

# דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב | אוגוסט 2023

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים, מעריכת דירוג ראשית  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

זועי שבד, רו"ח  
אנליסט, מעריך דירוג משני  
[Roy.s@midroog.co.il](mailto:Roy.s@midroog.co.il)

## דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את דירוג אגרות החוב (סדרות ו', ז' ו-ח') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה") על A2.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.05.2025	יציב	A2.il	1140656	ו'
30.09.2027	יציב	A2.il	1157700	ז'
31.12.2032	יציב	A2.il	1175199	ח'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג אגרות החוב של דור אלון נתמך במיצוב עסקי גבוה של החברה בענף שיווק הדלקים הקמעונאי המאופיין בנתח שוק משמעותי (17%) מתחנות הדלק בישראל - פריסה ארצית רחבה של כ-215 תחנות דלק לרבות תחנות במיקומים אסטרטגיים, בקיבוצים, זיכיון להפעלת מתחמי תדלוק בכביש 6, ופעילות ענפה בתחום חנויות הנוחות (156 נכון למועד הדוח). החברה מקימה בשנים האחרונות עמדות טעינה מהירות לרכבים חשמליים ועוסקת בפיתוח והקמה של שני פרויקטי נדל"ן מסחרי - מתחם אלוני ים באיזור התעשייה המערבי של הרצליה ומתחם אלוני כפ"ס. לחברה פעילות משמעותית בתחום הגפ"מ והגז הטבעי באמצעות "דור-גז" וכן ערוץ שיווק דלקים ישיר לרשות הפלסטינאית (הרש"פ) ודלק סילוני (דס"ל) לחברות תעופה. כמו כן, בבעלות החברה מותג קמעונאות המזון "am:am" ו-50% מרשת המסעדות "BBB". דור אלון מרכזת מאמצים ביצירת סינרגיה עבור לקוחותיה באיזור סובב מתחמי התדלוק באמצעות פורטפוליו המותגים שברשותה והשכרת שטחי מסחר במתחמיה לצד ג'.
- מידרוג ממשיכה לאפיין את ענף שוק הדלקים בסיכון ענפי נמוך-בינוני, הנתמך בביקושים יציבים ותחרות מוגבלת לאור חסמי כניסה גבוהים יחסית, תחרות גבוהה המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, ברגולציה קשיחה ובצורכי השקעה גבוהים. שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח לחצים רגולטוריים ותחרותיים על מרווחי השיווק ומבנה הוצאות קשיח יחסית. בטווח הארוך, מעבר הדרגתי לרכבים חשמליים מהווה איום אסטרטגי על ענף שיווק הדלקים, אם כי בטווח הקצר והבינוני אין בו להשפיע במידה משמעותית על הביקוש לדלקים לתחבורה, אולם יש בו להשפיע כבר עתה על אסטרטגיית הפיתוח העסקי של השחקניות בענף, במישור של בחינת השקעות חדשות ופיתוח קווי עסקים נוספים. הדלקים לתחבורה בישראל וברש"פ צומחים באופן דומה לשיעור הצמיחה התלת שנתי (2020-2022) בצי כלי הרכב בישראל הנאמד בקצב שנתי של כ-3.4%, כאשר ממוצע הצמיחה השנתי של הבנזין והסולר בשנים 2017-2022 עומד על כ-1.6% וכ-2.7%, בהתאמה (תמהיל כמויות הדלקים מסוג בנזין וסולר הנמכרים בישראל דומה). מידרוג מעריכה שבטווח הקצר-בינוני נראה הפחתה במכירות הדלקים לאור מגמת המעבר לכלי רכב בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר אשר תביא בסופו של דבר להפחתה בשימוש בדלקים מזהמים.
- בשנת 2022 החברה רשמה גידול משמעותי בעלויות התפעול וכוח האדם לצד שחיקה בפעילות דור גז (כתוצאה מאירוע חד פעמי) וזאת במקביל לעלייה בפעילות הדס"ל והרש"פ. כל אלו הביאו את החברה להציג ירידה בבסיס ה-EBITDA מכ-497 מיליון ₪ בשנת 2021 לכ-457 מיליון ₪ בשנת 2022. הגידול בחוב בשנה זו לצד סביבת ריביות עולה והפרשי הצמדה העלו את הוצאות המימון של החברה, וכתוצאה מכך שחקו את יחס כיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון נטו לרמה של כ-1.0 לעומת כ-3.4 ממוצע 2020-2022.
- ברבעון הראשון מימשה החברה את אחזקתה (100%) בתחנת הכוח בקרית גת בתמורה לסך של כ-872 מיליון ₪ (נכון למועד דו"ח זה התקבלו כ-560 מיליון ₪ בכפוף להתאמות בסכומים שאינם מהותיים לחברה וכ-300 מיליון ₪ נוספים יתקבלו במהלך החציון השני של שנת 2023), שבעקבותיה החברה הגדילה את הכרית ההונית בכ-81 מיליון ₪ דרך שערך

רכוש קבוע. תרומת תחנת הכוח לרווח התפעולי של החברה נאמדה בכ-17 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2020-2021. המהלך של מימוש התחנה הוביל לקיטון בחוב. להערכת מידרוג, החוב הפיננסי יעמוד בתרחיש הבסיס על כ-3.4-3.55 מיליארד ₪ בשנים 2023-2024. להערכתנו החברה תציג יחס חוב ל-EBITDA של כ-7.5 בשנות התחזית למול הערכתנו לכ-6.5-7.5 במועד המעקב הקודם.

- בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024** הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. צמיחה שולית של כ-2%-1.5% בכמויות הליטרים של בנזין, וזאת בהתאם לקצב שאופיין טרום הקורונה ולאור המעבר לרכבים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. 2. צמיחה שולית בכמויות הליטרים של סולר (נציין כי הצמיחה אשר אפיינה את השנים 2021-2022 הייתה בעיקר נוכח חתימת ההסכם מול הרש"פ) 3. עלייה בהכנסות מחנויות הנוחות ומגזר הקמעונאות של כ-2.5%-3.5% בהתאם לשיעור האינפלציה הצפוי ולאור גילום מלא של סניפי הסופר "am:pm" אשר נפתחו במהלך שנת 2022. 4. שחיקה של כ-5%-1% ברווחיות הגולמית של מגזר השיווק הישיר מחד מרווחים נמוכים ומנגד שיפור הרווחיות בדור גז עם חתימת על הסכם לקבלת גז טבעי מחברת OPC. 6. עלייה בהוצאות התפעוליות בשל עדכון שכר המינימום ועדכון וחידוש חוזי חכירה שהובילו לעלייה בהוצאות הפחת (החלק הארי של חוזי החכירה צמודים למדד לצרכן). 7. סביבת ריביות גבוהה.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעורי הרווחיות התפעולית מהרווח הגולמי (ללא רווחי/הפסדי מלאי) צפויים להיאמד בטווח של כ-12.0%-13.5% בשנות התחזית לעומת כ-14.7% בממוצע תלת שנתי של השנים 2020-2022, רווחיות המושפעת גם מהמאפיינים הענפים. להערכתנו, הרווחיות התפעולית בשנות התחזית תיחלש בעיקר לאור עלייה בהוצאות שכירויות, כוח אדם ולוגיסטיקה.
- מידרוג צופה בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024 כי היקף ה-EBITDA וה-FFO יעמדו בטווח שבין 455-485 מיליון ₪ ובין 300-330 מיליון ₪, בהתאמה בשנים 2023 ו-2024. תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון כיי היקף ההשקעות ההוניות (כולל תשלומים בגין התחייבויות חכירה, מיזוגים ורכישות ופיתוח נדל"ן) יעמוד על כ-450-500 מיליון ₪ בשנת 2023 (ללא תמורה ממכירת תחנת הכוח) וכ-580-620 מיליון ₪ בשנת 2024 (ההשקעות ההוניות של החברה בשנת 2022 נאמדו על סך של כ-341 מיליון ₪). הגידול בהיקף ההשקעות ההוניות הינו כפועל יוצא של מימוש אסטרטגיית החברה להשקעות ופיתוח עסקי לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים. היקף השקעות זה יחד עם תשלום דיבידנדים בכל אחת משנות התחזית בסך של כ-100 מיליון ₪ לפי הערכת מידרוג (בשנת 2023 החלוקה בוצעה), יוביל לתזרים חופשי שלילי בשנת 2024 של כ-370-400 מיליון ₪, דבר המונע מהחברה הקטנת חוב וזאת גם לאור השקעות בפיתוח הנדל"ן בפרויקט אלונים ואלוני כפ"ס. מידרוג לא הניחה שינויים בהון החוזר בתרחיש הבסיס.
- נכון ליום 31.3.2023 ההון העצמי של החברה נאמד לכ-1.38 מיליארד ₪ ובדומה לתקופה המקבילה אשתקד. יחס ההון למאזן ליום 31.03.23 נאמד לכ-22.8% כאשר לאורך זמן אנו מניחים כי חלוקות דיבידנד עלולות להעיב על היחס והחברה צפויה להציג יחס הון למאזן של כ-19.5%-20.5% בשנים 2023-2024, המשקפים מינוף גבוה. במאי 2023 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנדים בגובה של 100 מיליון ₪ (ממוצע תלת שנתי של כ-63 מיליון ₪ בשנים 2020-2022).
- לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף משמעותי של כ-1,095 מיליון ₪ על פני מספר בנקים, מתוכן כ-965 מיליון ₪ מסגרות פנויות ומחייבות ליום 31.3.2023 (לחברה קיימות מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪ מתוכן כ-30% מנוצלות נכון לחודש מאי 2023). נזילות החברה סבירה ומתבססת על יתרות נזילות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ ותיק ניירות ערך בהיקפים משמעותיים אשר מאופייין במדיניות השקעות ברמת סיכון בינונית. לחברה גמישות פיננסית סבירה התומכת ביכולת החברה למחזר את התחייבויותיה על בסיס יציבות התזרים התפעולי, רמת מינוף מתונה יחסית ומרווח גבוה מאמות מידה פיננסיות.

- המדיניות הפיננסית של החברה מעיבה על סיכון האשראי של החברה ומאופיינת בתאבון סיכון, חלוקות דיבידנדים בהיקפים מהותיים ועסקאות המאופיינות במינוף גבוה ובעיקרן פיתוח נדל"ן בייזום.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי, תוצאותיה התפעולית ותעמוד בפרמטרים הפיננסים התומכים בדירוג. חלוקת דיבידנדים אגרסיבית או פגיעה משמעותית ביחסי הכיסוי עקב השקעות הוניות גבוהות מחוץ לתרחיש הבסיס, עלולות לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקף ה-EBITDA וירידה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA לאורך זמן מתחת ל-5.0

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- חלוקת דיבידנד אגרסיבית אשר תכביד על יחסי איתנות של החברה.
- השקעות הוניות מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.
- שחיקה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA מעל ל-7.5 לאורך זמן.

### דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Q1 2022	Q1 2023	
4,110	2,979	4,738	8,165	1,491	1,836	היקף הכנסות נטו
916	874	1,060	1,083	250	254	רווח גולמי
165	125	237	189	28	22	רווח תפעולי מותאם*
22.7%	22.1%	21.9%	20.2%	21.7%	22.8%	הון עצמי / מאזן
3.1	1.5	***34.2	1.0	-11.9	0.6	רווח תפעולי מותאם להוצאות מימון (נטו)*
7.5	8.3	7.0	8.7	7.3	7.5	חוב פיננסי מותאם ל EBITDA **/*

\* כולל חלק ברווחי כלולות (לפי שיטת השווי המאזני) ולאחר ניכוי הוצאות עמלות כרטיסי אשראי.  
 \*\* חוב פיננסי מותאם כולל התחייבויות חכירה בכל התקופות המוצגות מעלה. החל משנת 2019 תוספת התחייבויות חכירה מוצגת בהתאם למאזן החברה.  
 \*\*\* כולל הכנסות מימון בגין תיק ני"ע של כ-84 מיליון ₪.  
 \*\*\*\* בעקבות מכירת פעילות תחנת הכוח, השנים 2020-2021 ורבעון 1 2022 סווגו מחדש ומוצגים בשונה מהדוח אשתקד.

### דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ - הכנסות ורווח מגזרי לפי מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Q1 2022	Q1 2023	
2,591	1,844	2,625	3,868	745	865	מגזר מתחמי התדלוק
128	103	161	142	25	18	
1,045	642	1,648	3,833	643	864	מגזר השייוק הישיר (כולל
32	25	67	73	21	14	דס"ל)

626	682	699	719	161	171	
24	24	24	11	(3)	1	מגזר הקמעונאות*
21	138	128	NA	NA	NA	מגזר החשמל**
6	18	15	NA	NA	NA	

\* מגזר הקמעונאות כולל את חברות כלולות הנמצאות תחת שיטת השווי המאזני.

\*\* בעקבות מכירת פעילות תחנת הכוח, השנים 2020-2021 ורבעון 1 2022 סווגו מחדש ומוצגים בשונה מהדוח אשתקד.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### סביבת הפעילות

צפי לצמיחה מתונה בביקוש לדלקים בשנת 2023 כאשר בטווח הארוך איום הרכב החשמלי יביא לפגיעה לביקושים בענף. חברות שיווק הדלקים ממשיכות להשקיע בייצור מקורות הכנסה נוספים.

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (21%), דלק (19%), סונול (19%) ודור אלון (17%), חולשות יחד על כ-76% מהתחנות הציבוריות (זאת לעומת כ-86% לפני כעשור). הריכוזיות בענף קמעונאות הדלקים נובעת בין היתר מחסמי כניסה גבוהים בשל הצורך בהיקף השקעות גבוה, רישוי והיתרים לצורך הקמת תחנות במיקומים שונים, וכן עקב דרישת מקורות אשראי בהיקפים משמעותיים למימון צורכי הון חוזר. הרגולציה בענף הדלקים הינה הדוקה, וכוללת בין היתר רישוי תחנות והשקעות הוניות בתחומי ההגנה על הסביבה.

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידי מידרוג כמוצרי בסיס המצויים בשימוש יומיומי, ואשר הביקוש אליהם קשיח יחסית וחשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית. פוטנציאל הצמיחה בענף שיווק הדלקים מוגבל למדי, ולאורך זמן נגזר מעליית הנוסעה בישראל, אשר בתורה מושפעת לחיוב מצמיחת האוכלוסייה, צמיחת התמ"ג וגידול ברמת המינוע ובמצבת כלי הרכב הפרטיים. מנגד, הביקוש לדלקים מושפע לשלילה מהתייעלות אנרגטית של כלי הרכב ומעבר לטכנולוגיות ולדלקים חלופיים. אלו מקבלים בשנים האחרונות רוח גבית מפיתוחים שונים בתחום הרכב החשמלי אשר קצב החדירה שלו לשוק עולה, אם כי בצורה מוגבלת. בשנת 2022 חלה עליה חדה במספר כלי הרכב שהונעו באמצעות חשמל (עליה של כ-179% לעומת שנת 2021), וכן חלה עליה במספר כלי הרכב ההיברידיים (עליה של כ-21% לעומת שנת 2021).<sup>2</sup> מידרוג מעריכה כי שיעור כלי הרכב החשמליים מהיקף המסירות החדשות של כלי רכב בישראל ימשיך ויגדל במהלך השנים הקרובות. להערכתה של מידרוג, למרות ההנחה כי חלקם של הרכבים החשמליים ילך ויגדל, קיים קושי להעריך בשלב זה את קצב הגידול.

שיעור הצמיחה השנתית הממוצע בישראל (כולל הרש"פ) של שימוש בנזין עמד על כ-2.1% ממוצע תלת שנתי (בנטרול השפעת הקורונה) ואילו בסולר שיעור הצמיחה השנתית הממוצע עמד על כ-4.2%, זאת על אף גידול מתמשך בהיקף צי כלי רכב בישראל באותן שנים ובהיקף הנוסעה. בחודשים ינואר-יוני 2023, השימוש בדלקים מסוג בנזין וסולר עלו בכ-2% ובכ-0.3%, בהתאמה לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

משרד האנרגיה הציב מטרה ארוכת טווח להפסקת צריכת מוצרי דלק מזהמים בתחבורה היבשתית ומעבר לשימוש בכלי רכב חשמליים וכלי רכב המונעים בגז טבעי דחוס (גט"ד). בהתאם לתכנית הממשלה<sup>3</sup>, החל משנת 2030 תיאסר כניסת כלי רכב לישראל המונעים בבנזין או בסולר, ו-100% מכלי הרכב החדשים בישראל יונעו בעזרת חשמל וגט"ד. מצב זה יתאפשר באופן הדרגתי. מדיניות משרד האנרגיה בתחום זה תידרש להיבחן בעתיד לאור זאת גם לאור התקציב הממשלתי הכולל מרכיב מהותי של גביית מס בלו מהדלקים. בטווח הקצר והבינוני, ההשלכות של הכניסה העתידית של הרכב החשמלי נוגעות לאופן בו חברות הדלקים תאמצנה אסטרטגיית צמיחה בעולם האנרגיה החלופית, באמצעות מודל עסקי להשתלבות בטעינת הרכב החשמלי, מיזוגים ורכישות בתחומי

<sup>1</sup> ע"פ נתוני משרד האנרגיה ליום 18.07.2022.

