

שטראוס גרופ בע"מ

מעקב | יוני 2022

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

שטראוס גרופ בע"מ

דירוג סדרות	Aa1.il	אופק דירוג: שלילי
-------------	--------	-------------------

מידרוג מוציאה מבחינה עם השלכות שליליות את דירוג אגרות החוב (סדרות ה', ו') שהנפיקה שטראוס גרופ בע"מ ("החברה") ומוותרת את הדירוג Aa1.il וקובעת אופק דירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	7460389	Aa1.il	שלילי	30.06.2027
ו'	7460421	Aa1.il	שלילי	30.06.2037

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת האופק השלילי נובעת מהערכתנו כי קיימת השפעה שלילית על הפרופיל הפיננסי של החברה בטווח הקצר-הבינוני כתוצאה מפגיעה במגזר "תענוג והנאה" נוכח אירוע הריקולי ופגיעה במגזר "מטבלים וסלטים" כתוצאה מתוכנית התאמות במפעל סברה בהתאם לדרישות ה-FDA וכן בשל שיבושים אשר הובילו להשבתה זמנית של המפעל² וכי בשנת 2022 החברה לא תעמוד ביחסי הכיסוי אשר להערכתנו תומכים בדירוג. עם זאת אנו מניחים כי לאורך זמן החברה תשכיל לחזור לרמות הרווחיות ויחסי הכיסוי אשר אפיינו אותה טרום המשבר.

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי חזק נוכח מעמדה הבכיר של החברה בשוק המזון בישראל, המושתת על סל רחב של מותגים מובילים, עם נתחי שוק משמעותיים בכל קטגוריות הפעילות וצמיחה פנימית העולה על זו של הענף, פועל יוצא של חדשנות שיווקית ושיתופי פעולה אסטרטגיים עם יצרניות מזון בינ"ל. לשטראוס נוכחות משמעותית בשוק הקפה הבינ"ל, התורם לפיזור גיאוגרפי של הכנסותיה, בשילוב גם עם פעילות הממרחים בצפון אמריקה. הפעילות הבינלאומית של שטראוס המושתתת לתחום הקפה מאופיינת על ידי מידרוג כבעלת סיכון עסקי גבוה ביחס לפעילותה בשוק המקומי, כאשר היא נתונה לתחרות גבוהה ולהשפעת תנודות במחירי סחורות הקפה ושערי החליפין מול מדינות הפעילות העיקריות בתחום, ובעיקר ברזיל (Ba2 אופק דירוג יציב), גורם שלילי בדירוג. נציין כי דירוג החברה משקף מעמד עסקי בולט לחיוב של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות. בשלב זה בדומה לחברה אין ביכולתנו להעריך פגיעה בנתחי שוק כתוצאה מאירוע הריקולי בארץ, מחד אנו מניחים כי לשטראוס מותגים חזקים מנגד נוכח האתגרים האמורים והסביבה התחרותית יכול ואלו יביאו לנגיסה בנתחי השוק ועיתוי משך הפגיעה אינו ידוע. בשנת 2021 רשמה החברה גידול של כ- 5% בהכנסות שהסתכמו בכ- 8.8 מיליארד ₪ ורווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) של כ- 1.2 מיליארד ₪ (ללא רווחי חברות כלולות) לעומת כ- 1.21 מיליארד ₪ בשנת 2020 (ירידה של כ- 2%).

תרחיש הבסיס של מידרוג נשען על ההנחות העיקריות הבאות: (1) פגיעה בטווח של 250-300 מיליון ₪ הן בהכנסות והן ברווח התפעולי במגזר "תענוג והנאה" בשנת 2022 בעקבות אירוע הריקולי במפעל הממתקים בנוף הגליל. הנחתנו כוללת את היקפי הפגיעה שנרשמו ברבעון הראשון (אובדן מכירות ורישום הפרשות מלאי) וכן חזרת המפעל לתפוקה מלאה במהלך החציון השני השנה (2) פגיעה בטווח של 200-250 מיליון ₪ בהכנסות מגזר "מטבלים וממרחים" בשנת 2022 לצד פגיעה בטווח של 80-130 מיליון ₪ ברווח התפעולי בעקבות ההשבתה הזמנית של מפעל סברה בוירג'יניה, ארה"ב בדצמבר 2021 בשל תוכנית התאמות במפעל בהתאם לדרישות ה-FDA וכן בשל שיבושים ועיכובים בתהליך³ (3) המשך עליית מחירי חו"ג מתורגמת לעלייה במחירי המכירה במגזר הקפה, ואיננו צופים פגיעה מהותית ברווחיות הכוללת במגזר זה בישראל ובחו"ל (4) צמיחה מתונה במגזר "בריאות ואיכות חיים", בדומה לשיעור הצמיחה ברבעון הראשון בשנת 2022. כמו כן, נשען תרחיש הבסיס על הנחת חזרה לפעילות בתפוקה מלאה של שני המפעלים במהלך המחצית השנייה של שנת 2022.

¹ לפרטים נוספים ראו דיווחים מיוחדים מהתאריכים 25.04.2022, 27.04.2022 ו- 12.05.2022, וכן, בחינת דירוג מיום 02.05.2022.

² לפרטים נוספים ראו דיווחים מיוחדים מהתאריכים 09.02.2022 ו- 06.04.2022.

מידרוג מעריכה כי בשנת 2022 תציג שטראוס ירידה בשיעור של 3-4% בפעילות בישראל (שטראוס ישראל וקפה ישראל) לעומת צמיחה בשיעור 3.9% בשנת 2021 (ו-4.4% בממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021) וצמיחה בשיעור 20%-25% בפעילות הקפה הבינ"ל בנטרול השפעת מטבע לעומת 15.1% בשנת 2021 (ו-6.5% בממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021), כאשר המשך התחזקות הריאל הברזילאי מתחילת שנת 2022 יביא לגידול בהכנסות מפעילות זו בתרגום לשקלים ובסך המכירות באיחוד יחסי. סביבת מחירי חומרי הגלם הגבוהה בעלת השפעה על רווחיות החברה, אם כי להערכתנו במידה מתונה. לאור אלו מידרוג מעריכה כי החברה תציג הכנסות בטווח של 9-9.5 מיליארד ₪ ורווח תפעולי (לפני הוצאות אחרות ולפני רווחי כלולות שאינן באיחוד יחסי) בטווח של 450-500 מיליון ₪ בהתאמה בשנת 2022. שיעור הרווח התפעולי בשנת 2022 (לפני הכנסות/הוצאות אחרות) יעמוד בטווח של 5%-6% למול 9.7% בשנת 2021 וממוצע תלת-שנתי של כ-10.2% בשנים 2019-2021. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להציג בשנת 2022 רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח 850-900 מיליון ₪ (בהשוואה לכ-1.2 מיליארד ₪ בשנת 2021). אנו צופים כי החברה תציג יחס חוב נטו מותאם ל-EBITDA לשנת 2022 בטווח של 2.0 X-3.0 X (למול כ-1.7 X בשנת 2021). אנו מניחים כי בשנת 2023 תחזור החברה לרמת הרווחיות שאפיינה אותה טרום האירועים הנ"ל ותציג רווחיות ברת קיימא של 8.5%-9%.

