקודית אף מחזקות את הזיקה בין המדינה לבין החברה ואת שילוב האינטרסים בין השתיים. שילוב האינטרסים משתקף, בין השאר, גם בשיתוף הפעולה החיובי בין הרגולטורים והחברה. לאור כך, מידרוג מעריכה את תמיכת המדינה בחברה כגבוהה מאד ואת התלות בין המדינה לחברה כגבוהה, כאשר הערכות אלו מהוות נדבכים משמעותיים בדירוג. שחיקה בהערכת מידרוג בקשר עם תמיכת המדינה ומידת התלות ההדדית עלולה להוביל להורדת דירוג מהותית.

שיקולים נוספים לדירוג

ממועד פקיעת הסכם הזיכיון, פועלת החברה ללא אסדרה תקפה

החל משנת 1959 פעלה תש"ן במסגרת הסכם זיכיון⁸. בהתאם להסכם, החברה לא חויבה בתשלומי במיסים ותשלומי חובה עד לשנת 2000. כמו כן, על פי ההסכם, בתום תקופת הזיכיון תבואנה לידי גמר הזכויות שניתנו לחברה ונכסיה ישובו למדינה. החל משנת 1991 נמצאת החברה בהליכי משא ומתן מול המדינה, אשר התחדשו בתקופה האחרונה, וזאת במטרה להגיע להסכם הפעלה חדש, כאשר נכון לימים אלו, החברה פועלת על בסיס הסכם עקרונות שנחתם בין המדינה לחברה ביום ה-31 לדצמבר 2000. בתקופת זמן זו, הציגה החברה היסטורית פעילות יציבה המאופיינת ביחסים שיתופיים פעולה אל מול הרגולטורים הרלוונטיים ובתמיכתם בהמשך פעילות החברה ובשמירה על איתנותה הפיננסית. נציין כי נכון למועד הדו"ח, טרם הושגו הסכמות בין המדינה לבין החברה לגבי מתווה הסכם ההפעלה ומנגנון העברת הנכסים מהמדינה לחברה. להערכתנו, העדר הסכם הפעלה חתום מעמיד את החברה בפני סיכון רגולטורי. בהתאם לדברי הרגולטורים והחברה, קיימת נכונות ותמריצים משותפים להסדיר ולהוציא לפועל את מתווה העקרונות בטווח הקצר, לכדי הסכם תפעול מחייב, אשר יסדיר ויגדיר את פעילותה לשנים הבאות. בהסתמך על דברי הרגולטורים והמידע שהעבירה החברה, לרבות טיוטת הסכם ההפעלה, תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי תוכן ההסכם שיחתם לא ישנה מהותית את אופי פעילות החברה ו/או מצבה הפיננסי. על אף האמור לעיל, אי הסדרת הסכם ההפעלה בטווח הקצר, עלול להוביל לשחיקה בתפישתנו בקשר עם המסגרת הרגולטורית וכתוצאה מכך לפגיעה בדירוג החברה.

אודות החברה

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ הינה חברת תשתית לאומית של משק הדלק בישראל, בבעלות מלאה של המדינה. לתשתיות נפט ואנרגיה בע"מ חברה בת, בבעלותה המלאה, קו מוצרי דלק בע"מ, אשר הקימה ומפעילה את הרשת הארצית של הולכת הדלקים בין מתקני האחסון השונים (שתי החברות יחד ייקראו להלן: "החברה" או "תש"ן").

לחברה ארבעה תחומי פעילות עיקריים:

(1) **אחסון וניפוק תזקינים**, ובכלל זה: (א) אחסון תפעולי; (ב) אחסון ארוך טווח; (ג) אחסון מסחרי; (ד) ניפוק. המוצרים העיקריים המאוחסנים במתקני החברה הינם: בנזין נטול עופרת 95, סולר תחבורה ודלק סילוני. בתחומי אחסון התזקינים, תש"ן הינה הגורם המרכזי במשק מבחינת קיבולת האחסון וכמויות האחסון בפועל.

(2) **אחסון נפט גולמי**, ובכלל זה: (א) אחסון מסחרי; (ב) אחסון תפעולי. אחסון כנ"ל מתקיים בחוות הטרימינל בקריית חיים כאשר חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ הינה לקוח עיקרי בתחום זה.

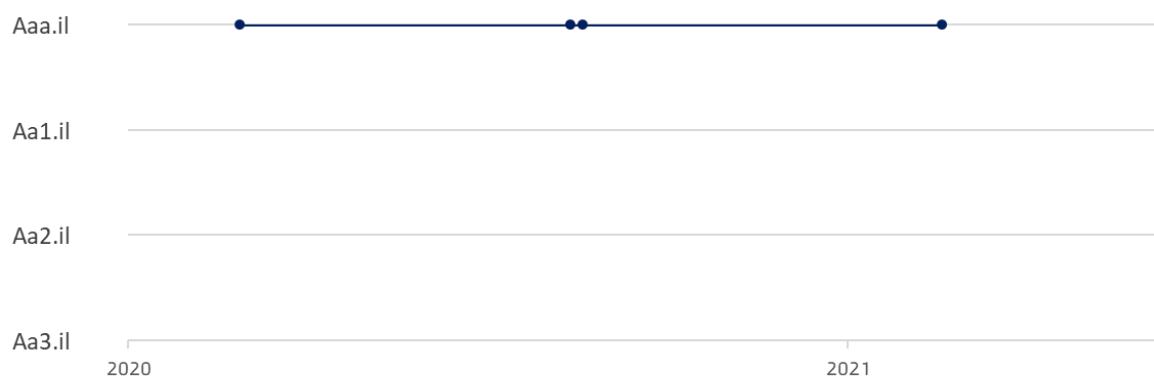
(3) **הזרמות**: החברה מפעילה מערכת צנרת, בפריסה ארצית, המשתרעת לאורך של כ-800 ק"מ. הרשת מוליכה בצנרת את הנפט הגולמי ממכלי האחסון לבתי הזיקוק ואת התזקינים אל מתקני האחסון ומשם למתקני חברות הדלק, תחנות הכוח ושדות תעופה. בשירותי ההולכה של מוצרי נפט בצנרת פועלת החברה באופן כמעט בלעדי והיא מהווה מונופול טבעי בתחום זה.

(4) **שירותי נמל**: החברה מספקת שירותי פריקה וטעינה של נפט גולמי ומוצרי נמל הדלק בחיפה, בנמל באשקלון ובטרימינל קריית חיים. לאחר הפריקה מאוחסנים המוצרים שנפרקו במתקני האחסון של החברה ומוזרמים ליעדיהם. כמו כן, מספקת החברה בנמל הדלק בחיפה סולר ומזוט לצרכי תדלוק אוניות, שירותי טיפול במי שיפולים ובמי נטל, וכן טיפול באדי דלק הנפלטים בעת מילוי מכליות.

כיום, נמצאת החברה בדיונים מול הגורמים הרלוונטיים, במטרה להגיע להסכמות לגבי הסכם הפעלה חדש, חלף הסכם הזיכיון, אשר הסתיים ביום ה-4 לינואר 2001. נכון לימים אלו, החברה פועלת על בסיס הסכם עקרונות שנחתם בין המדינה לחברה ביום ה-31 לדצמבר 2000.

⁸ הסכם הזיכיון הוענק לחברת IPC בשנת 1931 והוסב לתש"ן בשנת 1959.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ](#)

[דירוג חברות הולכת חשמל, נפט וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

21.02.2021	תאריך דוח הדירוג:
18.08.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
26.02.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תשתיות נפט ואנרגיה 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 גבוה 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 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>