<sup>2</sup> ע"פ דו"ח הלמ"ס - "כלי רכב מנועיים בישראל שנת 2022".

<sup>3</sup> [תכנית משרד האנרגיה](#).

האנרגיה בכלל והאנרגיה החלופית בפרט.

כמו כן, המגמה ארוכת הטווח במעבר לאנרגיות חלופיות בהנעת רכבים משפיעה על השחקניות בענף בבואן לבחון את המשך הפיתוח העסקי, מיזוגים ורכישות וכניסה לתחומים עסקיים חדשים. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי חברות הדלקים בישראל ירחיבו את פעילותן בתחום עמדות הטענה לרכבים חשמליים, קמעונאות מזון, מוצרים משלימים ובפיתוח נדל"ן.

## פרופיל עסקי

### מיצוב עסקי בולט לחיוב פיזור מגזרי בעולם הקמעונאות עם פריסה ארצית רחבה, מיתוג חזק והצעת ערך מלאה.

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים: מתחמי תדלוק ומסחר, שיווק ישיר (כולל גם שיווק דס"ל וגפ"מ) וקמעונאות מזון. דור אלון הינה השחקנית הרביעית בגודלה בענף שיווק הדלקים במונחי מספר תחנות דלק - נכון למועד הדו"ח הפעילה החברה 215 תחנות דלק בפריסה ארצית רחבה, ביניהן מספר מתחמי תדלוק במיקומים אסטרטגיים שבחלקם נפתחו בשנתיים האחרונות, קיבוצים ונוכחות בלעדית בכביש 6. מרבית התחנות מצויות בהפעלה עצמית של החברה ורק מיעוטן תחנות אספקה - גורם חיובי בהערכתנו את מיצובה העסקי, בשל השליטה, באמצעות הפעלה עצמית על הצעת הערך וחזק המותג הקמעונאי. אסטרטגיית החברה כוללת השקעות ופיתוח עסקי לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים. אלו כללו בשנים האחרונות פיתוח נדל"ן מסחרי במתחמי תדלוק, השקעה בהקמת עמדות הטענה מהירות לרכבים חשמליים, גז ביתי ותעשייתי תחת דור גז, הרחבת פורטפוליו מוצרים ושירותים בצ"י הרכב וכן פעילויות נוספות לחיזוק הזרוע הקמעונאית הכוללות השקעה במיתוג, הרחבת והטמעת מותגים ייחודיים ויבוא מוצרים. החברה עוסקת בשנים האחרונות בהשבחת נדל"ן (עין שמר, אלוני ים הרצליה ואלוני כפ"ס כשעיקר ההשקעות הצפויות הינן בפרויקט אלוני ים).

כמויות הדלקים שנמכרו ע"י דור-אלון בשנת 2022 בתחנות הדלק צמחו לעומת אשתקד. בנוסף, לחברה מותגים בולטים בתחום חנויות נוחות (156 חנויות נוחות) בתחנות התדלוק וביניהן "אלונית", "מיני סופר אלונית" וכן רשת בתי הקפה "Si-Café". בשנים האחרונות, עם התקדמות הטכנולוגיה וצמיחת תחום הרכבים החשמליים בישראל, דור אלון הקימה כ-57 עמדות טעינה מהירות לרכבים חשמליים בלמעלה מ-20 אתרים שונים ומתכננת להקים עמדות נוספות בשנים הקרובות. היקף הפעילות של החברה נסמך בעיקר על מגזר מתחמי התדלוק וחנויות הנוחות, האחראי לחלק ניכר מרווחי החברה ותורם לכ-63% מסך הרווח המגזרי של החברה לעומת ממוצע תלת שנתי (2020-2022) של כ-61%.

במגזר השיווק הישיר (כולל דס"ל) החברה נהנית מצמיחה משמעותית בפעילות, כאשר סך המכירות עמד בשנת 2022 על כ-3.8 מיליארד ₪ לעומת 1.65 מיליארד ₪ בשנת 2021. הגידול המשמעותי בהכנסות המגזר נובע מ-1) הארכת הסכם הרש"פ באפריל 2022 (אספקת 50% מהיקף צריכת הדלקים והגפ"מ השנתית של הרש"פ עד תום שנת 2025) אשר תרם כ-2 מיליארד ₪ בשנת 2022 לעומת כ-865 מיליון ₪ בשנת 2021 (עסקה זו טומנת בחובה סיכון אשראי אשר מגובה בהמחאה לחברה של זכויות הרש"פ לקבלת כספי מיסים הקשורים לדלק המוחזקים עבור הרש"פ על ידי ממשלת ישראל, זאת במידה והרש"פ תחדל מלשלם לחברה) 2) צמיחה של כ-38.5% בכמויות הדלק הסילוני שנמכרו בשנת 2022 לעומת ממוצע השנים 2018-2019 (טרום הקורונה), נובעת מחתימת הסכם עם לקוח עיקרי בגין אספקת דלק סילוני בחוזה חד שנתי הניתן להארכה מדי שנה. נציין כי פעילות הדס"ל מאופיינת בחוזים מול לקוחות קצה גדולים וברווחיות נמוכה. התחרות במגזר השיווק הישיר גבוהה וכרוכה בריתוק הון חוזר בהיקפים משמעותיים לאשראי לקוחות במיוחד עקב עסקת הרש"פ (ב-31.12.2022 יתרת החוב של הרש"פ עמדה על כ-580 מיליון ₪ מתוך חובות לקוחות בהיקף כולל של כ-1.35 מיליארד ₪ באותו מועד ולעומת כ-1.0 מיליארד חובות לקוחות ב-31.12.2021), ובחשיפה לסיכון אשראי זה ולריבית הבסיס במשק.