ההון העצמי של החברה ליום 31.03.2022 עמד על כ-2.5 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, הכרית ההונית של החברה צפויה להישחק בשנת 2022 בשל פגיעה ברווח הנקי (דוחי החברה כללו פגיעה חזויה של 170-230 מיליון ₪ ברווח הנקי רק בהתייחס לאירוע הריקול) לאור ההנחות שתוארו לעיל. מנגד אנו מניחים כי לאור התחזקות הרובל והריאל הברזילאי קרן ההון בגין הפרשי תרגום (בעיקר בגין הריאל הברזילאי) צפויה להגדיל את ההון העצמי של החברה בשונה משנים עברו. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2022 הגדילה החברה את סך החוב הפיננסי המותאם⁴ אשר נכון ליום 31.03.2022 הסתכם לכ-3 מיליארד ₪ (כ-2.3 מיליארד ₪ חוב בגין אג"ח והתחייבויות בנקאיות) למול כ-2.9 מיליארד ₪ נכון ליום 31.03.2021. יתרת החוב הפיננסי המותאם של החברה ליום 31.12.2021 הסתכמה לכ-2.8 מיליארד ₪.

להערכתנו סכום המקורות מפעילות (FFO) בשנת 2022 צפוי לנוע בטווח של 700-750 מיליון ₪ (למול 947 מיליון ₪ בשנת 2021). ברבעון הראשון של שנת 2022 גדלו צורכי ההון החוזר של החברה בכ-247 מיליון ₪ כאשר עיקר הגידול הינו בגין לקוחות ומלאי בתחום הקפה בברזיל לאור הגידול בפעילות זאת. אנו צופים גידול בטווח של 80-100 מיליון ₪ בצורכי ההון החוזר בשנת 2022, בין היתר לאור השפעה מהותית של עליות המחירים ברבעון ראשון ועלייה ביתרת הלקוחות, הצטיידות במלאים בתחילת השנה לאור קשיים צפויים בשרשרת האספקה אשר צפויה להתמתן בהמשך השנה וציפייה לרבעון רביעי חזק מבחינה תזרימית. כמו כן, היקף ההשקעות ההוניות (כולל תשלומי חכירה ותכנית רכישות חריגה בהיקפה אשר קיימת אי וודאות בנוגע למימושה) עשוי לנוע סביב 750-800 מיליון ₪ לשנה. נציין, כי בשנת 2022 בוצעה בפועל חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בסך 290 מיליון ₪. לאור האמור לעיל מידרוג מעריכה כי התזרים החופשי (FCF) בשנת 2022 יהיה שלילי בטווח של 500-550 מיליון ₪ (לאחר תשלומי חכירות) למול כ-129 מיליון ₪ בשנת 2021.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי נובע מאירוע הריקול יחד עם הדווח בדבר הפגיעה בפעילות הסלטים והמטבלים בשל השבתת מפעל סברה בארה"ב כפי שתוארה לעיל והשפעתם השלילית על סיכון האשראי של החברה, פגיעה ברווחיות והשפעה שלילית על הפרופיל הפיננסי בטווח הזמן הקצר-בינוני לצד פרמטרים פיננסיים ויחסי הכיסוי. אי עמידה בתרחיש הבסיס של מידרוג ופגיעה מתמשכת ברווחיות החברה תביא להערכתנו למימוש האופק והורדת הדירוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- האטה מתמשכת ביחס כיסוי חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDA מעל ל-2.2X לאורך זמן
- פגיעה משמעותית במיצובה העסקי או בנתחי השוק של החברה בקטגוריות מוצר מרכזיות
- שחיקה מתמשכת ברווחיות החברה

⁴ כולל חוב בגין חברה סברה, ביטול מלאי קפה בברזיל וניכיונות בחברת שטראוס מיס.

שטראוס גרופ בע"מ (איחוד יחסי) [1] - נתוני מפתח, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	Q1 2021	Q1 2022	
8,536	8,350	8,752	2,061	2,272	הכנסות
10.5%	10.3%	9.7%	12.1%	3.7%	רווח תפעולי % [2]
1.8x	1.8x	1.7x	1.8x	2.3x	חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDA [3]
45.1%	44.5%	41.0%	44.9%	46.7%	חוב פיננסי נטו מותאם לקאפ, נטו [3]
7.0x	7.4x	13.4x	6.6x	6.3x	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו

שטראוס גרופ בע"מ (איחוד יחסי) [1] - הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	Q1 2021	Q1 2022	
2,277	2,537	2,688	639	669	בריאות ואיכות חיים
251	307	341	76	82	
1,134	1,144	1,149	335	306	תענוג והנאה
119	111	110	53	-97	
754	712	728	209	215	קפה ישראל
143	158	155	59	47	
2,972	2,567	2,771	542	781	קפה בינ"ל
281	196	197	40	58	
771	722	680	166	118	מטבילים וממרחים בינ"ל
71	56	29	13	-17	
628	668	736	170	183	מים
75	91	92	22	25	

