



# אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב | מרץ 2014

1

## מחבר:

טל טוטנאור, אנליסט  
[Talt@midroog.co.il](mailto:Talt@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)  
סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אמנת ניהול ומערכות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב למסגרת אגרות חוב בסך של עד 30 מיליון ש"ח, שעשויה לגייס אמנת ניהול מערכות בע"מ ("אמנת" או "החברה").

### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באיתנות הפיננסית הטובה של החברה, המבוססת על רמת מינוף נמוכה, רמת נזילות גבוהה ומיצוב עסקי גבוה במרבית הענפים בהם פועלת החברה. לחברה סינרגיה וקשרי גומלין בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה, פיזור לקוחות רחב מכל ענפי המשק, בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי וצבר הזמנות בשיעורים גבוהים מההכנסות המצביע על קיומה של תשתית לפעילות ולצמיחה. החברה נהנית ממוניטין גבוה והתמחות שנצברו במהלך עשרות שנות פעילותה.

מגזר שירותי ייעוץ וניהול פרויקטים ("מגזר הייעוץ"), בו החברה נהנית ממיצוב עסקי גבוה, הציג צמיחה גבוהה בשנים האחרונות, אשר נבלמה בשנה האחרונה, בעיקר נוכח עיכוב בהכנת תקציב המדינה, אשר נכנס לתוקף רק ברבעון השלישי של השנה. מגזר מיחשוב ותוכנה ("מגזר המיחשוב") הציג צמיחה מרשימה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בעיקר נוכח פרויקט גדול עם רכבת ישראל, וזאת על אף האטה בביקושים שאפיינו את ענף ה-IT במהלך 2013. חרף השיפור בהכנסות, מגזר התוכנה ממשיך להציג רווחיות נמוכה בשל התחרות החריפה בענף. במהלך השנה האחרונה, בעקבות מאמצי הנהלת הקבוצה, נבלמו ההפסדים בטסנת אשר הציגה הפסדים בשנים 2011-2012, ועברה לרווח בשנת 2013. המשך התייעלות בטסנת, ביחד עם שיפור בתנאי מכרז החשכ"ל עשויים להביא לשיפור מסוים ברווחיות בשנה הקרובה.

לחברה שדרת ניהול וותיקה ויציבה. החברה צברה ניסיון ומומחיות במהלך כל שנות פעילותה בתחומי הייעוץ, ניהול פרויקטים, ושירותי IT והצליחה להטמיע וליצור סינרגיה בין הפעילויות. בשל כך, זוכה החברה בפרויקטים משמעותיים. גם השנה, בהמשך לשנים קודמות זכתה החברה בפרויקטים משמעותיים וזאת - על רקע תקופה של אי ודאות, המאפיינת את סביבת הפעילות של החברה. מידרוג מציינת לחיוב את הניהול ההדוק, השליטה והבקרה של החברה בדגש על יישום אסטרטגיה עסקית ופיננסית שמרנית.

לחברה חוב פיננסי נמוך ביחס להיקף הפעילות וביחס לתזרימים אותם היא מייצרת. איתנותה הפיננסית גבוהה מאד, המתבטאת ברמת מינוף נמוכה וגזרת יחסי כיסוי מהירים הבולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

החברה שומרת על רמת נזילות טובה לאורך השנים.

גורמי הסיכון העיקריים להם חשופה החברה כוללים את היותה חברה בסדר גודל קטן ובעלת פעילות פרויקטאלית-גורם סיכון אינהרנטי לענף פעילות החברה.

אנו צופים בטווח אופק הדירוג, המשך צמיחה מתונה ממקורות אורגניים של כ-3% בהכנסות לצד יציבות בשיעורי הרווחיות. החברה צפויה לשמר את יחסי האיתנות החזקים ולהמשיך לייצר צבר הזמנות בהיקפים רחבים.

נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד)<sup>1</sup>, במיליוני ₪:

2009	2010	2011	2012	1-9.2012	1-9.2013	
167	194	202	227	166	162	הכנסות מגזר הייעוץ
206	173	149	169	124	142	הכנסות מגזר המיחשוב
340	344	371	399	289	304	סך הכנסות
54	47	43	44	33	30	רווח גולמי
15.9%	13.6%	11.6%	11.1%	11.4%	9.7%	% רווח גולמי
21	15	14	16	13	12	רווח תפעולי
6.0%	4.4%	3.8%	4.1%	4.3%	3.9%	% רווח תפעולי
17	11	12	9	10	10	רווח נקי
24	19	18	21	16	15	EBITDA
60	73	75	87	67	64	יתרות נזילות
5	5	3	7	5	10	חוב פיננסי
116	115	115	113	114	112	הון עצמי
56.4%	54.4%	49.5%	47.6%	49.7%	46.0%	הון עצמי / מאזן
4.2%	4.3%	2.8%	5.5%	4.0%	7.9%	חוב/CAP
1.0	1.3	1.2	1.5	1.6	1.7	חוב ל-EBITDAR <sup>2</sup>

פירוט גורמי מפתח בדירוג

חברה בסדר גודל קטן בתחומי פעילות המאופיינים בסיכון בינוני

החברה פועלת במספר רב של תחומי פעילות, כאשר מחצית מההכנסות מגיעות ממגזר מיחשוב ותוכנה ("מגזר המיחשוב") והמחצית השניה ממגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ("מגזר הייעוץ"). ענף ה-IT בישראל מוערך בכ- 6.5 מיליארד דולר<sup>3</sup> לשנת 2013, מאופיין ברמת סיכון בינונית ובתחרות גבוהה, חשוף לצמיחת המשק ומציג מתאם חיובי עם המחזוריות הכלכלית ובעוצמה חזקה. בשנה האחרונה נחלשה הקורלציה לתמ"ג ואנו עדים לצמיחה שלילית של הענף, על אף צמיחה חיובית במשק, נוכח צמצום בתקציבי ה-IT בארגונים בישראל.

לחברה נתחי שוק נמוכים בענף ה-IT בישראל, פרט לתחום בדיקות התוכנה שבו נמנית החברה בין חמש החברות המובילות. החברה עוסקת במגוון תחומי פעילות, כגון פיתוח תוכנה, הטמעת ERP, בדיקות תוכנה ועוד. מרבית החוזים של החברה מבוססים Time & Material. גורמים אלו מפחיתים את הסיכון להפסדים בלתי צפויים ומקטינים את תנודתיות הרווח לאורך זמן.

הערכתנו ששוק ה-IT הגיע לשלב הבגרות, וקצבי הצמיחה הגבוהים שנראו בעבר יפחתו. להערכתנו, קצב הצמיחה הריאלי בענף בשנת 2014 יהיה דומה ואף נמוך מקצב צמיחת התמ"ג, אם כי גבוה יותר משנת 2013, בשל תחזיות מאקרו אופטימיות יותר לשנה הקרובה, אשר ישפיעו לחיוב על תקציבי ה-IT, וזאת בשונה מהמצב בסוף 2012.

<sup>1</sup> החל משנת 2013 החברה החלה ליישם את תקן IFRS 11 ועברה לדיווח על בסיס שיטת השווי המאזני. הנתונים המוצגים בדוח הינם על בסיס איחוד יחסי, שכן, להערכתנו, משקפים בצורה כלכלית ברורה יותר את מצבה הפיננסי של החברה.

