



אפקון החזקות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2013

1

מחבר:

דניאל אבן צור, רו"ח, אנליסט
Daniel@midroog.co.il

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אפקון החזקות בע"מ

דירוג סדרה	Baa1	אופק: יציב
------------	------	------------

הדירוג ניתן לאגרת חוב (סדרה ב') במחזור, שהנפיקה אפקון החזקות בע"מ (להלן "החברה" או ביחד עם החברות הבנות "הקבוצה") וכן לאגרות חוב חדשות שהחברה שוקלת להנפיק, בסך של עד 100 מיליון ₪ ערך נקוב, באמצעות סדרה חדשה, לצורך מחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 6.8.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

הדירוג חל על האג"ח במחזור, כדלקמן:

מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.13 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
5780085	יולי 2010	7.4%	לא צמודה	103	2014-2017

פרופיל החברה

אפקון החזקות בע"מ הינה חברה קבלנית, העוסקת בתחום קבלנות מערכות אלקטרו-מכאניות ומערכות בקרה בתחום התשתיות, סחר, ייצור לוחות חשמל וכן ייצור, תכנון, שיווק, מכירה ותחזוקה של מערכות תקשורת לעסקים ומעניקה ללקוחותיה בסקטור התעשייתי ובסקטור הציבורי פתרונות ורטיקאליים ובכלל זאת, ביצוע פרויקטים בתחום קבלנות חשמל ומערכות לתעשייה, הכוללים תחנות משנה, תחנות כח (מונעות גז, רוח או פוטו-וולטאיות), ביצוע פרויקטים משולבים – חשמל, מיזוג אוויר, אינסטלציה, עבור סקטור הבניה הציבורית (בנייני משרדים, מרכזים לוגיסטיים וקניונים) וביצוע פרויקטי קבלנות בתחום הגז הטבעי, לרבות הקמת תחנות הפחתת לחץ והסבות מפעלים תעשייתיים לגז, כחלק מההערכות לקראת אספקת גז טבעי בישראל.

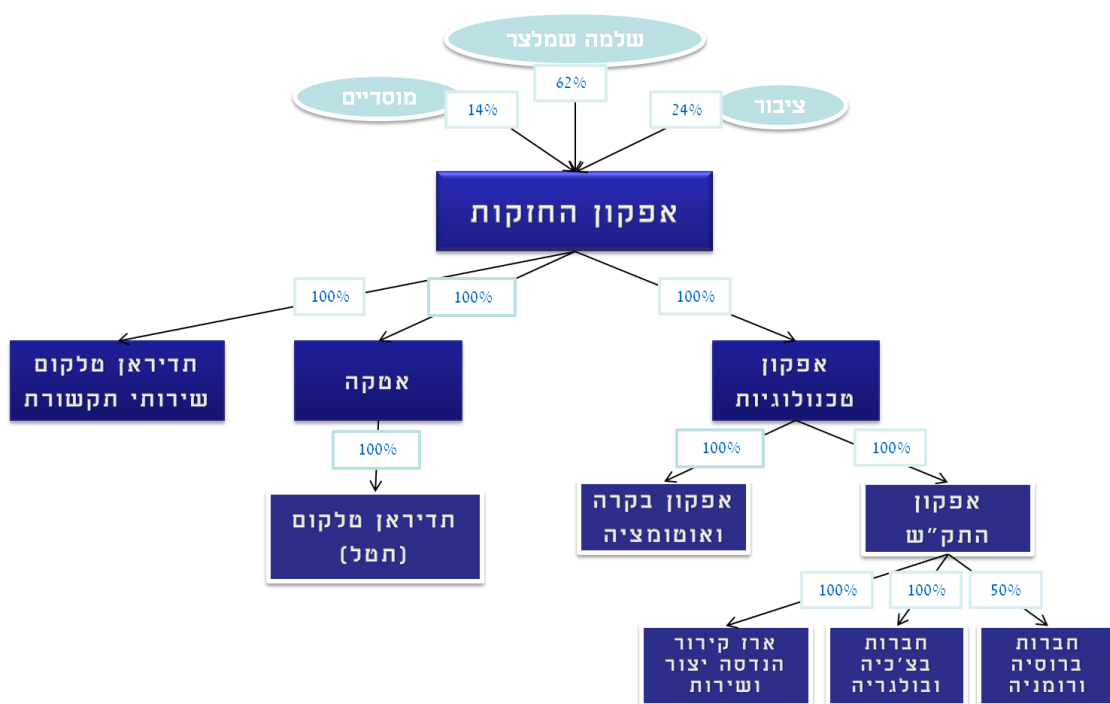
החברה הוקמה בשנת 1973 ובהמשך שונה שמה לפויכטוונגר תעשיות בע"מ. החברה נרשמה למסחר בבורסה בתל אביב בשנת 1984. בשנת 2003 נרכשה השליטה בחברה מנאמן על ידי השכרת רכב שלמה (1987) בע"מ, חברה פרטית, בבעלות מר שלמה שמלצר.

החברה, באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה, עוסקת בשישה מגזרי פעילות כדלקמן: פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל – ביצוע עבודות חשמל, מיזוג אוויר, קירור, גז ומערכות בישראל, בעיקר עבור סקטור הבניה הציבורית (משרדים, מרכזים לוגיסטיים, קניונים ותעשייה). בנוסף, החברה פועלת בתחום הסבת מפעלים לפעילות בגז טבעי ומערכות הפחתת לחץ בגז טבעי; בקה - התקנת מערכות בקרה תעשייתיות, בקרת מבנה, מערכות גילוי וכיבוי אש ומערכות בטחון וחניה; סחר - ייצוג חברות,

שיווק והפצה וצידוד בתחומי החשמל, בקרה ומכשור; ייצור - ייצור לוחות חשמל במפעל החברה בבאר שבע; תקשורת¹ - תכנון, פיתוח, ייצור, שיווק ואחזקה של מערכות תקשורת לעסקים; פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל - ביצוע עבודות חשמל, מיזוג אוויר ומערכות, בעיקר ברוסיה, צ'כיה, רומניה וכן ייזום בתחום האנרגיה הירוקה.