[1] נתוני איחוד יחסי מקורם בדוחות ההנהלה בהם נכלל חלקה היחסי של החברה בחברות בשליטה משותפת, זאת בשונה מהדוחות הכספיים המציגים את החברות בשליטה משותפת בשיטת השווי המאזני; [2] רווח תפעולי לפני הכ"ה/הוצ' אחרות ולפני רווחי כלולות; [3] היחסים הפיננסיים כוללים התאמות בגין: (i) ניכוי הלוואות שותפים בשותפות עסקית המוצגת בשיטת האיחוד היחסי בפעילות הממרחים; (ii) ניכוי שווי מלאי קפה ירוק המיועד לצרכי ייצוא בפעילות הקפה בברזיל; (iii) החל משנת 2019 תוספת התחייבויות בגין חכירות במאזן; (iv) הוספת סכומי אשראי לקוחות שנוכו במסגרת מכירת מכשירי מים⁵; (v) ה-EBITDA אינה כוללת רווחי חברות כלולות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מיצוב עסקי חזק ועמיד לאורך זמן, אשר צפוי להיפגע בטווח זמן קצר-בינוני לאור אירוע הריקול ונתמך במעמד מוביל בשוק הקפה בברזיל

בחצי השנה האחרונה חווה החברה אתגרים בהיבט הפרופיל העסקי עם אירוע הריקול ופגיעה נקודתית בנתחי השוק בנוסף להשבתה החלקית במפעל סברה בארה"ב. עם זאת, להערכתנו, בטווח הזמן הבינוני-ארוך החברה תוסיף ותשמור על מעמד עסקי איתן לאור מובילות שוק ומותגים מובילים.

שטראוס גרופ הינה קבוצת המזון השנייה בגודלה בישראל, עם נתח שוק של כ-12.4% מסך שוק המזון והמשקאות הקמעונאי בישראל במונחי מכר כספי, ונתחי שוק מובילים במרבית קטגוריות המוצר בהן פועלת החברה. מיצובה העסקי של שטראוס נשען בעיקר על שתי זרועות רחבות ומבוססות: פעילות המזון והקפה בישראל (כ-52% מהכנסות החברה בשנת 2021) ופעילות קפה בינ"ל (כ-32%), זו האחרונה נפרסת על פני מספר טריטוריות בעולם, עם דומיננטיות של שוק הקפה בברזיל (כ-61% מהכנסות מגזר הקפה הבינ"ל בשנת 2021). נציין כי חברת ה-Strauss Coffee B.V הינה בין חמש החברות המובילות בעולם מבחינת נתחי שוק⁶ בתחום הקפה.

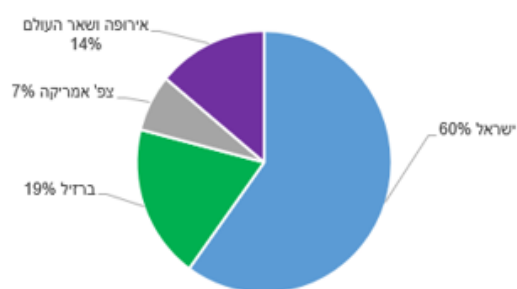
⁵ בהתאם למתודולוגיה של מידורג "התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים" מחודש מאי 2020, חוב פיננסי מותאם כולל תוספת חובות לקוחות בגין חוזי מכירת ברי מים שנוכו מהמאזן על בסיס "ללא זכות חזרה". בהתאם לכך הותאמו גם נתוני ההשוואה לשנים הקודמות המוצגות בלוח הנתונים לעיל.

⁶ ע"פ נתוני יורומוניטור, כפי המופיעים בדו"חות הכספיים.

לאורך השנים האחרונות בולטת התחזקות נתחי השוק של החברה⁷ במגזר "בריאות ואיכות חיים", בעיקר בקטגוריות מוצרי חלב ותחליפי חלב, ובעיקר על חשבון המתחרה העיקרית. במגזר "תענוג והנאה" החברה פועלת בשוק מבוזר יותר עם חסמי כניסה נמוכים יחסית אך שומרת על יציבות יחסית בנתחי השוק בקטגוריות הליבה. יצוין כי בעקבות אירוע הריקול והשבתת מפעל הממתקים בנוף הגליל וכן בשל השבתת מפעל סברה בארה"ב צפויה ירידה בטווח זמן הקצר-בינוני בנתחי השוק של החברה במגזרי "תענוג והנאה" ו-"מטבלים וממרחים". בשלב זה לא ניתן להעריך את ההשפעה העתידית על נתחי השוק של שני מגזרים אלו. בשוק הקפה הבינלאומי לחברה נתחי שוק משמעותיים בשווקים העיקריים, ובפרט בשוק הברזילאי שבו החזיקה טרס קורסואס בשנת 2021 נתח שוק מוביל בתחום הקפה הקלוי והטחון של כ-31%. נתחי השוק בברזיל התחזקו בעיקר בזכות צמיחה אורגנית, אולם עליית מחירי הקפה ירוק בניכוי העלאת מחירי המכירה הובילה לשחיקה ברווחיות. במגזר הקפה הבינ"ל מתמודדת החברה עם תחרות חזקה מצד שחקניות גדולות בינלאומיות ומקומיות, הן בברזיל והן בטרטוריות ברוסיה. לאור אירוע הריקול צפויה להערכתנו פגיעה בנתחי השוק של החברה ובמיצוב העסקי בטווח הזמן הקצר-בינוני. יחד עם זאת, אין ביכולתנו בשלב זה להעריך את מידת ההשפעה לאורך זמן.

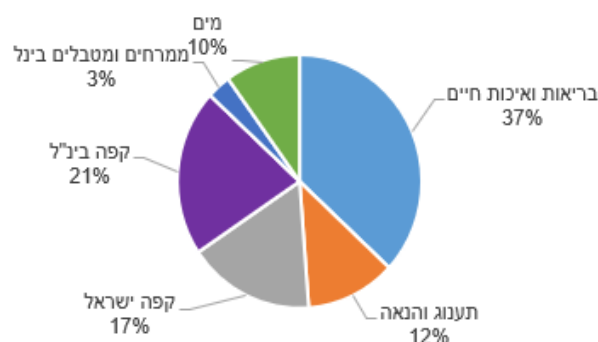
פיזור גיאוגרפי בינוני - ישראל וברזיל שווקים עיקריים

שטראוס גרופ (איחוד יחסי): התפלגות הכנסות לפי איזורים ג"ג - שנת 2021 (באחוזים)



פיזור קווי עסקים רחב עם גיוון רחב של תחומי פעילות וקטגוריות מוצר

שטראוס גרופ (איחוד יחסי): התפלגות רווח מגזרי לפי מגזרי פעילות - שנת 2020 (באחוזים)



