

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ

דירוג ראשוני מותנה | פברואר 2020

אנשי קשר:

תומר דר

אנליסטית, מערכת דירוג ראשי

tomero@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il (P) ¹	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aaa.il (P)	דירוג סדרות

מידורג קובעת דירוג מנפיק מותנה Aaa.il (P) באופק יציב לחברת תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ (להלן: "החברה" או "תש"ן"). כמו כן, מידורג קובעת דירוג מותנה Aaa.il (P) באופק יציב לאגרות החוב שתנפיק החברה בסך של עד 250 מיליון ₪.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- השלמת שטר הנאמנות לאגרות החוב בהתאם לתנאים שהוצגו בפני מידורג²
- קבלת מזכר הנפקה סופי חתום

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 (להלן: "קמ"ד"), 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 - אחסון לשם הבטחת אספקת מוצרי נפט מהמקור ליעד, בהתאם לדרישת הלקוחות; (ב) אחסון ארוך טווח - אחסון בעבור מדינת ישראל; (ג) אחסון מסחרי - אחסון עבור לקוחות גדולים, מקומיים וזרים, לפי צרכיהם הייחודיים, לצריכה מקומית או לאספקה לשווקים בינלאומיים; (ד) ניפוק - לחברה מתקן לניפוק מוצרי נפט שנועד למילוי מכליות כביש של לקוחותיה. 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 - אחסון ארוך טווח עבור לקוחות מקומיים וזרים לצורך צריכה מקומית או עבור אספקה לשווקים בין - לאומיים; (ב) אחסון תפעולי - אחסון לצורך הזרמה שוטפת של נפט גולמי לבתי הזיקוק, בהתאם לדרישה. אחסון כנ"ל מתקיים בחוות הטרימינל בקריית חיים כאשר חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בז"ן") 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. באמצעות שירותי ההזרמה יכולות חברות הדלק לנפק את המוצרים שברשותן במסופים הקרובים גיאוגרפית לתחנות הדלק ובכך לחסוך עלויות גבוהות של שינוע במכליות כביש. 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 הנמל 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.

¹ (P) - מידורג מציבה דירוגים מותנים כאשר כניסת הדירוג לתוקפו כפופה להתקיימות נסיבות המפורטות בדוח הדירוג, בין היתר, כאשר כניסת הדירוג לתוקף כפופה להשלמות שונות. לפירוט בנושא סולמות הדירוג, ראה קישור בפרק דוחות קשורים.

² הדירוג מתבסס על חומרים שהועברו לידי מידורג עד לתאריך 25 בפברואר 2020.

השר הממונה על ענייני החברה הינו שר האנרגיה באמצעות מינהל הדלק והגז. כמו כן כפופה החברה לרשות החברות הממשלתיות במשרד האוצר. 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. בחברה מועסקים כ-200 עובדים וכן כ-200 מאבטחים ועובדים זמניים אחרים.

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 שממתן את חשיפות החברה לסיכונים הכנסות ולחשיפות פיננסיות אחרות. מסגרת יציבה זו מחזקת את הוודאות בקשר עם פעילות החברה; (3) מנגנון כיסוי עלויות 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, עם זאת, איכות האשראי המאפיינת את לקוחות החברה העיקריים הינה גבוהה; (5) החברה עומדת בפני תכנית השקעות רחבה המתבססת על החלטת ממשלה, הכוללת חיבור 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 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) צרכי המימון של החברה צפויים לעמוד על כ-350 מיליון ₪ בטווח הזמן הקצר. מתוכם, צפויה החברה לגייס חוב בהיקף של עד 250 מיליון ₪ לצורך מימון תכנית הרציפות התפקודית. החוב צפוי להפרש על פני כ-20 שנה. כמו כן, מבנה החוב הצפוי 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 מידרוג, על אף השינויים החלים במשק האנרגיה, בדגש בקשר עם ההסבות 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) לחברה יחסי כיסוי חוב מהירים ויציבים; (10) יחסי מינוף חזקים התומכים באיתנותה הפיננסית של החברה; (10) רווחיות יציבה וחזקה עם רמת נזילות הולמת; (11) לחברה חשיפה להפסדים בשל חבות מס בגין נכסי החברה. להערכת החברה, מרבית חילוקי הדעות צפויים להיפתר בהסדר מס בין הצדדים במסגרת הסכם ההפעלה, לכשיחתם.