במגזר קמעונאות המזון החברה מפעילה רשת חנויות לממכר מוצרי מזון ואחרים בתחום מטרופולין ת"א - רשת "am:pm" אשר מונה כ-59 סניפים, אלונית בקיבוץ/במושב, סופר אלונית ובנוסף, החברה מחזיקה כ-50% ממניות חברת בי.בי.בי מסעדות בע"מ (החזקה המטופלת בהתאם לשיטת השווי המאזני) אשר מחזיקה בשלושה מותגים עיקריים של מסעדות - "BBB", "Burgerim" ו-"Moses", ומנהלת בזכיינות כ-100 סניפים תחת מותגים אלו. מגזר הקמעונאות שמר בשנת 2022 על יציבות בהכנסות בדומה לשנים הקודמות, כאשר רשת "am:pm", המהווה כ-70% בממוצע מהכנסות מגזר הקמעונאות ("am:pm" מאוחדת בדו"חות כספיים), פתחה 4 סניפים

חדשים בשנה החולפת מידרוג צופה בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024 יציבות בהכנסות המגזר הנובעת מהתמתנות הביקושים לחנויות הנוחות במרכזי ערים שנהנו מצמיחה בתקופת הקורונה וחזרת הצרכנים לרכישות ברשתות הדיסקאונט לאור יוקר המחיה. בשנים האחרונות, החברה עוסקת בפיתוח נדל"ן כאשר הפרויקט העיקרי בתחום זה הינו אלוני ים הממוקם באיזור התעשייה המערבי בהרצליה, הכולל היתר בנייה לכ-70 אלף מ"ר שטחי משרדים ומסחר ו-70 אלף מ"ר שטחי חניה ופוטנציאל לזכויות נוספות. נכון לסוף 2022 הושלמו בפרויקט עבודות הדיפון והחפירה ונכון להיום החלו עבודות שלד - מרתפים. באפריל 2023 נחתם הסכם עם קבלן ראשי (ב.ס.ט.בנייה בע"מ) בגין פרויקט אלוני ים והשלמת הפרויקט צפויה להיות במהלך הרבעון ה-3 של שנת 2025. התקדמות הקמת פרויקט אלוני ים צפויה להוביל לגידול החוב בגינו ובטווח הקצר-הבינוני הפרויקט צפוי להעבי על יחסי הכיסוי. אנו מניחים כי הפרויקט תורם למיצובה העסקי של החברה ואף הציג השבחה בשווי לאורך השנים, השבחה שקיבלה ביטוי בעליית ערך הנכס ובתרומה להון העצמי. החברה רשמה רווחים בעקבות שיעורי נדל"ן הנאמדים לסך של כ-248 מיליון ₪ במצטבר בשנים 2019-2022.

## רווחיות

**שחיקה ברווחיות התפעולית נוכח עלייה בעלויות התפעול לצד פגיעה ברווחיות מגזר השוק הישיר. האחרון צפוי להשתפר בשנות התחזית**

בשנת 2022 הרווחיות המגזרית<sup>4</sup> של מגזר תחנות הדלק, חנויות הנוחות והמסחר עמדה על כ-19% לעומת כ-22% בשנת 2021. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקרה מהתייקרות עלויות המכר והתפעול נוכח סביבת אינפלציה גבוהה בשוק כפי שתוארו לעיל. רווחיות המגזר מוגבלת נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות הכוללות הוצאות בגין חכירת מתחמי התדלוק והוצאות שכר עובדים שעלו באופן משמעותי בשנה האחרונה, נוכח גל ההתייקרויות במשק. חוזי התחנות של החברה צמודים בחלקם הארי למדד המחירים לצרכן ונוכח עליית המדד הביאו לעלייה בשכריות זאת ועוד חידוש חוזים הנעשים במחירים הגבוהים משמעותית מממוצע החוזים טרום החידוש. מנגד רווחיות מגזר זה נתמכת ע"י חנויות הנוחות המהוות את מנוע הצמיחה של החברה ומאופיינות ברווחיות גולמית גבוהה העומדת על כ-40% בממוצע תלת שנתי של השנים 2020-2022.

מגזר השיווק הישיר הושפע משלושה סגמנטים עיקריים: עסקת הרש"פ, פעילות הדס"ל ופעילות אספקת הגז טבעי באמצעות "דורגז". הרווחיות התפעולית של המגזר (רווח מגזרי מתוך ההכנסות) עמדה בשנת 2022 על כ-2% (כ-4% בשנת 2021). השחיקה ברווחיות התפעולית נובעת משתי סיבות עיקריות: (1) פגיעה חד פעמית ב-"דורגז" נוכח החלפת ספק גז במהלך השנה שהעיבה על רווחי הפעילות (2) עסקת הרש"פ שעל אף היותה מאופיינת בהיקפים גדולים, מרווחיה נמוכים. עם זאת, פעילות "דורגז" תורמת חלק ניכר לרווח הגולמי של המגזר ואנו מניחים שהפגיעה בשנה החולפת לא עתידה לשוב בשנות התחזית. אנו מעריכים כי רווחיות המגזר תוסיף לעמוד תחת לחצים תחרותיים, תוך שהוא ייוותר חשוף, לפחות לטווח קצר, לתנודות חדות ברמות מחירי הנפט, הריבית ועלייה בהוצאות השכר והלוגיסטיקה.