קיטון אורגני בפעילות החברה בישראל לאור הריקול לצד צמיחה בפעילות הקפה הבינ"ל

נכון ל-31.12.2021 ענף המזון והמשקאות בו פועלת החברה נאמד במחירים נומינליים בכ- 42 מיליארד ₪ בשנת 2021⁸ לעומת כ- 43 מיליארד ₪ בשנת 2020 (ירידה המשקפת קיטון של כ- 3.5% לעומת צמיחה בשיעור של כ-9.3% בשנת 2020 המיוחסת לצריכה מוגברת בשנה זאת בשל התפשטות נגיף הקורונה). לאורך זמן להערכתנו הענף צומח ב-3.0%-2.5% בהתאם לקצב גידול האוכלוסייה והוא מאופיין בסביבה עסקית אשר מושפעת משינויים טכנולוגיים, סוציו-אקונומיים ורגולטוריים. כמו כן, הושפע שוק זה בשנים האחרונות מהתפשטות נגיף הקורונה, קשיים לאורך שרשרת האספקה הגלובלית (נוכח מחסור בכוח אדם, עיכובים במשלוחים ימיים ועוד) ומהמלחמה באוקראינה, אלו הובילו למחסור והתייקרות של חומרי גלם, חומרי אריזה, עלויות הובלה ומחירי האנרגיה ועוד. לאורך זמן, שוק המזון בישראל הוא בוגר ומאופיין בקצב צמיחה ריאלי נמוך. לאורך זמן שיעור הצמיחה האורגני של שטראוס גבוה מהשוק בשל רמת חדשנות גבוהה ותמיהה התואם את מגמת הפריימריזציה של שוק המזון בשנים האחרונות. כך, על פי נתוני סטורנקסט, בשנים 2019-2021 רשם שוק ה-FMCG המבורקד צמיחה שנתית ממוצעת של כ-3.8%, בעוד מכירות המזון והקפה של שטראוס בישראל (כולל מכירות בערוצים מוסדיים) צמחו בשיעור שנתי ממוצע של כ-4.4%. החברה הציגה בשנת 2021 גידול בכלל המגזרים למעט מגזר "מטבלים וממרחים" וזאת בעיקר עקב השבתת מפעל סברה בארה"ב בחודש דצמבר לאור תכנית התאמות במפעל סברה. עיקר הגידול נובע ממגזר "קפה בינלאומי" בשל עלייה במחירי המכירה וגידול בכמות הנמכרת במרבית המדינות, ממגזר

⁷ על פי נתוני החברה בדו"חות הכספיים.

⁸ ע"פ נתוני סטורנקסט לדו"ח מתאריך 03.01.2022, כפי שפורסמו בדו"ח הכספי של החברה לשנת 2021.

"בריאות ואיכות חיים" בשל הגידול במכירת מוצרי חלב ותחליפיו וממגזר פעילות "שטראוס מים" בשל עלייה במצבת הלקוחות וגידול במכירת מכשירים חדשים. פעילויות המזון והקפה של שטראוס בישראל בשנה זו צמחו בשיעור של 3.9% (למול 5.5% בשנת 2020 אשר כאמור מייצגת צמיחה חריגה בצריכה לאור השפעות התפשטות נגיף הקורונה). מכירות הקבוצה בשנת 2021 הושפעו לרעה בשל התחזקותו של השקל מול מרבית המטבעות הרלוונטיים בהשוואה לתקופות המקבילות אשתקד (250 מיליון ₪, מזה 144 מיליון ₪ נובעים מהיחלשות שער הממוצע של הריאל הברזילאי אל מול השקל בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד).

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2022 הציגה החברה צמיחה אורגנית בנטרול השפעות מטבע בשיעור של 11.5% לעומת ירידה של 0.4% בתקופה המקבילה אשתקד. מכירות הקבוצה ברבעון זה הושפעו לשלילה בכ- 24 מיליון ₪ מהפרשי תרגום (מזה, כ- 15 מיליון ₪ נובעים מהיחלשות שער הממוצע של הרובל הרוסי אל מול השקל בהשוואה לתקופה המקבילה). הנתונים כוללים פגיעה של כ- 64 מיליון ₪ בעקבות אירוע הריקול במפעל הממתקים.

בשנת 2021 הציגה שטראוס צמיחה אורגנית בנטרול השפעות מטבע בשיעור של 7.4% לעומת 4.6% בשנת 2020. מכירות הקבוצה בשנה זאת הושפעו לשלילה בכ- 250 מיליון ₪ מהפרשי תרגום בשל התחזקות השקל מול מרבית המטבעות הרלוונטיים (מזה כ- 144 מיליון ₪ בשל ירידה של כ- 11% בשער הממוצע של הריאל הברזילאי אל מול השקל) בהשוואה לשנת 2020.

לאור ההנחות בדבר הפגיעה בהכנסות החברה עקב סגירת המפעלים מעריכה מידרוג כי בשנת 2022 תציג החברה ירידה אורגנית בפעילות בישראל בשיעור של 3-4% לעומת צמיחה בשיעור 3.9% בשנת 2021 (ו-4.4% בממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021). ירידה זאת נובעת להערכתנו מגזר "תענוג והנאה", לצד הנחה ליציבות במגזר "קפה ישראל". בנוסף, מעריכה מידרוג צמיחה בשיעור 20%-25% בפעילות הקפה הבינ"ל בנטרול השפעת מטבע לעומת 15.1% בשנת 2021 (ו-6.5% בממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021), כאשר המשך התחזקות הריאל הברזילאי מתחילת שנת 2022 יחזק את ההכנסות במונחים שקליים.

ענף הקפה הבינ"ל מאופיין בסיכון גבוה יותר ביחס לפעילות המקומית. התחזקות הריאל הברזילאי צפויה להביא לגידול בהכנסות שטראוס (באיחוד יחסי) ובהון העצמי

להערכת מידרוג, הסיכון העסקי בפעילות החברה בשוק הקפה הבינלאומי גבוה בהשוואה לפרופיל הסיכון של פעילות החברה בישראל, נוכח חשיפה גבוהה יחסית לגורמים אקסוגניים כגון מחירי סחורות הקפה, שערי חליפין וכלכלות תנודתיות, ובפרט חשיפה לכלכלות ברזיל (Ba2, אופק יציב) ורוסיה (דירוג הופסק במרץ 2022). בנוסף, התחרות במדינות אלו חזקה יותר, ובהן ניצבת החברה מול חברות מזון בינ"ל גדולות. מנגד, אנו מאפיינים את הביקוש לקפה כקשיח יחסית, באופן ממתן ביחס לזעזועים מקרו-כלכליים שיייתכנו בשווקים מתעוררים.