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 כי בשנים הקרובות תציג החברה יציבות בהיקפי ההכנסות תוך שמירה על סביבת שיעורי הרווחיות התפעולית הנוכחיים, ובפרט על יחס EBITDA להכנסות של כ-35%. להערכתנו, החברה צפויה לייצר תזרימי FFO הנעים בטווח של 100 - 120 מיליון ₪ בשנה, כאשר יחס ה-FFO לריבית יעמוד על כ-20, ויחס החוב ל-FFO יעמוד במוצע על כ-4, בין השנים 2020-2021. בהתאם

לתוכנית ההשקעות של החברה, הוצאות ה-CAPEX השנתיות צפויות לעמוד על בין 200 ל-300 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, וצרכי המימון יעמדו בטווח הקצר-בינוני על כ-350 מיליון ₪. יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה צפוי לנוע בשנים 2020 - 2022 בטווח של בין 20% ל-25%. אנו צופים כי החברה תמשיך לשמור על יתרות נזילות הולמות 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, שייבילו לשחיקה בהכנסות וברווחיות
- אי-שמירה על יתרות נזילות הולמות, ביחס להיקפי הפעילות ועומס הפירעונות הצפויים
- חריגה משמעותית בביצוע תכנית ההשקעות שתוביל לפגיעה מהותית בתוצאות החברה

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

	2016	2017	2018	30/9/18	30/9/19
הכנסות	372	351	353	262	275
מזומן ושווי מזומן ³	334	186	186	210	166
שיעור EBIT	31.0%	19.5%	22.2%	21.8%	22.9%
הון למאזן	76.2%	77.8%	75.9%	75.9%	76.9%
סה"כ חוב פיננסי ⁴	176	76	157	160	152
EBITDA	165	117	130	96	105
FFO	157	103	115	85	94
FFO+Int/Int	114.6	81.8	55.6	59.9	44.6
RCF ⁵ /CAPEX	2.17	-0.72	0.65	0.69	0.94

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,

³ כולל השקעות לזמן קצר

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

⁵ תזרים מזומנים פנוי - FFO בניכוי דיבידנד.

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.

מסגרת רגולטורית יציבה בעלת track record חיובי אשר מחזקת את הוודאות בקשר עם פעילות החברה

החברה פעלה בעבר בהתאם להסכם זיכיון 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, כאשר בד בבד, נערכים דיונים לצורך חתימה על הסכם הפעלה חדש (כמפורט מטה). בתקופת זמן זו, הציגה החברה היסטוריית פעילות יציבה המאופיינת ביחסי שיתוף פעולה אל מול הרגולטורים הרלוונטיים ובתמיכתם בהמשך פעילות החברה ובשמירה על איתנותה הפיננסית. במסגרת כך, הפעילות הרגולטורית אל מול החברה התאפיינה בשקיפות וביחסי אמון, המתבטאים, בין היתר, במתודולוגיית קביעת תעריף שקופה וברורה ובהכרה בהוצאות החברה באופן שמיתן את חשיפות החברה לסיכונים הכנסות ולחשיפות פיננסיות אחרות. לדברי החברה, הסכומים שלא הוכרו בתעריף הינם, לרוב, שוליים. להערכת מידורג, מאפיינים אלו יוצרים מסגרת רגולטורית יציבה, אמינה ובעלת יכולת צפייה גבוהה, ובכך מחזקים את הדירוג.