בשנת 2022 מגזר קמעונאות המזון חווה תחרות עזה נוכח עליות האינפלציה במשק ולחצים מצד הצרכנים כנגד העלאות מחירים. רווחיות המגזר (הרווח התפעולי מההכנסות) נפגעה משמעותית בשנת 2022 ועמדה על כ-1.6% לעומת כ-3.6% בממוצע תלת שנתי (2019-2021) וזאת עקב עלויות התפעול השוטפות שהתייקרו בדומה לכלל המשק שבחלקן נבע עקב ריכוזיות הסניפים במטרופולין ת"א המאופיין בעליית מחירי שכריות נדל"ן.

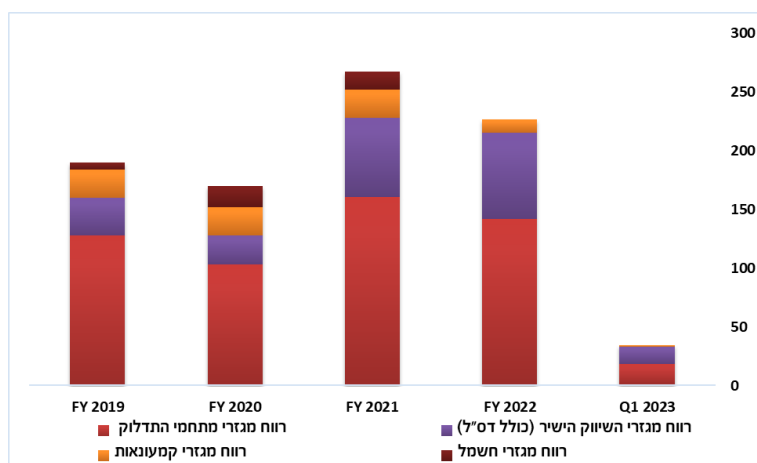
בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. צמיחה שולית של כ-2%-1.5% בכמויות הליטרים של בנזין, וזאת בהתאם לקצב שאופיין טרום הקורונה ולאור המעבר לרכבים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. 2. צמיחה שולית בכמויות הליטרים של סולר (נציין כי הצמיחה אשר אפיינה את השנים 2021-2022 נבעה בעיקר מחתימה על ההסכם מול הרש"פ). 3. עלייה בהכנסות מחנויות הנוחות ומגזר הקמעונאות של כ-2.5%-3.5% בהתאם לשיעור האינפלציה הצפוי ולאור גילום מלא של סניפי הסופר "am:pm" אשר נפתחו במהלך שנת 2022. 4. שחיקה של כ-5%-1% ברווחיות הגולמית של מגזר השיווק הישיר מחד מרווחים

<sup>4</sup> מידרוג מודדת את הרווח המגזרי כרווח התפעולי מתוך הרווח הגולמי בדומה לפרקטיקה המקובלת בחברות בשיווק דלקים.

נמוכים בתחום הדס"ל מנגד שיפור הרווחיות בדור גז עם חתימת על הסכם לקבלת גז טבעי מחברת OPC. 6. עלייה בהוצאות התפעוליות בשל עדכון שכר המינימום ועדכון וחיידוש חוזי חכירה שהובילו לעלייה בהוצאות הפחת (החלק הארי של חוזי החכירה צמודים למדד לצרכן). 7. סביבת ריביות גבוהה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעורי הרווחיות התפעולית מהרווח הגולמי (ללא רווחי /הפסדי מלאי) צפויים להיאמד בטווח של כ-13.5%-12.0% בשנות התחזית לעומת כ-14.7% במוצע תלת שתי של השנים 2020-2022, רווחיות המושפעת גם מהמאפיינים הענפים. להערכתנו, הרווחיות התפעולית בשנות התחזית תיחלש בעיקר לאור עלייה בהוצאות שכירויות, כוח אדם ולוגיסטיקה.

**דור אלון: התפלגות רווח מגזרי (באיחוד יחסי) ב-2022-2019 ורבעון 1 2023 לפי מגזרי פעילות, במיליוני ₪**



**עלייה בהשקעות ההוניות וחלוקת דיבידנדים צפויים להעיב על יחסי הכיסוי.**

מידרוג צופה בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024 כי היקף ה-EBITDA וה-FFO יעמדו בטווח שבין 455-485 מיליון ₪ ובין 300-330 מיליון ₪, בהתאמה בשנים 2023 ו-2024. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי היקף ההשקעות ההוניות (כולל תשלומים בגין התחייבויות חכירה, מיזוגים ורכישות ופיתוח נדל"ן) יעמוד על כ-450-500 מיליון ₪ בשנת 2023 (ללא תמורה ממכירת תחנת הכוח) וכ-580-620 מיליון ₪ בשנת 2024 (ההשקעות ההוניות של החברה בשנת 2022 נאמדו על סך של כ-341 מיליון ₪). הגידול בהיקף ההשקעות ההוניות הינו כפועל יוצא של מימוש אסטרטגיית החברה להשקעות ופיתוח עסקי לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים.