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022 התחזק הריאל הברזילאי בכ- 16% (כ- 27% בסמוך למועד דוח זה) למול השקל וכפועל יוצא לחלקה של שטראוס במכירות בברזיל, רשמה החברה רווחים בגין הפרשי תרגום ברבעון זה אשר הסתכמו לכ- 103 מיליון ₪. יש לציין, כי במהלך הרבעון הראשון לשנת 2022 נחלש הרובל הרוסי באופן משמעותי עם פרוץ המלחמה בין רוסיה ואוקראינה ויחד עם זאת, מאז התחזק הרובל משמעותית, ובסמוך למועד דוח זה התחזק בשיעור של כ- 31% מול הדולר.

חוסר יציבות כלכלי ופוליטי בברזיל בשנים 2019-2021 הוביל להיחלשות משמעותית בריאל הברזילאי למול הדולר והשקל, וכפועל יוצא חלקה של החברה במכירות בברזיל רשם הפרשי תרגום שליליים של כ- 144 מיליון ₪ וכ- 472 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2020, בהתאמה. ההון העצמי של שטראוס גרופ הושפע לשלילה בסך של כ- 138 מיליון ₪ וכ- 315 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2020 בהתאמה בשל הפסדים שנזקפו לקרן תרגום בעיקר מפעילות הקפה בברזיל וברוסיה.

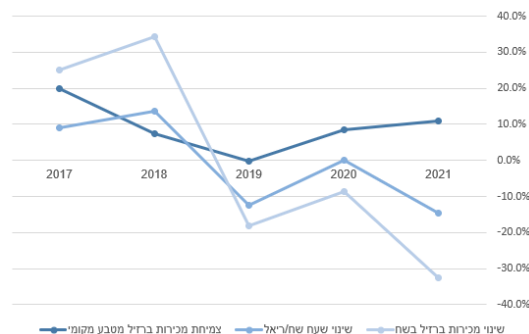
פעילות שטראוס קפה בברזיל באמצעות השותפות (50%) TRES CORACOES ("טרס קורסואס") הציגה לאורך השנים צמיחה עסקית במונחי מטבע מקור, גם בשנים בהן הכלכלה הברזילאית חוותה מיתון, בזכות צמיחה אורגנית והגדלת נתח השוק, במידה שאיפשרה לה להתאים את מחירי המכירה ללחצים האינפלציוניים. ואולם, בשנים 2019-2020 ניכר כי הלחצים התחרותיים התחזקו ובכדי לשמור על נתחי השוק נדרשה טרס קורסואס להורדת מחירי המכירה. בשנת 2021 רשמה טרס קורסואס גידול אורגני של כ- 23.3% במכירות במטבע מקומי למול כ- 8.4% בשנת 2020, גידול אשר נבע ברובו מרכישת "Mitsui" במהלך הרבעון השלישי של שנת 2020. בשנת 2021 פעילות טרס קורסואס הושפעה לחיוב מעליית מחירי המכירה כחלק מהתאמות לעליות מחירי הקפה.

מחיר קפה ירוק מסוג ערביקה ורובוסטה (דולר לק"ג), ינואר 2021 - אפריל 2022



מקור: פרסומי הבנק העולמי המבוססים על נתוני בלומברג והבנק העולמי

שטראוס גרופ (איחוד יחסי): % צמיחה הכנסות קפה ברזיל במטבע מקומי, שינוי הכנסות קפה ברזיל בשו"ח ושינוי שער ריאל/ש"ח ממוצע לשנה (באחוזים)



מקור: נתוני החברה בדוחות הכספיים ועיבודי מידורג

השפעות אירוע הריקול לצד עיכובים מהותיים ביישום תוכנית התאמות במפעל סברה יובילו לפגיעה בהכנסות וברווחיות החברה

ברבעון הראשון לשנת 2022 הציגה החברה ירידה חדה ברווחיות התפעולית בישראל אשר עמדה על 2.7% (14.8% בנטרול אירוע הריקול) למול 15.9% בתקופה המקבילה אשתקד, וזאת בעקבות ירידה במכירות ומעבר מרווח להפסד במגזר "תענוג והנאה" בעיקר בשל ביטול מכירות ומחיקת מלאים בעקבות אירוע הריקול.

בשנת 2021 הציגה שטראוס עלייה ברווחיות התפעולית בישראל (מסגרת פעילות ישראל וקפה ישראל ללא שטראוס מים) לשיעור של כ-13.3% לעומת כ-13.1% בשנת 2020, עלייה אשר נבעה מעלייה כמותית במכירות הקמעונאיות בעיקר במגזר "בריאות ואיכות חיים" ומהתחזקות השקל מול הדולר אשר קיזזו השפעה שלילית של עלייה במחירי חומרי הגלם, האנרגיה וחומרי האריזה.

ברבעון הראשון, בעקבות אירוע הריקול, הציגה החברה פגיעה של כ-60 מיליון ש"ח בהכנסות מגזר "תענוג והנאה" (הכנסות בסך 306 מיליון ש"ח חלף 366 מיליון ש"ח ללא אירוע הריקול, למול 335 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד) וכ-153 מיליון ש"ח ברווחיות (הפסד בסך כ-97 מיליון ש"ח חלף רווח בסך 56 מיליון ש"ח ללא הריקול, למול רווח בסך 53 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד). להערכתנו, בשנת 2022 צפויה להימשך הפגיעה במגזר זה בעקבות אירוע הריקול וכן תיתכן המשך עלייה במחירי חומרי הגלם, האנרגיה, חומרי האריזה ועלויות ההובלה בין היתר בשל השפעות המלחמה באוקראינה. השיפור ברווחיות התפעולית בישראל ניכר לאורך השנים האחרונות, הן בשל הגורמים שהוזכרו לעיל, והן בשל התייעלות שביצעה החברה בתהליכי ייצור.