הקבוצה מעסיקה כ-1,250 עובדים בישראל ובחו"ל אשר מרביתם כפופים להסכמים קיבוציים. במהלך שנת 2012 בוצע שינוי המבנה הארגוני של הקבוצה, באופן בו, בין היתר, שוטח המבנה הארגוני של הקבוצה, הוגדרו מחדש יחידות עסקיות בקבוצה, בוצעה התייעלות מבנית וארגונית, תוך הקטנת תקורות והוצאות קבועות, ועדכון שדרת הניהול של החברה, כולל כניסה של המנכ"ל הנוכחי מר ג'רי שניר, אנשי כספים בכירים ומנהלי יחידות עסקיות. יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברה הינו מר שלמה שמלצר המחזיק בחברה בשיעור של כ-62%, יתר המניות מוחזקות על ידי גופים מוסדיים (כ-14%) והציבור (כ-24%).

אפקון החזקות - מבנה הבעלות ואחזקות עיקריות:



¹ בתחילת שנת 2011 נרכשה פעילות הייצור של תדיראן טלקום מכונס נכסים בתמורה לכ-6.2 מיליון ₪.

אפקון החזקות בע"מ (במאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪

לפני יישום IFRS 11			לאחר יישום IFRS 11 ²			
FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2012	Q1 2012	Q1 2013	
875	956	1,028	974	224	230	הכנסות
162	193	184	180	42	42	רווח גולמי
18.6%	20.2%	17.9%	18.5%	18.5%	18.4%	% רווח גולמי
42	48	37	39	8	8	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
4.8%	5.1%	3.6%	4.0%	3.4%	3.5%	% רווח תפעולי
27	38	33	33	1	3	רווח (הפסד) נקי ³
55	62	48	50	11	12	EBITDA
33	22	28	31	3	7	FFO
9	(36)	35	33	(6)	25	CFO
(8)	(22)	(27)	(27)	(10)	(9)	השקעות הוניות
(10)	(12)	(10)	(10)	(10)	0	דיבידנדים ששולמו
811	826	842	823	797	796	סך נכסים במאזן
289	272	304	304	287	272	חוב פיננסי ⁴
174	83	85	76	70	62	יתרות נזילות
60.0%	56.7%	59.1%	59.1%	57.8%	56.2%	חוב ל-CAP
25.9%	27.6%	27.1%	27.8%	28.7%	29.0%	הון החברה לסך מאזן
5.2	5.1	7.1	6.9	6.1	6.3	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ⁵
8.4	12.9	13.2	12.2	17.7	10.3	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO ⁵
2.5	2.2	1.7	1.9	1.4	1.7	EBIT/Gross finance

² ההשפעה העיקרית של IFRS 11 נובעת מעסקאות משותפות של הקבוצה בחברות ושותפויות, שהוכרו בעבר בהתאם ל- IAS 31 לפי שיטת האיחוד היחסי ומטופלות כעת בהתאם ל- IFRS 11 לפי שיטת השווי המאזני.

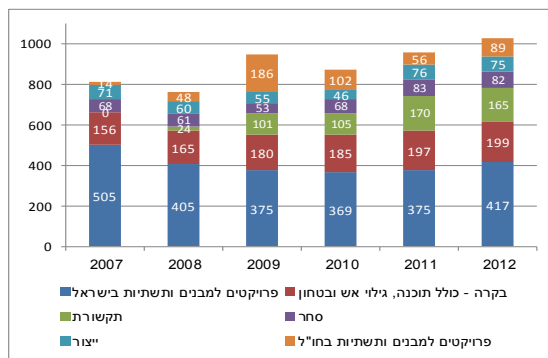
³ בשנים 2012 ו-2011 החברה הכירה ברווח אשר נוצר כתוצאה מרכישת הפעילות של תדיראן בסך 6.4 מיליון ₪ ו-9.7 מיליון ₪ בהתאמה.

⁴ כולל התחייבות בגין רכישת פעילות של תדיראן בסך של 5.2 מיליון ₪, כ-5 מיליון ₪ ו-4.5 מיליון ₪, למועדים 31.3.2013, 31.12.2012 ו-31.12.2011, בהתאמה.

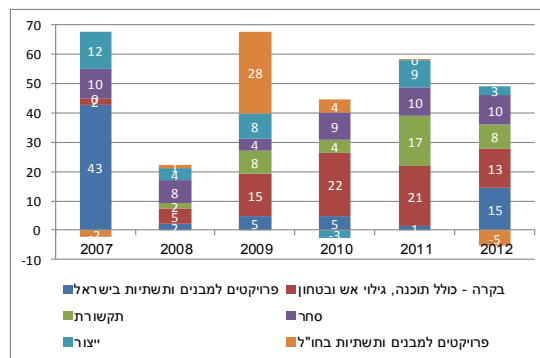
⁵ בהתאם למתודולוגיית מודי'ס מיום 21.12.2010 בשם "Moody's approach to global standard adjustments in the analysis of financial statements for non-financial corporation's", מידרוג מתאמת את יחסי הכיסוי של חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO בגין הוצאות חכירה תפעוליות של הרכבים והמבנים המטופלים לצורך חישוב יחסי הכיסוי כחכירה מימונית לכל תקופות ההשוואה ומתאמת הוצאות פיתוח, אשר הונו לנכס בלתי מוחשי, החל משנת 2011. חישוב היחסים חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO לארבעה רבעונים אשר הסתיימו ביום 31.03.2012 התבסס על הנתונים הכספיים לפני יישום IFRS 11.