מנגנון כיסוי עלויות והשקעות הולם אשר תומך בדירוג החברה

החברה מספקת את מרבית שירותיה בתעריפים הנקבעים מכוח צווים שלטוניים⁶. תעריפים אלו, מבוססים על עיקרון העלות והחזר תשואה להון המושקע על ידי החברה, בהתאם לעקרונות הנקבעים על ידי וועדת המחירים. בין השאר, כוללים העקרונות הכרה בהוצאות בהתאם לסל תשומות נורמטיביות, תוספת הוצאות חריגות ותוספת החזר תשואה על ההון שהושקע ברכוש המשמש למתן שירותי תשתית. תעריפי התשתית צמודים למדד המחירים לצרכן, ומתעדכנים לפי ממוצע חמש שנתי של כמויות לכל תעריף, בניכוי הפחתה של מקדם התייעלות בשיעור של 0.37%. עדכון התעריפים האחרון⁷ קובע, בין היתר, שיעור תשואה להון הכולל בשיעור של 5.43% כאשר שיעור התשואה להון הזר הינו 2.99% ושיעור התשואה להון העצמי עומד על 9.10%⁸. בנוסף, בהתאם למפורט בצווים השלטוניים, מגלם התעריף הכנסות בגין דלף⁹. עיקר ההוצאות שלא הוכרו בתעריף הנוכחי קשורות בפעילות מסחרית, הוצאות שהופרשו בדוחות אולם טרם שולמו בפועל וכן חלק מהוצאות הנהלה וכלליות בהן מכיר הרגולטור בהתאם לאחוז הוצאה נורמטיבי מסך הכנסות. כך, שלדברי 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. מנגנון התעריף המכסה את העלויות וההשקעות באופן הולם ומתעדכן באופן שוטף, מגדר את חלק הארי של הכנסות החברה מסיכונים מחיר ובכך תומך בדירוג. עם זאת, המנגנון בנוי באופן של תשלום בדיעבד, כך שהעדכון התעריפי מתבסס על השקעות שבוצעו בפועל וע"כ חושף את החברה לפערי עיתוי. לצד הכנסות החברה מפעילות מפוקחת, המהוות כאמור את עיקר הכנסותיה, לחברה הכנסות נוספות ממספר פעילויות אשר אינן מצויות תחת פיקוח מחירים, אולם קשורות ברובן לפעילות הליבה של החברה (למשל אחסון מסחרי של תזקי נפט ונפט גולמי, ניפוק תזקינים למיכליות כביש ועוד). על אף שהכנסות אלו מציגות תנודתיות גבוהה, הן מאופיינות לרוב ברמת רווחיות גבוהה מן הרווחיות של הפעילות המפוקחת, ותומכות ברווחיות הכוללת של החברה.

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-50% מכלל הכנסות החברה, ו-7 הלקוחות הגדולים של החברה מהווים יחד כ-90% מהכנסות החברה (נכון לשנת 2018 ולמחצית הראשונה של שנת 2019). עם זאת, איכות האשראי המאפיינת את לקוחות החברה העיקריים הינה גבוהה. כך, הלקוח הגדול ביותר של החברה הינו בתי זיקוק לנפט, המהווה כ-30% מהכנסות החברה. בין יתר לקוחותיה ניתן למנות את מדינת ישראל (באמצעות מנהל הדלק ומשרד הביטחון) וחברת החשמל

⁶ צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (תעריפי תשתית במשק הדלק) וצו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (מחירי ניפוק גפ"מ).

⁷ צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (תעריפי תשתית במשק הדלק) (תיקון), התשע"ח - 2018, אשר פורסם בחודש מאי 2018.

⁸ חישוב התשואה להון הכולל, לוקח בחשבון שיעור מינוף פיננסי נורמטיבי (ולא שיעור מינוף בפועל) כך ששיעור ההון העצמי מתוך סך ההון יעמוד על 40%.

⁹ אובדני דלק במהלך הזרמה או אחסון תפעולי של דלק.

המהוות יחד שיעור משמעותי מלקוחות החברה (מעל לכ-30%), שיעור זה עתיד אף לגדול עם תחילת קבלת ההכנסות בגין פרויקט הרציפות התפקודית (כמפורט מטה). איכות האשראי של לקוחות החברה בד בבד עם העובדה כי במתקני החברה מוחזקים מלאי דלקים אשר ערכם עולה לרוב על ערך התחייבות הלקוחות לחברה מחזקים את וודאות הכנסות החברה.