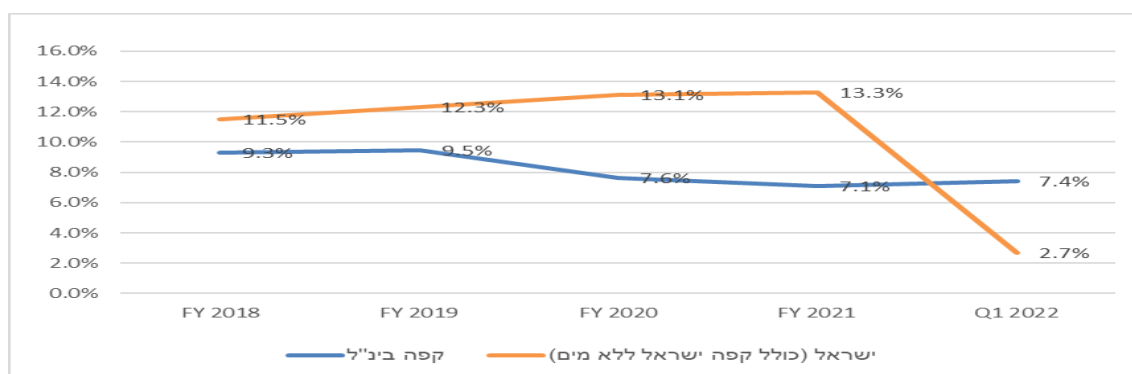
במגזר "מטבלים וממרחים" הציגה החברה ברבעון הראשון לשנת 2022 פגיעה בסך כ-47 מיליון ש"ח בהכנסות וכ-31 מיליון ש"ח ברווח התפעולי עקב ירידה בתפוקת מפעל סברה בארה"ב החל מחודש דצמבר לאור תכנית התאמות בעקבות דרישת ה-FDA, והכנסות אשר הסתכמו בכ-97 מיליון ש"ח למול כ-144 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד (ירידה של כ-29%) לצד הפסד תפעולי בסך 17 מיליון ש"ח (מזה 15 מיליון ש"ח בסברה), למול רווח תפעולי בסך 13 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. לאור האמור לעיל אנו מניחים פגיעה בטווח של 200-250 מיליון ש"ח בהכנסות מגזר זה בשנת 2022 לצד פגיעה בטווח של 80-130 מיליון ש"ח ברווח התפעולי למול שנת 2021. שנת 2021 הציגה עלייה במחירי סחורות המזון במקביל גם לעלייה במחירי האנרגיה וההובלה הימית. עלייה זו נובעת משילוב של גידול ביקושים וקשיים בשרשרת הייצור והאספקה בחלק מאזורי העולם, לצד השפעות אקלים אופייניות, מגמה אשר צפויה להימשך ביתר שאת במהלך שנת 2022 לאור המלחמה באוקראינה.

ברבעון הראשון לשנת 2022 רשמה החברה גידול במכירות במגזר "קפה בינ"ל" לצד שמירה על יציבות בשיעורי הרווחיות. עיקר הגידול במכירות נבע מגידול במכירות טרס קורסואס בשל גידול כמותי לצד עלייה במחירי המכירה. כמו כן, הושפעו מכירות החברה לטובה בשל היחלשות השקל למול הריאל הברזילאי בסך של כ-7 מיליון ש"ח בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. להערכתנו הרווחיות במגזר זה עלולה להישחק קלות בהמשך שנת 2022 בשל עליות במחירי חומרי הגלם.

על פי הערכות הבנק העולמי⁹, מחירי סחורות הקפה העולמי צפויים לעלות בכ-5.5% במהלך 2022 בהשוואה לשנת 2021, זאת בהמשך לתנודתיות גבוהה בשנים האחרונות, שנבעה מקשיים בשרשרת האספקה בהשפעת מגיפת הקורונה ומחששות להשפעות קרה בברזיל ועלולה להימשך ביתר שאת לאור השפעת המלחמה באוקראינה. מחיר הקקאו צפוי להיוותר יציב יחסית, על פי הערכת הבנק העולמי, בשל עלייה ביבול הקקאו במערב אפריקה, לצד צמיחה מתונה בביקושים.

סביבת מחירי חומרי הגלם הגבוהה הינה בעלת השפעה על רווחיות החברה, כתלות גם בגמישות המחיר של החברה בשווקי הפעילות השונים. בטווח הקצר החברה נוקטת במדיניות גידורים. לאורך זמן, נתחי השוק הגבוהים של החברה, השקעה בחדשנות ובפרסום ומהלכי התייעלות בייצור עשויים למתן את השפעת ההתייקרות בסחורות ובתשומות. מידרוג מעריכה כי מעמדה הבכיר של החברה בשוק המקומי אינו משליך בעוצמה ישירה על גמישות המחיר הקיימת לה. הכבדת הרגולציה על שוק המזון ורגישות צרכנית מקשות על שטראוס להעלות מחירים. כמו כן במגזר "תענוג והנאה" צפויה החברה לספוג פגיעה במיצוב העסקי ובמוניטין בטווח הזמן הקצר-בינוני. בינוני לאור אירוע הריקול, פגיעה אשר עלולה להקשות על החברה להעלות את מחירי המכירה בטווח הזמן הקצר-בינוני.

שטראוס גרופ (איחוד יחסי): % רווח תפעולי (לפני אחרות)



בשוק בברזיל אנו מעריכים כי בשנה הקרובה לא צפויות התאמות מהותיות במחירי המכירה לנוכח התאמות אשר בוצעו בפועל והדביקו את עליית מחירי הקפה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי שיעור הרווח התפעולי (לפני הכנסות/הוצאות אחרות) בכלל החברה באיחוד יחסי יעמוד בשנת 2022 בטווח של 5%-6% למול 4.9% ברבעון הראשון של שנת 2022, 9.7% בשנת 2021 ו-10.2% בממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021, ירידה זאת נובעת כאמור הן מאירוע הריקול במפעל הממתקים בנף הגליל והן מהשבתת מפעל סברה בארה"ב. נציין כי להערכתנו שני האירועים הנ"ל, על אף הפגיעה בטווח הזמן הקצר-בינוני לא צפויים להשפיע מהותית על פעילות החברה בטווח הארוך.