אפקון החזקות – תוצאות⁶ מגזרי פעילות, במיליון ₪:

התפלגות ההכנסות המגזריות לאורך השנים:



התפלגות הרווח המגזרי לאורך השנים:



הכנסות החברה מצויות במגמת גידול, לאור הצמיחה בהשקעות בענפי התעשייה והתשתיות במשק הישראלי בשנים האחרונות, גידול בנתח השוק של החברה ורכישת פעילויות. רווחיות החברה הינה תנודתית לאורך השנים, בעיקר בשל האופי הפרויקטאלי של הפעילות, כניסה וסיום של פרויקטים גדולים וכן הפרשות לחובות מסופקים בחלק מהשנים (עיקר ההפרשה נרשמה בשנת 2010 ובשנים שלאחר מכן חלה ירידה בהפרשות לחומ"ס).

בשנת 2010, עזירה של הזמנות מחברת החשמל במגזר הייצור הסבה לחברה הפסדים בסך של כ- 3 מיליון ₪. בשנת 2011 הציגה החברה גידול חד בהכנסות, כתוצאה מהרחבת הפעילות בתחום הפרויקטים למבנים ולתשתיות בישראל, במגזר הסחר ומאיחוד לראשונה של פעילות תדיראן טלקום (תטל) שנרכשה באותה שנה. מנגד, הכנסות החברה מהפרויקטים בחו"ל לאחר עלייה לכ-186 מיליון ₪ בשנת 2009, ירדו במהלך השנים 2010-2011 בכ-45% בכל שנה, לאור סיום פרויקטים גדולים במזרח אירופה. החברה הציגה עלייה ברווח התפעולי במהלך שנת 2011, בעיקר, נוכח שיפור ברווח התפעולי במגזר התקשורת והייצור וזאת לצד פגיעה ברווחיות התפעולית במגזר הפרויקטים בישראל. מגזר הבקרה במהלך 2010-2011 היווה רגל יציבה גם בהכנסות וגם ברווח התפעולי. בשנת 2012 הציגה החברה גידול בהכנסות של כ-7.5% וגידול משמעותי ברווח התפעולי של פעילות הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל אשר נבע, בעיקר, מגידול בהכנסות ומהתקדמות פרויקטים רחבי היקף בעלי רווחיות גבוהה. גידול זה קיזז ירידה ברווח התפעולי במגזר הייצור ובמגזר הבקרה. החל ממחצית שנת 2012 בוצע בפעילות הבקרה תהליך של מיקוד עסקי ושינוי ארגוני כאמור לעיל. ירידת הרווחיות במגזר התקשורת (בנטרול רווח מרכישת פעילות של תדיראן⁷) נובעת, בעיקרה, מירידה ברווח הגולמי הנגזר גם מקיטון בהיקף המכירות ואיחוד לראשונה של תדיראן טלקום (תטל) החל מהרבעון השני של 2012.

⁶ תוצאות 2012 מוצגות לפני יישום IFRS 11.

⁷ בשנים 2012 ו-2011 החברה הכירה ברווח אשר נוצר כתוצאה מרכישת הפעילות של תדיראן בסך 6.4 מיליון ₪ ו-9.7 מיליון ₪ בהתאמה.

ברבעון הראשון של שנת 2013 השיקה החברה את פעילות ה-Aeonix, מרכזית Pure IP המחליפה את מרכזיות מסוג קוראל.

אסטרטגיה, בעלות וניהול

אסטרטגיית החברה ממוקדת במעבר מאספקת שירותי קבלנות ייעודיים לאספקת שירותי קבלנות המשלבים את כל מקטעי ההתמחות של החברה: חשמל, מיזוג אוויר, אינסטלציה ומערכות תקשורת ובקרה. החברה מבצעת פרויקטים במתכונת משולבת זו ובכוונתה להרחיב פעילות זו באמצעות התמודדות כקבלן ראשי לתחום המערכות בשוק הבנייה הציבורית. במסגרת המדיניות להרחיב את הפעילות כקבלן ראשי, רכשה החברה בפברואר 2013 חברת יחניוק, העוסקת בבנייה תעשייתית ולמשרדים. בכוונת החברה לגשת למכרזים של קבלן מפתח לפרויקטים ציבוריים, תעשייתיים ומסחריים בהיקפים גדולים. עד כה החברה לא ביצעה פרויקטים גדולים מסוג זה. להערכת מידרוג, בעקבות רכישת יחניוק החברה תיחשף לסיכונים קבלן בונה אשר עד כה החברה אינה חשופה אליהם, עם זאת, להערכת החברה מדובר במספר פרויקטים מצומצם המהווה גורם ממתן בפעילות זו.

בכוונת החברה להמשיך ולפעול בחו"ל, הן על בסיס פרויקטים ליזמים ישראליים והן פרויקטים זרים, וזאת בדגש על רווחיות גבוהה שנועדה לפצות על סיכון גבוה יותר המאפיין פרויקטים אלו.

החברה הציבה מנועי צמיחה עיקריים נוספים בתחום הגז הטבעי לתעשייה, בהתבסס על הניסיון שנצבר בתחום והצפי לצמיחת משק הגז בשנים הקרובות ובתחום תחנות הכוח הפרטיות, על בסיס הניסיון שנצבר בפרויקטים של התקנת מערכות חשמל בין היתר בתחנת הכוח OPC רותם. החברה בעלת רשיונות מותנים להקמה ותפעול של שתי חוות רוח סירין וגלבוע שעתידות לייצר יחד כ-17 MW. לצד פוטנציאל לרווחיות גבוהה, אנו רואים בפרויקט הרוח חשיפת סיכון גבוהה יחסית, נוכח היעדר טרק רקורד של החברה בתחום הרוח, עם זאת להערכת החברה, הסיכון ממותן בשל מימון פרויקטאלי בתנאי חוב נון ריקורס וליווי הפרויקט ע"י יצרנית טורבינות הרוח בעלת ידע וניסיון נצבר בתחומה.