החברה הכירה בתקבולים בסך של כ-872 מיליון ₪ בגין עסקת מכירת תחנת הכוח בקרית גת בשנת 2023. בהתאם לכך, ונוכח הערכתנו לחלוקת דיבידנד של כ-100 מיליון ₪ מדי שנה (במאי 2023 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנדים בגובה של 100 מיליון ₪), אנו אומדים את היקף תזרים המזומנים החופשי של החברה בהיקף של כ-530-550 מיליון ₪ בשנת 2023 בעיקר לאור מכירת תחנת הכוח (ללא מכירת תחנת הכוח, ה-FCF בשנת 2023 שלילי ונמצא בטווח בין 250-270 מיליון ₪), ובשנה שלאחריה תזרים חופשי שלילי בגובה של כ-370-400 מיליון ₪. מידרוג לא הניחה שינויים בהון החוזר בתרחיש הבסיס. בשנת 2022 החברה יצרה (FCF) שלילי של כ-134 מיליון ₪ אשר נבע בין היתר מחלוקת דיבידנד בגובה 50 מיליון ₪ ומעלייה משמעותית בצרכי ההון החוזר בגובה של כ-70 מיליון ₪ בעיקר נוכח עסקת הרש"פ.



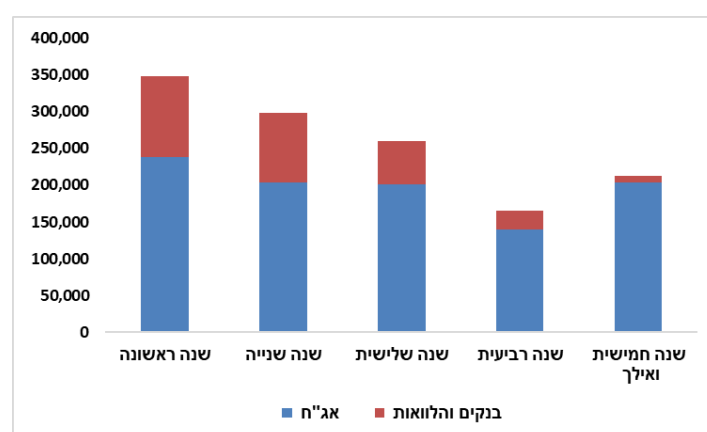
להערכת מידרוג, החוב הפיננסי יעמוד בתרחיש הבסיס על כ-3.4-3.55 מיליארד ₪ בשנים 2023-2024. לאור כך, מידרוג מניחה כי יחס כיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA לשנים 2023-2024 יעמוד על כ-7.5, לעומת הערכתנו לכ-6.5-7.5 במועד המעקב הקודם. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון נטו צפוי לעמוד בשנות התחזית על כ-1.0 (ממוצע 3.4 בשנים 2020-2022).

נכון ליום 31.3.2023 ההון העצמי של החברה נאמד לכ-1.38 מיליארד ₪ ובדומה לתקופה המקבילה אשתקד. יחס ההון למאזן ליום 31.03.23 נאמד לכ-22.8% כאשר לאורך זמן אנו מניחים כי חלוקות דיבידנד עלולות להעיב על היחס והחברה צפויה להציג יחס הון למאזן של כ-19.5%-20.5%, המשקפים מינוף גבוה. במאי 2023 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנדים בגובה של 100 מיליון ₪ לעומת ממוצע תלת שנתי של כ-63 מיליון ₪ בשנים 2020-2022. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס כי לאור הרווחיות הנמוכה, המשך חלוקת הדיבידנדים בשנות התחזית והגידול בהתחייבויות, ההון למאזן של החברה יעמוד על כ-20.0% (22.8%-21.7% לימים 31.3.2023 ו-31.12.2022, בהתאמה).

#### נזילות סבירה הנשענת על יתרות נזילות, לצד מסגרות אשראי מחייבות מנגד תיק ניירות ערך בהיקפים מהותיים בעל מאפייני סיכון; מדיניותה המעיבה על פרופיל סיכון האשראי

נזילות החברה סבירה ומתבססת על יתרות נזילות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ ותיק ניירות ערך בהיקפים משמעותיים (386 מיליון ₪ נכון ליום ה-31.03.2023) אשר מאופיין במדיניות השקעות ברמת סיכון בינונית. לחברה גמישות פיננסית סבירה התומכת ביכולת החברה למחזר את התחייבויותיה על בסיס יציבות התזרים התפעולי, רמת מינוף מתונה יחסית ומרווח גבוה מאמות מידה פיננסיות. כמו כן, לחברה עומס פרעונות הכולל חלויות חוב (קרן אג"ח ובנקים) צפויות של כ-348 מיליון ₪ וכ-297 מיליון ₪ בהתאמה בכ"א מהשנתיים הקרובות, אשר אנו מניחים כי תיפרענה באמצעות מחזור חוב. נכון למאי 2023, לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪ מתוכן כ-30% מנוצלות. נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים על כלל נכסיהם ושעבוד קבוע על הון המניות המונסטין של החברה על סך של כ-1.6 מיליארד ₪ נכון ל-31.12.2022. לאורך השנים החברה רשמה שערורים לנכסי הנדל"ן להשקעה והרכוש הקבוע והוכיחה יכולות ביצוע של פעולות השבחה לנכסים אלו. המדיניות הפיננסית של החברה מעיבה על סיכון האשראי של החברה ומאופיינת בתאבון סיכון, חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים ועסקאות המאופיינות במינוף גבוה ובעיקרן פיתוח נדל"ן בייזום.

#### דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ - התפלגות פירעון הלוואות לזמן ארוך\* ליום 31.03.2023, אלפי ₪



## שיקולי ESG

להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה גבוהה. הכנסות החברה חשופות במידה רבה לשימוש בדלקים מזהמים, למגמת המעבר מדלקים פוסיליים מזהמים לאנרגיות מתחדשות ושימוש הגובר בגז טבעי, זאת לצד מגמת המעבר לרכבים חשמליים. כמו כן, חשופה החברה לסיכונים סביבתיים הנובעים מאפשרות זיהום קרקע ומי תהום כתוצאה מדליפת דלקים וזיהום אוויר מאדי דלק הנפלטים לאוויר, וכן לסיכונים משפטיים בקשר עם איכות הסביבה. עם השנים חלה החמרה בדרישות הרגולטוריות בתחום איכות הסביבה, לרבות במסגרת התנאים לקבלת רישיון עסק והיתרים אחרים, דבר המצריך הערכות, השקעות והוצאות לא מבוטלות. נציין כי החברה נוקטת בצעדים שונים הממתנים סיכונים אלו, כגון: פעולות ניטור ובקרה, קבלת אישורי בטיחות / אישורי פעילות רלוונטיים, מערך נהלי חירום ועוד. לחברה ממונה בתחום איכות הסביבה וממונה בטיחות האחראים במסגרת תפקידיהם על ביצוע הדרכות שוטפות בקרב עובדי החברה. כמו כן, לחברה קיים נוהל פנימי הנוגע להתמודדויות מול סיכונים הסייבר.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
Aa.il	---	Aa.il	---	יציבות סל המוצרים הקמעונאי	ענף הפעילות
A.il	---	A.il	---	מאפיינים תחרותיים	
Aa.il	8.5-9.0 מיליארד ₪ 420 נק' מכירה	Aa.il	8.51 מיליארד ₪ <sup>[2]</sup> 418 נק' מכירה <sup>[3]</sup>	הכנסות נטו ומספר נקודות מכירה	פרופיל עסקי
A.il	--	A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
Baa.il	1.5%-2.0%	Baa.il	2.2%	רווח תפעולי להכנסות נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	19.0%-21.0%	A.il	22.8%	הון עצמי / מאזן	
Ba.il	0.9-1.2X	Ba.il	0.6 X	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו LTM <sup>[4]</sup>	
Baa.il	7.3-7.5X	Baa.il	7.5X	חוב פיננסי מותאם / EBITDA	
Aa.il	FFO: 300- 330 מיליון ₪	A.il	FFO: 283 מיליון ₪	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	
	FFO-Capex: 0-30 מיליון ₪		FFO-Capex: (64) מיליון ₪		
Baa.il		Baa.il		מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
<b>A2.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.

[2] נתוני רבעון 1 2023.

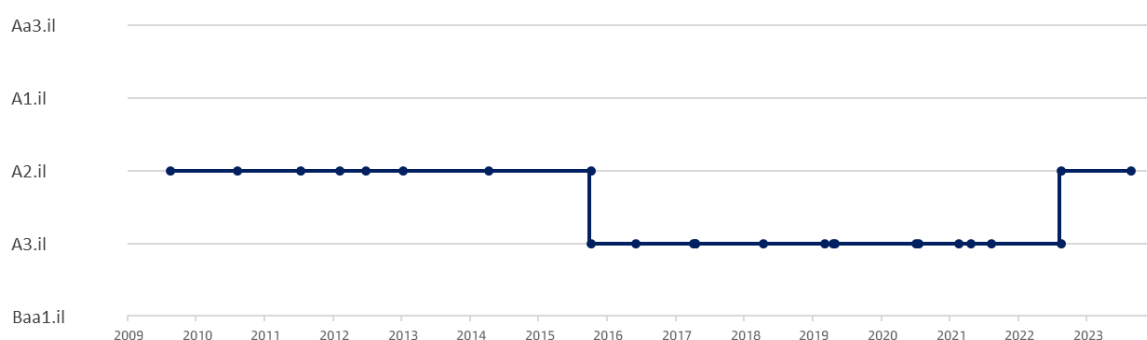
[3] כולל מתחמי תדלוק וכל נקודות המכירה הקמעונאיות (סופרים, מסעדות ובתי קפה).

[4] הרווח התפעולי כולל כלולות ובניטרול עמלות כרטיסי אשראי. הוצאות המימון נטו בניטרול עמלות כרטיסי אשראי.

## אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלת השליטה בחברה המחזיקה 82.73% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה הינה אלון רבוע כחול-ישראל בע"מ (A2.il) יציב טרם הפסקת הדירוג ביולי 2023) בבעלות מר מוטי בן משה. בנוסף, מר בן משה מחזיק כ- 2.17% בהון המניות בחברה באמצעות חברה פרטית אשר בבעלותו המלאה. החברה עוסקת בפיתוח, הקמה ותפעול של מתחמי תדלוק ומסחר, חנויות לממכר קמעונאי של מוצרי מזון ומוצרי צריכה אחרים, ניהול ותפעול של רשתות הסעדה, שיווק ישיר של תזקיקי נפט וגז טבעי, וכן בפיתוח, הקמה ותפעול של שטחי מסחר ונכסי מקרקעין שלחברה יש זכויות בהם. מנכ"ל החברה הנו מר עודד גולן ויו"ר הדירקטוריון הנו מר ישראל יניב.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[דור אלון אנרגיה בישראל \(1988\) בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, מאי 2023](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - 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](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 23.08.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 16.08.2022

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 05.08.2009

שם יוזם הדירוג: דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

## 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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, תנדטיות 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 וציפייה 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 מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שביסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ 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 בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, 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, הערכות 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 אמין 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 אמין ומדויקים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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 למומחשי 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 לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד 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 מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון 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 לא.

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 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)