השפעות אירוע הריקול לצד עיכובים מהותיים ביישום תוכנית התאמות במפעל סברה יביאו לתזרים חופשי שלילי

יתרת החוב הפיננסי המותאם של החברה הסתכמה לכ-3 מיליארד ₪ ליום 31.03.2022 למול כ-2.8 מיליארד ₪ ליום 31.12.2021 וכ-2.5 מיליארד ₪ נכון ליום 31.03.2021. עיקר הגידול נובע מגידול באשראי בנקאי לז"ק בעיקר בפעילות הקפה הבינ"ל בברזיל ובעיקר בשל עלייה בלקוחות והצטיידות במלאים לאור קשיים צפויים בשרשרת האספקה למול קיטון בחוב הפיננסי (נטו) בין השנים 2019-2021. יחס חוב נטו מותאם לקאפ נטו ליום 31.03.2022 עמד על כ-46.7% למול כ-40.7% ליום 31.12.2021. להערכת מידרוג, הכרית ההונית של החברה צפויה להישחק בשנת 2022 בשל פגיעה ברווח הנקי לאור ההנחות שתוארו לעיל. מנגד אנו מניחים כי לאור התחזקות הרובל והריאל הברזילאי קרן ההון בגין הפרשי תרגום צפויה להגדיל את ההון העצמי של החברה בשונה משנים עברו. במהלך הרבעון הראשון רשמה החברה קיטון של כ-100 מיליון ₪ בקרן הון להפרשי תרגום (בשל רווחים בחברות מוחזקות) אשר יתרתה נכון ליום 31.03.2022 מסתכמת לכ-1.8 מיליארד ₪.

⁹ Commodity Markets (worldbank.org), Outlook April 2022

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להציג בשנת 2022 רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 850-900 מיליון ₪ (בהשוואה לכ-1.2 מיליארד ₪ בשנת 2021). להערכתנו סכום המקורות מפעילות (FFO) בשנת 2022 צפוי לנוע בטווח של 700-750 מיליון ₪ (למול 947 מיליון ₪ בשנת 2021). ברבעון הראשון של שנת 2022 גדלו צורכי ההון החוזר של החברה בכ-247 מיליון ₪ כאשר עיקר הגידול הינו בגין לקוחות ומלאי בתחום הקפה בברזיל לאור הגידול בפעילות זאת. אנו צופים גידול בטווח של 80-100 מיליון ₪ בצורכי ההון החוזר בשנת 2022, בין היתר לאור השפעה מהותית של עליות המחירים ברבעון ראשון ועלייה ביתרת הלקוחות, הצטיידות במלאים בתחילת השנה לאור קשיים צפויים בשרשרת האספקה כתוצאה מכך אשר צפויה להתמתן בהמשך השנה וציפייה לרבעון רביעי חזק מבחינה תזרימית. כמו כן, היקף ההשקעות ההוניות (כולל תשלומי חכירה ותכנית רכישות חריגה בהיקפה אשר קיימת אי וודאות בנוגע למימושה) עשוי לנוע סביב 750-800 מיליון ₪ לשנה. בשנת 2022 בוצעה בפועל חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בסך 290 מיליון ₪. לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה כי התזרים החופשי (FCF) בשנת 2022 יהיה שלילי בטווח של 500-550 מיליון ₪ (לאחר תשלומי חכירות) למול כ-129 מיליון ₪ בשנת 2021, זאת בעיקר לנוכח ירידה ברווחיות בעקבות אירוע הריקול והשבתת מפעלי החברה בנוף הגליל ובארה"ב וגידול בהשקעות ההוניות, בין היתר בשל שיפוצים והתאמות בשני המפעלים הנ"ל.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג ובעקבות האירועים שצוינו לעיל, צפויה החברה להציג האטה ביחס חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDA אשר צפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 3.0X - 2.0X למול 1.7X בשנת 2021 לצד שחיקה בשיעורי הרווחיות וכן FFO-CAPEX שלילי בטווח של 80-130 ₪ וזאת למול 496 מיליון ₪ לשנת 2021. יצוין כי לאורך זמן יחסי הכיסוי עשויים לנוע בטווח רחב יחסית, בעיקר בשל השפעת שערי המטבע על גובה התזרים התפעולי. יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי לפני אחרות ולפני רווחי כלולות להוצאות המימון נטו) עמד בשנת 2021 על 9.2X למול 7.4X בשנת 2020 (בנטרול הוצאת מימון חריגה עבור פירעון מוקדם של הלוואות) וזאת לאור ירידה בהוצאות המימון וצפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 5.0X - 4.5X בשנת 2022 בשל הירידה ברווח התפעולי לצד יציבות יחסית בהוצאות המימון.

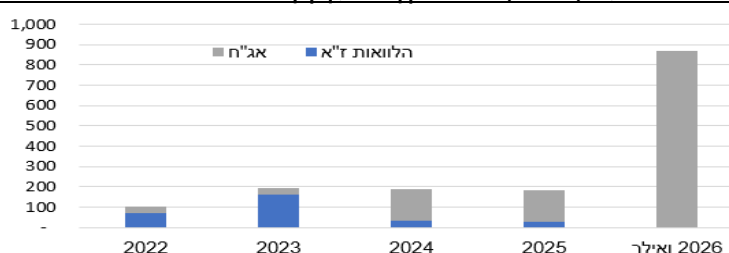
מדיניות פיננסית שמרנית ועקבית

להערכת מידרוג, לחברה ניהול סיכונים שמרני, לרבות ניהול נזילות. להערכת מידרוג, התנהלות החברה לאורך זמן, מבטאת את מדיניותה לשמירה על יחסי מינוף מתונים, במטרה לשמור על דירוג גבוה גם בתקופה הנוכחית נוכח אירוע הריקול ציינה הנהלת החברה כי הביעה מחויבות לשיפור מצבה והינה בוחנת מהלכים לשפר את תזרימי החברה ולמתן את השפעת אירוע הריקול. מידרוג מעריכה כי התכנית האסטרטגית של החברה עתידה להתבטא במיזוגים ורכישות בטווח הזמן הנראה לעין, לרבות בהיבטים של צמיחה מונעת חדשנות בקרבה לפעילויות הליבה של החברה בישראל ובחו"ל. מידרוג מצפה כי רכישות עתידיות יבוצעו באופן שקול ועקבי עם המדיניות הפיננסית השמרנית של החברה עד כה.