במהלך שנת 2012 בצעה הקבוצה שינוי במבנה הארגוני, הכולל סגירת פעילויות עסקיות לא מניבות והגדרה מחדש של יחידות עסקיות אחרות, חיזוק מנגנוני מעקב ובקרה אחר חובות הלקוחות שבפיגור אשר אינן מבוטחות כנגד סיכון האשראי, התייעלות והחלפת שדירת הניהול. מידרוג מציינת לחיוב את מנגנוני הניטור והבקרה, כפועל יוצא של השינוי הארגוני בהנהלת החברה בשנת 2012, המהווים תנאי קריטי בהתנהלות מתמשכת של חברה פרויקטאלית.

אפקון מוחזקת בשליטת מר שלמה שמלצר, שבבעלותו חברות ציבוריות בתחום הליסינג, הנדל"ן והביטוח. לחברה קשרי גומלין מסוימים עם חברות מקבוצת שמלצר. כך, החברה חוחרת כלי רכב משלמה רכב בהיקף שנתי ממוצע של כ-25 מיליון ₪ וכן שוכרת מבנה משרדים מבעל השליטה בעלות שנתי של כ-5 מיליון ₪ נוספים. היקף הפעילות מול קבוצת הנדל"ן של שמלצר אינו מהותי. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים. החל משנת 2003, עם העברת השליטה לבעלת השליטה הנוכחית ועד שנת

2009, החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה. בשנים 2010-2012 שילמה החברה לבעלי מניותיה כ-11 מיליון ₪ בממוצע. דמי הניהול לבעל השליטה המשמש כיו"ר הדירקטוריון אינם מהותיים ולחברה אין קשרי גומלין פיננסיים משמעותיים עם בעל השליטה, דוגמת הלוואות בין חברתיות.

סיכון ענפי

ענף קבלנות לפרויקטים למבנים ותשתיות מאופיין בחשיפה גבוהה למחזוריות העסקית במשק ובפרט בתקופות מיתון, שבהן קיימת ירידה בהשקעות ומחשיפה גבוהה לסיכון האשראי של הלקוחות. זאת ועוד, הענף מאופיין בפעילות פרויקטאלית המחלישה את יכולת השבת ההכנסות של החברות הפועלות בו, הן בצד היקפי הפרויקטים והן בצד רווחיותם. עם זאת, צבר ההזמנות מצמצם סיכון זה. הענף מאופיין ברמת תחרות גבוהה ובביזור גבוה של המתחרים נוכח חסמי כניסה נמוכים יחסית, היות והפעילות אינה דורשת השקעות הוניות גבוהות. התחרות בענף מקבלת ביטוי הן בהיבט גמישות המחיר והרווחיות בפרויקט, כאשר פוטנציאל ההתייעלות מוגבל נוכח מבנה עלויות קשיח יחסית. חסמי הכניסה לענף, בדגש על הפרויקטים הגדולים, כוללים מונוטין וניסיון נצברים, איתנות פיננסית וחשיבות לגודל.

רוב הפעילות של החברה בעלת מתאם חזק עם ענף הבנייה בישראל (ענף הבנייה כולל את בנייה למגורים ולא למגורים ותשתיות). לאורך העשור האחרון הציג ענף הבנייה⁸ צמיחה שנתית בשיעור של כ-7%, כשעיקרה בתחום בנייה למגורים ותשתיות. תחום התשתיות בישראל מושפע מהחלטות התקצוב של ממשלת ישראל. אי לכך, להערכתנו, ההאטה הכלכלית במשק והקיצוץ המשמעותי בהשקעות המדינה בפרויקטים החדשים, עשויים להקטין את צמיחת הפעילות בשנים הקרובות. יחד עם זאת, בתקציב המדינה לשנים 2013-2014 חל גידול בסך תקציב ההשקעות בתשתיות, נוכח העברת בסיסי צה"ל לנגב, השקעות בתחנות כוח פרטיות, הקמת מתקנים לקליטת הגז ושינועו, כל אלו עשויים לפצות את החברה על ירידת הביקושים במגזר העסקי.

הענף מאופיין בחשיפה גבוהה לאיתנותם הפיננסית של הלקוחות, נוכח מאפייני החוזים והתחשבות בענף.

יתרת ההפרשה לחומ"ס בחברה עומדת בשלוש השנים האחרונות בטווח של 1.5%-3.5% ובמגמת ירידה, כך שבשנת 2012 נמצאת בטווח התחתון ומוטה לשלילה בשנת 2010 בה נרשמה הפרשה גבוהה במיוחד של כ-13 מיליון ₪, מתוכה כ-4.6 מיליון ₪ כנגד פרויקט באיים קריביים, על רקע פשיטת רגל של היזם והיתרה בעיקר מול לקוחות בארץ. בתוך כך, החברה חשופה לאיתנותם הפיננסית של היזמים הפועלים במזרח אירופה ובעיקר ברוסיה. הפעילות של החברה בענף הסחר והבקרה, הינה בעלת מאפיינים יציבים יותר.

⁸ ענף הבנייה בישראל – ניתוח כלכלי רבעון ראשון 2013, משרד הבינוי והשיכון.

שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה מעמד עסקי חזק בשוק המקומי בענפי הליבה והינה נמנית בין הקבלנים הגדולים בישראל בתחום המערכות למבנים ולתשתיות עם טרק רקורד של מעל ל-20 שנה; לחברה צבר הזמנות מהותי המצוי במגמת צמיחה ואולם פעילות החברה מאופיינת בחשיפה מחזורית גבוהה יחסית בפרט בקשר עם האטה בפעילות התעשייתית והאטה בפעילות ההשקעות בבנייה, בייחוד בשלב הגמר; ענף הקבלנות למבנים ולתשתיות מאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית בשל היותו ענף פרויקטאלי המאופיין במחזוריות, ברווחיות נמוכה יחסית הנגזרת מתחרות גבוהה וחסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לאיתנותם הפיננסית של מזמיני העבודה.