<sup>2</sup> יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים

<sup>3</sup> הערכה מבוססת על נתוני STKI למרץ 2013



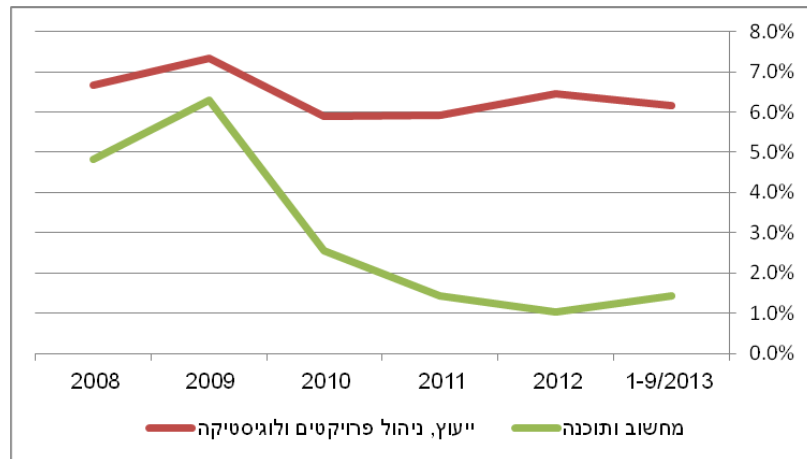
מודי'ס מעריכה כי שוק ה-IT הגלובלי יצמח בקצב של כ-3% בשנה הקרובה<sup>4</sup>, בדומה לקצב צמיחת התמ"ג העולמי. ההערכה היא שפרויקטי IT מסיביים יהיו מעטים וכי מרבית הארגונים ישקיעו בפרויקטים קטנים יחסית. במגזר הייעוץ, בו עוסקת החברה בתחומי יעוץ ניהולי, הנדסי, לוגיסטי, וכן בתחום שילוט חוצות באמצעות חברת ברעם, היא נהנית ממיצוב עסקי גבוה, הודות לסינרגיה בין תחומי הייעוץ השונים והיכולת ליעץ לפרויקטים גדולים לאורך מספר שלבים ובתחומים שונים. המגזר מאופיין גם בספקטרום רחב של תחומי פעילות ובריבוי פרויקטים. כגון: ביקורת כרטיסים ברכבת ישראל, סריקה ובדיקת בחינות עבור משרד החינוך, מצלמות מהירות ורמזור עבור משרד התחבורה ועוד. בשל תחומי הפעילות הרבים, קשה לכמת את הסיכון הענפי במגזר זה. עם זאת, פיזור הפרויקטים הרחב וכן מח"מ העסקאות הארוך מהווים פקטור חיובי וממתנים את הסיכון הענפי. החברה מאופיינת בפיזור לקוחות רחב ואינה תלויה בפרויקט מרכזי, וחשופה למגזר הציבורי, המהווה אחוז גבוה מהכנסותיה, אולם בסיכון נמוך מאד.

#### **רווחיות נאה במגזר הייעוץ נפגמת ע"י רווחיות נמוכה במגזר המיחשוב**

החברה הצליחה לרשום צמיחה של 15% בהכנסות ממגזר המיחשוב לתשעת החודשים הראשונים של 2013 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, על אף צמצום תקציבי ה-IT בארגונים בישראל ובאירופה, שהוביל לשנה נטולת צמיחה בענף. בשונה ממרבית החברות בענף, החברה מצליחה לייצר צמיחה אורגנית אשר הינה מסוכנת פחות ותורמת לאיכות האשראי. פרויקט רחב היקף עם רכבת ישראל הביא השנה נתח גבוה מהצמיחה במגזר המיחשוב, אולם בשיעורי רווחיות נמוכים. מגזר הייעוץ הציג ירידה של 2% בהכנסות, בעיקר בשל סיום פרויקטים ללא התחלות חדשות, בעיקר בשל אישור תקציב המדינה ל-2013 רק ברבעון השלישי של השנה והביא לדחייה של פרויקטים. סך ההכנסות צמחו בכ-5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מידרוג מעריכה שהיקף ההכנסות של החברה לשנת 2014 יצמח בדומה לקצב צמיחת התמ"ג, כ-3%, כאשר התרומה העיקרית לצמיחה תבוא מהחברות במגזר הייעוץ. הרווח הגולמי של החברה ירד ל-9.7% לעומת 11.4% בתקופה המקבילה, וזאת בשל זכייה בפרויקטים בשיעורי רווחיות נמוכים מבעבר. שחיקה זו קוזזה בחלקה ע"י הקטנת הוצאות SG&A. שיעורי הרווחיות של החברה שונים מהותית בין מגזרי הפעילות. מרבית הרווח בחברה, בדומה ל-2012, מגיע מהחברות המאחדות אמגון ומרמנת, אשר החברה מחזיקה בהן ב-65% ו-50%, בהתאמה, ונכללות במגזר הייעוץ. מידרוג בוחנת את תוצאות החברה גם על בסיס איחוד יחסי. שתי החברות ספגו ירידה בהכנסות ובשיעורי הרווחיות בשנה האחרונה, אשר קוזזה מעט בעלייה בשיעור הרווח באמגון, והביאו את המגזר לרשום שיעורי רווחיות תפעולית של 6.2% לתקופה האמורה לעומת 6.5% לשנת 2012. שיעורי רווחיות אלו עדיין סבירים לרמת הדירוג, ולהערכתנו, החברה תשמור על רמת רווחיות למגזר שסביב ה-6% בטווח הדירוג, הודות לערך המוסף שמביאה החברה באמצעות סינרגיה בין פעילויות הייעוץ השונות. מנגד, מגזר המיחשוב סובל מרווחיות נמוכה מאז 2010, אשר הסתכמה ל-1.4% בתשעת החודשים הראשונים של 2013. שיעורי רווחיות אלו נמוכים משמעותית ביחס לשחקניות המובילות בענף, המציגות שיעורי רווחיות של כ-7%. שיעורי הרווחיות הנמוכים במגזר המיחשוב גוררים את שיעורי הרווחיות הכוללים של החברה לרמה של 3.9% לתקופה, אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג. טסנת מציגה קיטון בהכנסות בשנים האחרונות, אולם שיעור הרווחיות התפעולית, אשר היו בתחום השלילי ב-2011-2012, עברו לתחום החיובי ב-2013. המשך התייעלות בטסנת, ביחד עם שיפור בתנאי מרכז החשכ"ל, צפויים לשפר את תוצאות המגזר, אולם לאור התחרות החריפה בענף, החברה תתקשה לשפר מהותית את שיעורי הרווחיות.