נזילות טובה על אף הפגיעה בפעילות ותוצאות החברה ומסגרות אשראי חתומות בהיקף משמעותי

נכון לחודש מאי 2022 לחברה מסגרות אשראי מחייבות בהיקף של כ-300 מיליון ₪ לטווח של שנה. יתרות הנזילות של החברה ליום 31.12.2021 הסתכמו בכ-788 מיליון ₪, מרביתן ברמת החברה ובחברת הקפה. בעקבות אירוע הריקול צפויה החברה להגדיל את היקף המימון הבנקאי. לחברה אמות מידה פיננסיות מול מחזיקי האג"ח ומול מלווים לחברה הבת שטראוס קפה, בהן היא עומדת במרווח גבוה.

שטראוס גרופ בע"מ (מאוחד): לוח סילוקין לפירעון קרן אג"ח והלוואות ז"א ליום 31.03.2022 במיליוני ₪



שיקולים נוספים לדירוג

מעמדה העסקי של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות בולט לחיוב ומקבל משקל נוסף בדירוג

דירוג אגרות החוב של החברה מקנה משקל נוסף למעמדה העסקי של החברה במשק הישראלי, ולנתחי השוק הנכבדים שלה בשווקי המוצר בהם היא פעילה בחו"ל, גורמים אשר להערכת מידורג הינם ממתני סיכון ותומכים בדירוגה הגבוה של החברה, וזאת מעבר לביטוי שלהם בפרמטרים האיכותיים והכמותיים במטריצת הדירוג, וביחס לחברות מדורגות אחרות. כמו כן מידורג מקנה שיקול חיובי בדירוג לאיכות הניהול העסקי והפיננסי בחברה, המתבטאת בעמידת החברה בתחזיות העסקיות לאורך השנים, בניסיון מוכח בהטמעה של פעילויות נרכשות וביחסי גומלין יציבים עם שותפים אסטרטגיים בישראל ובחו"ל.

ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידורג, לחברה חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים סביבה וחברה לצד חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים רגולציה וציות. מידורג אינה מניחה חשיפה מהותית לסיכונים מממשל תאגידי.

מטריצת הדירוג

תחזית מידורג		LTM 31.03.2022			
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]	תת-פרמטר	פרמטר
Aa.il	---	Aa.il	---	---	סיכון ענפי
Aa.il	9,000-9,500 מ' ₪	Aa.il	8,963 מ' ₪	---	היקף הכנסות
Aa.il	---	Aa.il	---	---	מעמד עסקי
A.il	5.0%-9.0%	Baa.il	3.7%	---	שיעור רווח תפעולי לפני אחרות
A.il		A.il			יציבות הרווחים
A.il	45%-50%	A.il	46.7%	חוב מותאם נטו / קאפ נטו	רמת מינוף
Aa.il	2.0X-3.0X	Aa.il	2.3X	חוב מותאם / EBITDA	
Aaa.il	700-1,000 מ' ₪	Aaa.il	799 מ' ₪	מקורות מפעולות FFO	תזרים ויחסי כיסוי
Aa.il	550-130 (130) מ' ₪	Aa.il	322 מ' ₪	FFO-CapEx	
Aa.il	4.5X-8.5X	Aa.il	6.3X	רווח תפעולי / הוצ' מימון	
Aa.il	---	Aa.il	---	---	מדיניות פיננסית
Aa2.il				דירוג נגזר	
Aa1.il				דירוג בפועל	

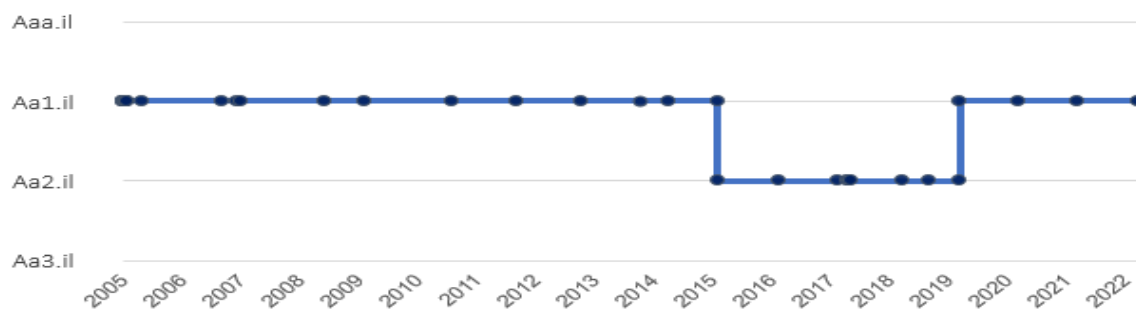
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידורג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידורג כוללת את הערכות מידורג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, ולא את הערכות המנפיק

[2] טווחי התחזית מתייחסים לשנים 2022 ו-2023

אודות החברה

שטראוס גרופ בע"מ פועלת במגזרי הפעילות העיקריים הבאים: מגזר בריאות ואיכות חיים ומגזר תענוג והנאה, המרכזים את פעילות המזון בישראל, מגזר קפה ישראל ומגזר קפה בינלאומי. פעילות קפה ישראל וקפה בינלאומי נעשית באמצעות חברה בת בבעלות מלאה "שטראוס קפה בי"ו" שאחזקתה העיקרית היא 50% בהון המניות של Trêš Corações Alimentos S.A - חברה ברזילאית המרכזת את פעילות הקפה הבינלאומית בברזיל המוחזקת עם שותפה מקומית. בנוסף, פועלת החברה בשוק הממרחים ומהטבלים המצוננים בארה"ב ובקנדה באמצעות חברת סברה ובאוסטרליה ובמקסיקו באמצעות חברת אובלה (שתיהן חברות בשליטה משותפת בהן מחזיקה החברה 50% לצד חברת "פפסיקו") וכן היא פעולת בתחום מתקני המים. שטראוס הינה חברה ציבורית המצויה בשליטה (57.13%) של משפחת שטראוס, באמצעות החברה הפרטית שטראוס אחזקות בע"מ.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[שטראוס גרופ בע"מ - דוחות דירוג](#)

[דירוג חברות תעשייה יצרנית - דוח מתודולוגי, מרץ 2021](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דוח מתודולוגי - 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 הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

01.06.2022	תאריך דוח הדירוג:
02.05.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
03.01.2005	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
שטראוס גרופ בע"מ	שם יוזם הדירוג:
שטראוס גרופ בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני 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 התחייבות פיננסית 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 והיה 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 נגרם 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>