לחברה מספר רחב מאוד של פרויקטים קטנים ובינוניים הממתנים את החשיפה המחזורית ואת החשיפה לפרויקטים גדולים. כמו כן, פעילות הסחר והשירות המאופיינות ביציבות ממתנות את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלית. יתרת ההפרשה לחומ"ס מתוך סך יתרת הלקוחות הינה משמעותית, אם כי נמצאת במגמת ירידה. מידרוג מציינת כי החברה אינה עורכת ביטוח אשראי לקוחות-פרמטר שלילי בדירוג הממותן בחלקו דרך גיוון ופיזור הלקוחות ובאמצעות קבלת מקדמות ובטוחות. החברה חשופה לפעילות במדינות מזרח אירופה בעלות רמת סיכון גבוהה מהפעילות בארץ; כוונת החברה לבצע השקעה מהותית בפרויקט טורבינות הרוח מגדילה, להערכתנו, את פרופיל הסיכון העסקי, נוכח היעדר טרק רקורד וסיכון הקמה אשר להערכת החברה ממותן בחלקו כאמור לעיל.

רמת המינוף של החברה גבוהה, עם יחס הון למאזן של כ-29% וכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA כ-6.3. להערכתנו, נוכח גידול בצבר והתקדמות במספר פרויקטים גדולים החברה תציג שיפור הדרגתי ביחסי הכיסוי בשנתיים הקרובות. לאורך זמן עשויה לחול תנודתיות ברווחים וכפועל יוצא - ביחסי הכיסוי. אנו מצפים כי החברה לא תחרוג מיחס חוב ברוטו ל-EBITDA של 7.0. לחברה נזילות סבירה והיא נוהגת להחזיק ביתרות מזומן משמעותיות לאורך הזמן; חלוקת הדיבידנד של החברה מתונה יחסית.

חוזקות

מעמד עסקי חזק בשוק המקומי בענפי הליבה

החברה בעלת טרק רקורד ומוניטין חזק במגזר התעשייתי בתחום האלקטרומכניקה, בפרויקטים מורכבים המשלבים חשמל, אינסטלציה, מיזוג אוויר, בקרה ותקשורת. ניסיון זה מקנה לה יכולת חדירה לחברות גדולות, כמו חברת חשמל, אינטל, בתי זיקוק, מפעלי נשר ומפעלי ים המלח ומייצר עבודה בסיס לקוחות ועבודות המשך לאורך זמן.

לחברה בסיס לקוחות מפוזר ורחב ואין לה תלות בלקוח ספציפי, אולם יש לה מספר לקוחות גדולים. לחברה פיזור עסקי על פני מספר מגזרי פעילות ופיזור רב של מאות פרויקטים מגוונים, כגון מבני ציבור, מבני תעשייה, מגדלי משרדים, פרויקטי תשתיות וכדומה.

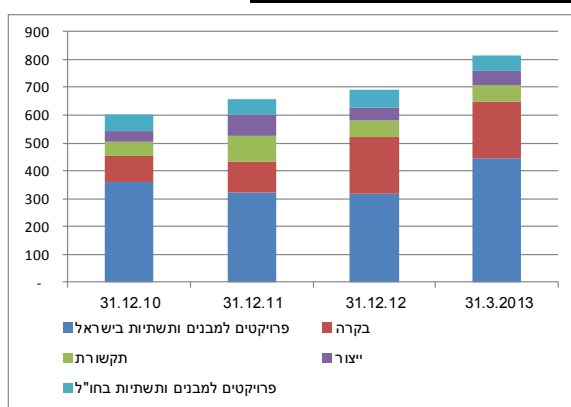
החברה פועלת מעל ל- 20 שנה בשיתוף פעולה עם ספקים בינלאומיים מובילים בתחומם, דוגמת קונצרן ABB וקונצרן Schneider. החברה פועלת בשווקים הכוללים את מדינת ישראל, רוסיה, מזרח אירופה, ארה"ב וסין. הפעילות בחו"ל מרוכזת בעיקר במגזר הפרויקטים למבנים ולתשתיות ובמגזר התקשורת אשר תרמו בממוצע במהלך שלוש שנים האחרונות כ-14% מסך הכנסות החברה. להערכתנו, החברה תמשיך לפעול בשווקי חו"ל הן דרך פעילות עם יזמים ישראלים והן דרך חברות מקומיות, אם כי להערכת מידרוג יתרונותיה של החברה בפעילות זו הינן מוגבלות.

צבר הזמנות מגוון ובמגמת צמיחה

צבר ההזמנות של החברה נמצא במגמת צמיחה לאורך השנים האחרונות ומסתכם ליום 31.03.2013 בכ- 813 מיליוני ₪⁹, לעומת סך של כ-691 מיליוני ₪ ליום 31.12.2012. הגידול נבע בעיקר מהזכייה בפרויקטים גדולים, בין היתר, כתוצאה ממיקוד הפעילות של חטיבת המערכות והמשולבים בקבוצה ומהפסקת פעילותה של המתחרה דלקיה, אשר צבר ההזמנות שלה נחלק בין ארבעת השחקנים הגדולים בענף. בחודשים אפריל ומאי 2013 החברה דיווחה כי זכתה במכרז לביצוע עבודות חשמל בפרויקט בישראל ועבודות מערכות אלקטרו-מכאניות עבור גוף ציבורי אשר היקפן מוערך בכ-56 מיליון ₪ וכ-70 מיליון ₪, בהתאמה.

בשלוש השנים האחרונות החברה הציגה יחס צבר להכנסות של כ-70%, אינדיקטור יציב, המלמד על נראות סבירה של רמת ההכנסות. מרבית הצבר הינו לתקופה של שנה. ההכרה בהכנסה¹⁰ בפרויקטים גדולים הינה בטווח של שנתיים ובפרויקטים קטנים ובינוניים - עד שנה. צבר ההזמנות בתחום הבקרה נאמד בממוצע עד לשנה אחת.