<sup>4</sup> Moody's 2014 Outlook – US Technology & IT Services, Dec 2013

שיעור הרווח התפעולי על-פי מגזרים:



לחברה צבר הזמנות בהיקף גבוה של כ-510 מ' ש, נמוך מהצבר לסוף 2012 שעמד על 544 מ' ש וזאת בשל היעדר התקציב הממשלתי לשנת 2013, שהביא לפרויקטים שלא עברו דרך צבר ההזמנות. הצבר כולל פרויקטים של משרד החינוך, משרד התחבורה, משרד המשפטים ושלטונות מקומיים. היקפו הרחב של הצבר מספק נוחות טובה לתזרימים הצפויים לטווח הקצר.

**רמת מינוף נמוכה מאד מובילה לאיתנות פיננסית גבוהה יחסי כיסוי מהירים**

רמת המינוף של החברה נמוכה מאוד, כפי שמתבטא ביחס חוב ל-CAP, שעמד על 8% ליום 30.09.2013 וזאת נוכח רמת חוב נמוכה, של כ-10 מיליון ש"ח בלבד, רובו חוב לזמן קצר לתאגידים בנקאיים. גיוס חוב בסך 30 מיליון ש"ח יגדיל את רמת המינוף, אולם זה ישאר נמוך גם בתרחיש כזה. תזרימיה התפעוליים של החברה, EBITDA ו-FFO, יציבים יחסית ויכולים לשרת גם חוב גבוה יותר בצורה נאותה. יחס הון למאזן של החברה עומד על 46% ליום 30.09.2013. המאזן צפוי להראות שיפור לקראת תום השנה, נוכח צפי לקיטון בהון החוזר ובעיקר בימי הלקוחות. מרבית הלקוחות הינם גופים ממשלתיים עם סיכון אשראי נמוך מאד.

כפועל יוצא מהמינוף הנמוך, מציגה החברה יחסי כיסוי מהירים, הנמדדים באמצעות חוב מותאם<sup>5</sup> ל-EBITDA אשר עומד על 1.7, כאשר גם בתרחיש של גיוס חוב בהיקף המסגרת המאושרת, יעמוד יחס הכיסוי בטווח אשר הולם את רמת הדירוג.

החברה נוהגת, לאורך זמן, להותיר בקופתה יתרות נזילות בהיקפים מהותיים, הגבוהים פי כמה מהחוב הפיננסי, ומושקעות ברובם באפיקים סולידיים. יתרת התיק הנזיל ליום 30.09.2013 הסתכמה בכ-64 מיליון ש"ח. יש לציין כי יתרות המזומנים הינן בחברות הבנות ובעיקר בסיסנת ומרמנת אשר מאוחדת באיחוד יחסי.