תכנית השקעות רחבה אשר עתידה להגדיל באופן משמעותי את פעילות החברה

לחברה תכנית השקעות רחבה בשנים הקרובות כאשר הפרויקט העיקרי בתוכנית זו נסמך על החלטת ממשלה, מיום 5 ביוני 2016, לשיפור מוכנות משק הדלק למצבי חירום בעקבות מלחמה, אסונות טבע או תקלה בייצור לשם הבטחת רציפות תפקודית (להלן: "פרויקט רציפות תפקודית"). כחלק מההחלטה האמורה לעיל, הוחלט לחבר את תחנות הכוח הפרטיות לרשת הדלק הארצית כגיבוי במקרה של הפסקת ההזרמה של הגז הטבעי. כמו כן, הוחלט על הרחבת חלק מהקווים הנוכחיים על מנת להגביר את כושר ההזרמה הארצית. 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 מידורג, בשנים הקרובות, היקף הוצאות ה-CAPEX השנתיות צפויות לעמוד על בין 200 ל-300 מיליון ₪ בשנה, כך שיחס ה-CAPEX לרכוש קבוע של החברה צפוי לעמוד בשנים 2019 - 2021 על ממוצע של כ-14%. 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 כיום, הקמת הקווים מחולקת למספר מקטעים ועם השלמת כל מקטע תחל החברה לקבל תקבולים בגינו בהתאם לתעריף הלוקח בחשבון את העלויות הצפויות להקמה והחזר תשואה להון. התקבולים יגולמו בתוך תעריף החשמל ויועברו לחברה על ידי מנהל מערכת החשמל (כיום, חברת החשמל לישראל). הוצאות ההשקעות הנ"ל, אשר צפויות להיות מוכרות באמצעות תעריף החשמל (ולא דרך תעריף החברה, כמקובל עבור השקעות שוטפות) עתידות להעמיד את החברה בפני פערי עיתוי נמוכים מן התקבולים השוטפים שלה, היות והעלויות צפויות להתקבל בסיום הקמת כל מקטע.

מבנה החוב ועומס הפירעונות העיתיים תואמים את פעילות החברה ומח"מ נכסיה

בהתאם לנתונים שהעבירה החברה, צפויים צרכי המימון של תש"ן לעמוד על כ-350 מיליון ₪ בטווח הזמן הקצר. מתוכם, צפויה החברה לגייס חוב בהיקף של כ-250 מיליון ₪. החוב צפוי לממן את פעילות ההשקעות של החברה ובפרט, את ההשקעה בתוכנית הרציפות התפקודית. החוב צפוי להפרש על פני כ-20 שנה כך שתשלומי שירות החוב השנתיים (קרן וריבית) צפויים לעמוד על ממוצע של כ-15 מיליון ₪ בשנה. כמו כן, מבנה החוב הצפוי כולל תקופת גרייס של כשנתיים וחצי, כך שהחברה תחל לפרוע את הקרן במועד עדכון התעריפים החזוי. בעדכון זה צפוי כי יוכרו, בין השאר, ההשקעות שהתבצעו 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. נציין, כי נכון ליום 30 לספטמבר 2019, לחברה חובות לתאגידים בנקאיים בהיקף של כ-140 מ"ש. הסכמי ההלוואות כוללים שעבוד קבוע והמחאה על דרך השעבוד, על כלל הכספים, הזכויות ותשלומים אחרים המגיעים לתש"ן ממספר מלקוחותיה. ההכנסות בגין הלקוחות שכספיהם משועבדים לטובת התאגידים המלווים מהוות כ-40% מסך ההכנסות.