התפתחות צבר הזמנות לאורך השנים כולל חברות כלולות (במיליוני ₪):



נכון ליום 31.03.2013 כ-55% מצבר ההזמנות הינם בגין פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל. במגזר זה חלה צמיחה בצבר של 39% ברבעון ראשון 2013, לאור זכייה במספר פרויקטים, זאת - לאחר שחיקה בצבר של כ-11% מאז 31.12.2010. להערכתנו, צבר החברה ימשיך לצמוח בשיעור דומה לשנת 2012 גם במהלך השנה הקרובה, ותציג יחס של צבר להכנסות בטווח של 70%-80%.

⁹ צבר ההזמנות כולל את חלק החברה בחברות ושותפויות המטופלות לפני שיטת השווי המאזני בסך של כ-44 מיליון ₪ ליום 31.03.2013 וכ-45 מיליון ₪ ליום 31.12.2012.

¹⁰ המדיניות החשבונאית של החברה מבוססת על הכרה ברווח עם הגעה לשיעור ביצוע של 50%. אי הוודאות באומדן העלויות נובעת מכך שהפרויקטים בתחום בו הקבוצה פועלת מתאפיינים בשינויים רבים במהלך העבודה המשפיעים מהותית הן על העלות והן על התמורות בפרויקט.

פעילות בקרה וסחר מאופיינת ברווחיות גבוהה ויציבה יחסית לאורך השנים

מגזר הבקרה (כ-20% מסך ההכנסות ממוצע תלת שנתי), מתפלג בין פעילויות בקרה תעשייתית, גילוי האש ובטחון ומאופיין בחוזי שירות מתחדשים בעלי תזרים יציב. מגזר הסחר (כ-8% מסך ההכנסות ממוצע תלת שנתי) מהווה מוצר משלים ומאופיין גם הוא ביציבות ההכנסות והרווח לאורך זמן, בעל רווחיות תפעולית גבוהה יחסית. התרומה לרווח של מגזר הבקרה והסחר עומדת בשנים האחרונות על כ-10% וכ-12% בממוצע, בהתאמה. יש לציין כי התוצאות של מגזר הבקרה מוטות כלפי מטה בשל פעילות פיתוח תוכנה שהסבה לחברה הפסדים של כ-9 מיליון ₪ במצטבר בשנים 2011 ו-2012. על פי תחזיות החברה, לאור תוכנית התייעלות שגובשה במהלך השנה החולפת, החברה צפויה להקטין את הפסדיה בתחום התוכנה. מגזר הבקרה יוסיף לצמוח בשנת 2013 נוכח גידול בצבר, אולם במגזר הסחר אנו צופים שחיקה ברווחיות נוכח הגברת התחרות מצד יבוא מהמזרח הרחוק.

פוטנציאל להרחבת הפעילות בתחום תחנות כוח פרטיות ובתחום הגז הטבעי

כחלק מהמטרה להגדיל את כושר ייצור החשמל, וטיפול בבעיית היעדר רזרבות חשמל בישראל, החליטה המדינה לעודד גופים פרטיים, המעוניינים להקים תחנות כוח, דוגמת דוראד, דליה ו-opc. הקמתן של תחנות כוח כאמור, מהווה פוטנציאל עבור הקבוצה לקבלת פרויקטים בסדרי גודל גדולים, בכל תחומי פעילותה ובעיקר בתחומי קבלנות החשמל וייצור לוחות החשמל. בנוסף לכך, החברה פועלת בתחום הגז אשר, לאור תחילת ההפקה המוצלחת של הגז ממאגר תמר, יצמח באופן משמעותי כבר בשנים הקרובות. החברה מקימה תחנות הפחתת לחץ ומבצעת עבודות הסבה של מפעלים לגז טבעי. צמיחת משק הגז בישראל, לצד הידע והניסיון שנצבר לחברה, מהווה מנוע צמיחה לשנים הבאות.

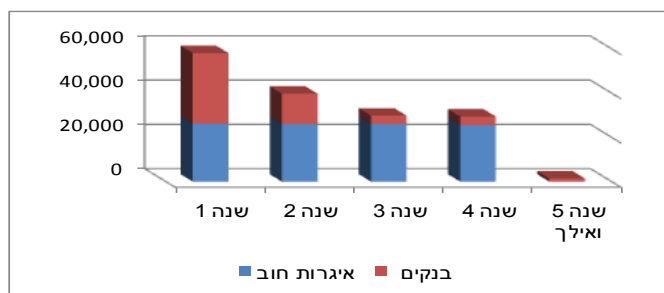
נזילות סבירה

החברה מותירה לאורך הזמן יתרות מזומנים מהותיות במאזנה אשר ליום 31.03.13 עומדות על כ-62 מיליון ₪ ומהוות כ-7.7% מסך יתרת הנכסים במאזן המאוחד. יתרת צורכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנים 2013 ו-2014 מסתכמים לסך של כ-30 מיליון ₪ וכ-42 מיליון ₪, בהתאמה. במהלך רבעון ראשון 2013, פרעה החברה כ-28 מיליון ₪ אג"ח והלוואות זמן ארוך.

לחברה מסגרות אשראי של כ-197 מיליון ₪ נכון ליום 31.03.2013, מתוכן מסגרות פנויות בהיקף של כ-88 מיליון ₪, שאינן חתומות. להערכתנו, לאורך זמן החברה תקטין את היקף החוב הבנקאי לזמן קצר מול הארכת מח"מ ההתחייבויות. לחברה מספר אמות מידה מול המערכת הבנקאית ומחזיקי האג"ח. נכון ליום 31.03.2013 החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות במרווח מספק. בסוף שנת 2012 בוטלו שתי התניות מול המערכת הבנקאית. כלל הנכסים של החברה משועבדים לטובת הבנקים

המממנים. להערכת מידרוג, החברה תמשיך להחזיק ביתרות מזומנים בסכומים סבירים מול הצרכים השוטפים, מדיניות המפצה במידת מה על תזרים חופשי תנודתי יחסית (שלילי לאורך חלק מהשנים).

לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.03.2013 (באלפי ₪) *



* לא כולל 109 מיליון ₪ בגין הלוואות און-קול.