ב-25.12.2013 אושר הסכם רכישת המיעוט של טסנת ע"י החברה. החברה השלימה את הרכישה ברבעון הראשון של 2014, כאשר מימון רכישת המיעוט, בהיקף של כ-18 מיליון ש"ח, יבוצע ממקורותיה העצמיים של החברה. מידרוג מעריכה כי לרכישה אין השפעה מהותית על איתנות החברה, וכי התייעלות נוספת, הצפויה בטסנת לאחר השלמת הרכישה, תביא לשיפור קל בשיעורי הרווחיות של טסנת ומגזר המיחשוב.

<sup>5</sup> יחסי הכיסוי מותאמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים



החברה מייצרת מקורות מפעילות-FFO בחמש השנים האחרונות בטווח של 16-18 מיליון ₪ לשנה. עם זאת, לחברה מדיניות לחלוקת דיבידנד של 75% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות, אשר מכבידה על התזרים החופשי (FCF) של החברה. תזרים ה-FCF של החברה תנודתי בשנים האחרונות ונע בין 31 מיליון ₪ לתזרים שלילי של 14 מיליון ₪, גם בשל התנודתיות בשינויים בהון החוזר. יש לציין כי כרית המזומנים הגבוהה של החברה יודעת לספוג את תנודתיות זו. גם בנטרול ההון החוזר, החברה מייצרת במאוחד FFO-CAPEX בטווח של 10-13 מיליון ₪ אשר בניכוי דיבידנדים מצמצם משמעותית. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך לייצר תזרים חופשי חיובי נמוך, לאחר דיבידנדים והשקעות, לאורך השנים הקרובות. בנייתו הנזילות בסולו, בתשעת החודשים הראשונים של 2013 קיבלה החברה דיבידנדים מהחברות המוחזקות בהיקף של 3.5 מיליון ₪, לעומת 6.5 מיליון ₪ לשנת 2012, אשר שימשו ברובם לתשלום דיבידנדים לבעלי המניות.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות, תוך שיפור הרווחיות ושמירה על איתנות גבוהה

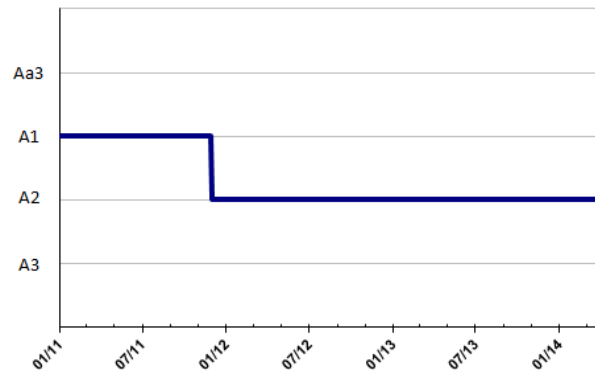
### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה ברווחיות ובאיתנות הפיננסית של החברות המוחזקות
- עלייה משמעותית ברמת המינוף אשר תשליך על יחסי הכיסוי בצורה משמעותית

## אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ הוקמה בשנת 1970 ונסחרת בבורסה לני"ע בת"א החל משנת 1994. הקבוצה פועלת כבית מערכות רב מקצועי, באמצעות חברות מוחזקות שלה, בשלושה תחומי פעילות עיקריים: ייעוץ וניהול פרויקטים, באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ (החזקה של 100% מהון המניות) ומרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (החזקה של 50%); מיקור חוץ באמצעות אמגון בע"מ ("אמגון", 65% מהמניות, 50% בזכויות הצבעה) המספקת שירותי מוקד טלפוני, ניהול מלאי, בלדרות ושרותי פרסום; פיתוח מערכות תוכנה וביצוע בדיקות תוכנה ואבטחת איכות, באמצעות סיסנת תכנה בע"מ (כ-87.3%) וחברות בנות, שהגדולה בהן הינה טסנת בדיקות תוכנה בע"מ (כ-59%). הקבוצה מעסיקה 1,346 עובדים. יו"ר הקבוצה הינו מר אברהם אסף ומנכ"ל הקבוצה הינו מר שמואל בר אור.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [דוח מעקב שנתי - דצמבר 2012](#)
- [מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים לתשלומי חכירה - נובמבר 2010](#)

תאריך הדו"ח: 27.03.2014

	<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>
	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
	<b>נכסים</b> Assets
	<b>חוב פיננסי</b> Debt
	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.	



סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.