החברה משיאה את עיקר הכנסותיה מפעילות ליבה ובכך מגבילה חשיפה לסיכונים סקטוריים נוספים

במסמכי ההתאגדות של תש"ן, בהסכמים הפיננסים שלה ובמקורות משפטיים אחרים, לא קיימות הגבלות מהותיות על החלטות עסקיות של הנהלת החברה בקשר עם השקעות שאינן בליבת פעילותה. עם זאת, עד כה פעלה החברה כך שרובן המוחלט של הכנסותיה נבעו מפעילויות הליבה: אחסון, הזרמות ושירותי נמל. הכנסות החברה שאינן מפעילות ליבה, עומדות על שיעור זניח מכלל ההכנסות והן לא צפויות לגדול משמעותית בשנים הקרובות. יתרה מכך, גם הפעילויות הנוספות בהן עוסקת החברה הינן פעילויות

בעלות וודאות גבוהה יחסית. מיקוד החברה בפעילויות הליבה שלה מגביל את חשיפת החברה לסיכונים ענפי פעילות אחרים ויכול להוות אינדיקטור לתיאבון נמוך יחסית לסיכון. נציין, כי לחברה קיימות תוכניות אסטרטגיות להתרחבות לתחומי פעילות נוספים, אשר כלולים גם הם, ברובם, בתוך תחומי ליבת פעילותה.

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

בהמשך למודעות הגוברת בנושאי איכות הסביבה ויזמות 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 בזה). 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 האנרגיה¹⁰ המפרטת את מדיניות המשרד בקשר עם מעבר כלי רכב כבדים ומכוניות לשימוש במקורות אנרגיה חלופיים (קרי חשמל וגז), והקטנת השימוש במוצרי נפט. היעד אותו הציב משרד האנרגיה הינו כי עד שנת 2030 יהיו 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 בקשר עם ההסבות 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.

יחסי כיסוי חוב מהירים ויציבים

החברה מציגה לאורך השנים רמת הכנסות יציבה אשר עומדת על ממוצע של כ-360 מ"ח בשנים 2016 - 2018. כנגזרת מכך, בין היתר, מציגה החברה יציבות בתזרימי המזומנים שהיא מייצר כך שתזרימי ה-FFO השנתי של החברה עמד בשנים אלו על ממוצע של 125 מיליון ₪. בהתאם לתחזיות החברה, רמת ההכנסות ותזרימי המזומנים שמייצרת החברה צפויה להישמר ואף להתחזק לאור עדכוני תעריפים ולאור ההכנסות בגין תכנית הרציפות התפקודית. אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי הצפויים של החברה יהיו מהירים ויציבים, כאשר יחס ה-FFO לריבית יעמוד על כ-20 בין השנים 2020-2022, ויחס החוב הפיננסי ל-FFO הממוצע בשנים הללו, יעמוד על כ-4.00.

יחסי מינוף חזקים התומכים באיתנות הפיננסית של החברה

לאורך השנים ביצעה החברה את מרבית השקעותיה באמצעות מקורות תזרימיים פנימיים, ועל כן רמת מינוף בה הייתה נמוכה. נכון ליום ה-30 לספטמבר 2019, עמד יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה על כ-9.6%, יחס ההון למאזן שלה עמד על כ-76.9%. רמת מינוף החברה, והיקפי החוב הפיננסי שלה מעידים על איתנות הפיננסית ומהווים גורם מהותי בדירוג. בשנים הקרובות צפויה החברה להוציא אל הפועל תכנית השקעות רחבה אשר תמומן, בין היתר, באמצעות גיוסי חוב אשר צפויים לפגוע במידה מסוימת ביחסים הפיננסיים שמציגה החברה כיום. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החוב הפיננסי של החברה יגדל בטווח הקצר לסביבה של כ-470 מיליון ₪, וכי יחס החוב הפיננסי ל-CAP של החברה ינוע בשנים הקרובות בטווח של בין 20% ל-25% (לעומת ממוצע של כ-9% בשנים 2016 - 2018). להערכת מידרוג, על אף השחיקה המסוימת הצפויה במינוף החברה, יחסי המינוף החזויים עודם מציגים סביבת איתנה אשר הולמת את הדירוג. עם זאת, שחיקה באיתנות הפיננסית של החברה, לרבות באמצעות הגדלת המינוף עלולה לפגוע בדירוג.