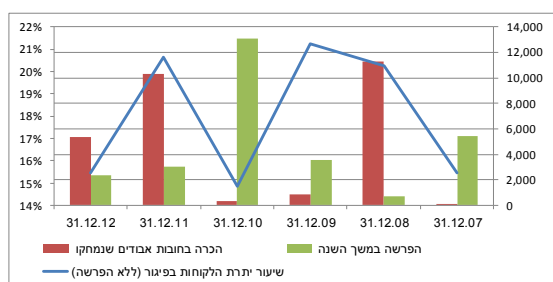
הסיכונים עסקיים ופיננסים

סיכון אשראי לקוחות בינוני-גבוה

לחברה מרכיב גבוה של אשראי לקוחות מסך נכסי החברה (כ- 44% מסך המאזן) אשר לצד סיכונים ענפיים וסיכונים אשראי היזמים, מהווה פרמטר שלילי, הממותן בחלקו באמצעות קבלת מקדמות ובטוחות, פיזור רחב של לקוחות קטנים ולקוחות גדולים בעלי חוסן פיננסי. יש לציין כי החברה אינה עורכת ביטוח אשראי לקוחות.

התפתחות יתרת הפרשה לחומ"ס (באלפי ₪)

ושיעור יתרת הלקוחות בפיגור:



יתרת ההפרשה לחומ"ס מתוך סך יתרת הלקוחות ירדה במהלך השנים בעיקר כתוצאה ממחיקת חובות אבודים מ-8.8% ביום 31.12.2010 לכ-5.7% ביום 31.12.2011 ונכון ליום 31.03.2013 עומדת על כ-4.4%. להערכתנו, מדיניות החברה לגבי ההפרשה לחומ"ס תואמת את הסביבה בה היא פועלת וזאת - לאור העובדה, כי סך ההפרשה המצטברת לאורך חמש שנים האחרונות הייתה זהה ליתרת החובות האבודים שנמחקו.

סך היקף חוב הלקוחות שבפיגור אשר בגינם לא בוצעה הפרשה לחומ"ס, נכון ליום 31.12.2012 הסתכם לכ-31 מיליון ₪, המשקף כ-8% מסך יתרת הלקוחות. יש לציין כי שיעור זה אינו עולה על השיעור הממוצע הרב שנתי של היקף הלקוחות שבפיגור. מתוך סך יתרת הלקוחות שבפיגור כאמור



לעיל, כ-26% נמצאים בפיגור שבין 30 עד 60 יום, מדובר בשיעור העולה על ממוצע ארוך טווח של כ-18% אשר עשוי להעיד על גידול עתידי בהפרשה.

רווחיות תנודתית התלויה בקצב הכרה בהכנסה ובתמהיל הפרויקטים שבמחזור

החברה מציגה תנודתיות רבה בתוצאותיה לאורך השנים, הנובעת בעיקרה מהפעילות במגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בארץ ובחו"ל (כ-60% מסך ההכנסות).

המאפיינים הפרויקטאליים של הפעילות, כאשר מרבית הפרויקטים הנם לטווחים קצרים גורמים להגברת התנודתיות ברווחיות החברה. הרווחיות הגולמית במגזר זה נעה סביב 8.5%-9% ושיעור הרווחיות התפעולית נע בטווח של 1.5%-3.5%, נמוך יחסית לשאר מגזרי החברה, ונמצא בטווח הבינוני בענף הבנייה.

לחברה קיימת גמישות מסוימת בשליטה על עלויות שכ"ע וחומרים, הואיל ומדובר בפעילות הפרויקטאלית אשר בחלקה מבוצעת ע"י קבלני משנה. בשנים האחרונות החברה הגדילה את מרכיב קבלני המשנה, ובכך שיפרה את הגמישות התפעולית ואפשרות תגובה מהירה לשינויים בהיקפי הפעילות.

החברה צפויה להגדיל את שיעורי הרווחיות במגזר הפרויקטים למבנים ולתשתיות בישראל לאור הנבה מלאה של מספר פרויקטים מהותיים אשר החלו במהלך שנת 2012 לצד שמירה על קצב ביצוע וצבר הזמנות של פרויקטים בינוניים. תוצאות מגזר התקשורת ומגזר הפרויקטים בחו"ל עלולים לקזז באופן חלקי גידול זה, נוכח אי וודאות לגבי כניסה לשוק של תוכנת איוניקס והאטה הכלכלית במזרח אירופה ורוסיה.

הרווחיות התפעולית הנמוכה במגזר הפרויקטים מפוצה בחלקה מצד רווחיות טובה יותר בפעילות הסחר והבקרה. כך, שיעור הרווח התפעולי הכולל של החברה עמד בשלוש השנים האחרונות בממוצע על כ-4.5% בתנודתיות גבוהה, והסתכם לסך של כ-42 מיליון ₪ בממוצע בשלוש השנים האחרונות. סטיית התקן של שיעור הרווחיות התפעולית בשלוש השנים האחרונות נאמדת על ידינו ב-0.8%.

התרחיש הבסיסי של מידרוג מניח גידול של כ-8% בסך הכנסות החברה בשנת 2013 לאור עלייה בצבר, שיפור ביחס לרווחיות הגולמית מ-18.5% לכ-20%-19% ושיפור ברווחיות התפעולית מ-3.6% ל-4.4%, נוכח הפסקת פעילויות מפסידות, מהלכי התייעלות תפעולית והתקדמות בביצוע פרויקטים בעלי שיעורי רווחיות גבוהים יותר מאשר בעבר.

תזרימי מזומנים תנודתיים

שינויים בצורכי ההון החוזר מהווים מרכיב מהותי ותנודתי בפעילות החברה, נוכח המרכיב הגבוה של אשראי הלקוחות מסך נכסיה. החברה הציגה תזרים חיובי מפעילות שוטפת של כ- 35 מיליון ₪ ותזרים שלילי של כ- 36 מיליון ₪ בשנים 2011 ו-2012, בהתאמה. השיפור בתזרים מהפעילות השוטפת בשנת 2012 הינו בעיקר על רקע שיפור בימי אשראי לקוחות וגידול חד פעמי ביתרת המלאי בסוף 2011. החברה הקטינה את ימי הלקוחות מממוצע רב שנתי של 86 לכ-77 ימים בשנת 2012, בנטרול הכנסות לקבל. יחד עם זאת, האטה הכלכלית והגברת התחרות בתחום, עשויים להגדיל את אשראי הלקוחות בשנתיים הקרובות.

החברה מציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי לאורך השנים נוכח רכישות והשקעות בפיתוח תוכנה, צורכי הון חוזר וחלוקת דיבידנדים. רכישת הפעילות של תדיראן טלקום בע"מ בשנת 2011 דרשה מהחברה לבצע השקעות הוניות נוספות, על מנת לשפר בצורה משמעותית את הטכנולוגיה שבשימושה. במהלך 2011-2012 החברה היוונה השקעות בהיקף של כ-20 מיליון ₪, שנבעו מפיתוח תוכנת איוניקס, תוכנה המחליפה את מרכזיות קוראל. החל משנת 2013, התוכנה החדשה משוקקת ללקוחות קיימים וחדשים. אי לכך, אנו צופים ירידה הדרגתית בהשקעות בפיתוח. חשוב לציין, כי החברה תמשיך להשקיע באופן שוטף בשדרוג של תוכנת האיוניקס. התזרים החופשי (FCF) בשנת 2013, צפוי להיות מאוזן- שלילי, בעיקר, נוכח עלייה בצורכי ההון החוזר, השקעות בפרויקט פיתוח התוכנה והתקדמות בפרויקט תחנות הרח.

13

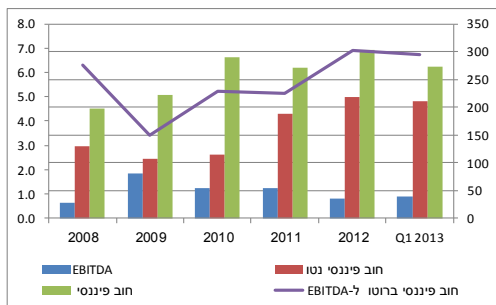
יחסי כיסוי איטיים ותנודתיים, צפי לשיפור בטווח של השנתיים הקרובות

החוב הפיננסי של החברה ליום 31.3.2013 הסתכם לכ-272 מיליון ₪, מרביתו הלוואות לז"א ואג"ח. המינוף המאזני של החברה גבוה יחסית כפי שנמדד ביחס החוב הפיננסי ל-Cap אשר עומד על כ-56% ליום 31.03.2013. השקעות הון בהיקפים מהותיים וחלוקת דיבידנדים, לצד רכישת פעילויות והנפקת אג"ח, הביאו לגידול בהיקפי החוב הפיננסי בין השנים 2010 לשנת 2012. החל מרבעון רביעי 2012, החברה יצרה תזרים חופשי חיובי אשר תמך בקיטון ברמות החוב.



התפתחות החוב ויחסי הכיסוי לאורך השנים,

במיליוני ש"ח:



לאורך השנים החברה מציגה שחיקה ביחס כיסוי¹¹ החוב ברוטו ל-EBITDA, מותאם חכירה ועלויות פיתוח, מיחס של כ-3.4 בשנת 2009 ליחס של 6.9 ליום 31.12.2012. ביום 31.03.2013 הציגה החברה יחס של 6.3 ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים. השחיקה ביחסי הכיסוי בין השנים הנה נוכח הירידה ברווחיות ועלייה ברמת החוב.

עלות החוב הממוצעת של החברה בשנת 2012 הייתה כ- 6.3% והינה גבוהה יחסית, כך שהוצאות המימון מעיבות על החברה וגורמות לה להציג יחסי כיסוי איטיים של חוב ברוטו ל-FFO. יחס כיסוי החוב ברוטו ל-FFO ירד ל- 10.3 בסוף רבעון ראשון 2013, מ- 12.2 ביום 31.12.2012.

להערכת מידרוג, החברה צפויה להציג בשנת 2013 יחסי כיסוי חוב ברוטו ל- EBITDA בטווח של 5-6 ויחס חוב ברוטו ל-FFO בטווח של 9-11 וזאת - בשל צפי לגידול בהכנסות בעיקר במגזר הפרויקטים למבנים ולתשתיות, על רקע גידול בצבר ההזמנות ולשיפור בשיעור הרווחיות, נוכח צעדי התייעלות, מיקוד עסקי וסגירת פעילויות מפסידות. תנודתיות תוצאות הפעילות של הקבוצה יוצרת קושי בחיזוי יחסי הכיסוי. מידרוג מצפה מחברות החשופות לתנודתיות ברווחיות ליחסי כיסוי מהירים יותר. עם זאת, הדירוג לוקח בחשבון כי תנודתיות הרווח לאורך זמן עלולה להשפיע לשלילה על יחסי הכיסוי בשנים מסוימות, לאורך זמן אנו מצפים כי החברה לא תחרוג מיחס כיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA של 7.0.

¹¹ בהתאם למתודולוגיית מודי'ס, מידרוג מתאמת את יחסי הכיסוי של חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO בגובה של סך הוצאות פיתוח, אשר הונו לנכס בלתי מוחשי והוצאות חכירה תפעולית של מבנים וכלי רכב, המשמשים לצורך מתן שירות ללקוחות החברה אשר טופלו בדומה לחכירה מימונית לצורך חישוב יחסי הכיסוי.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- שיפור יכולת השבת ההכנסות והמרכיב הפרמננטי ברווחי החברה.
- ירידה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי וברמת המינוף.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA מעל 7.0.
- הרעה מתמשכת בתזרים המזומנים החופשי.
- חלוקת דיבידנד, במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

תאריך הדוח: 06.08.2013

מונחים פיננסיים עיקריים

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

סולם דירוג התחייבויות

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

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
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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. 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 לסיכוני 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 שירותי 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. 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.