¹⁰ דוח יעדי משק האנרגיה לשנת 2030, משרד האנרגיה, אוקטובר 2018

רווחיות יציבה וחזקה עם 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 - 2018 עמדו על ממוצע של כ-135 מיליון ₪, בעוד יתרת תיק ההשקעות לזמן קצר עמדה בשנים אלו על ממוצע של כ-50 מיליון ₪. כמו כן, בשנים אלו הציגה החברה שיעורי EBIT יציבים וחזקים של כ-21%. בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה, מקורותיה הנזילים של החברה לא יפחתו מהיקף של 50 מיליון ₪, כאשר החברה ציננה כי מקורות אלו אינם צפויים לפחות מ-75 מיליון ₪, לאחר גיוס החוב הצפוי. 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 1997-2000 (טרם פקיעת הסכם הזיכיון) לפיה נדרשת החברה לשלם מס בסך של כ-11 מיליון ₪ בתוספת ריבית והצמדות, בגין הכנסות אשר לטענת פקיד השומה אינן אינטגרליות להובלה ולאחסון נפט ולכן זיכיון החברה אינו מקנה פטור ממס בגין הכנסות אלו. כמו כן, נדרשה החברה לשלם תוספת מס בסך של כ-78 מיליון ₪ (כולל ריבית והצמדה), בגין השנים 2001-2011 ו-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 ערעור בנוגע לשתי התביעות הנ"ל ולהערכת יועציה המשפטיים של החברה סיכויי הערעור להתקבל טובים ועל כן לא נכללו בדוחות הכספיים הפרשות בגין. 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 מדינה

תש"ן הינה חברה ממשלתית, בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה הינה מונופול 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 באמצעות מתקני החברה. החלטות המדינה בקשר עם פרויקט הרציפות התפקודית אף מחזקות את הזיקה בין המדינה לבין החברה ואת שילוב האינטרסים בין השניים. 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 התמיכה והתלות עלולה להוביל להורדת דירוג מהותית.

שיקולים נוספים

ממועד פקיעת הסכם הזיכיון, פועלת החברה ללא אסדרה תקפה

החל משנת 1959 פעלה תש"ן במסגרת הסכם זיכיון¹¹. 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. במסגרת המשא ומתן המתנהל בימים אלו בין החברה לרגולטורים הרלוונטיים נידונה טיטוט הסכם הפעלה הכוללת, בין היתר, את העקרונות הבאים: (1) נכסים תפעוליים שאינם קווי צנרת - המדינה תחזיר לחברה נכסים אלו לתקופה של 49 שנים; (2) נכסים תפעוליים שהינם קווי צנרת - החברה מתחייבת להסדיר על חשבונה את ההסדרה התכנונית של רצועות הקרקע וכן תהיה זכאית לקבל ללא תמורה זכות שימוש שאינה בלעדית / חכירה ללא תמורה, לפי העניין, לתקופה של 49 שנים; (3) המדינה תישא בכל השלכות המיסוי הכרוכות

¹¹ הסכם הזיכיון הוענק לחברת IPC בשנת 1931 והוסב לתש"ן בשנת 1959.

ביישום העברת הנכסים, תפעוליים ושאינם תפעוליים, למדינה וקבלתם חזרה בחברה; (4) נכסים שאינם תפעוליים - החברה תעביר למדינה נכסים אלו (כמפורט בהסכם) ללא תמורה; (5) נכסים שיחדלו להיות תפעוליים - יוחזרו אל המדינה בתמורה להשבת החלק היחסי של דמי החכירה המהווים וכן הערך השירי של הנכס. כמו כן, המדינה תשפה את החברה בגין כל ההוצאות הכרוכות בהשבת הנכסים. העדרו של 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 מידרוג 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.

דוחות קשורים

[דירוג חברות הולכת חשמל, נפט וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי, אפריל 2015](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	26.02.2020
שם יוזם הדירוג:	תשתיות נפט ואנרגיה בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	תשתיות נפט ואנרגיה 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 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 וכאמור 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>