

אסם השקעות בע"מ

דוח מעקב | מרץ 2016

1

אנשי קשר:

הדר סגל, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

hadars@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות מעריך דירוג משני

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים

i.sigal@midroog.co.il

אסם השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג מנפיק
------------------	--------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג מנפיק Aaa.il באופק יציב לאסם השקעות בע"מ ("אסם" או "החברה").

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

אסם בעלת מעמד מוביל בקרב חברות המזון בישראל עם היקף הכנסות של כ- 4.2 מיליארד ₪ בשנת 2015, כ-85% מכך בשוק המקומי. מוצרי החברה נפרסים על פני מגוון של קטגוריות בתחום המזון. לאסם סל מותגים חזקים, בעלי נתח שוק ראשון או שני בכל אחת מקטגוריות הפעילות. ניהול החברה ממוקד, יציב ושמרני, ונתמך בהשתייכות לתאגיד המזון הגדול בעולם, קבוצת נסטלה (63.68%). מאפיינים אלו תומכים ביכולת השבת רווחים גבוהה של החברה לאורך זמן.

אסם מציגה לאורך זמן צמיחה פנימית גבוהה ביחס לענף המזון בישראל, המאופיין בצמיחה מתונה. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי אסם ניצבת בפני אתגרים בצמיחה בשנה הנוכחית, נוכח ירידה במדד המחירים, בהמשך למגמה שהחלה בשנת 2014 וכן תחרות שצפויה לגבור מצד המותג הפרטי. לאורך זמן, אנו מעריכים כי לאסם יכולת להציג צמיחה בשוק המקומי, על בסיס חדשנות שיווקית וחדירה לקטגוריות פעילות חדשות, ובהתבסס על פלטפורמת הפיתוח והשיווק של נסטלה. במקביל, החברה פועלת בשנים האחרונות להרחבת הפעילות בחו"ל בתחום תחליפי בשר, הסלטים והמזון הכשר, אולם זו עדיין הינה מהווה כ-15% מסך הכנסות החברה, שיעור שצפוי להערכתנו לעלות במידה מסוימת בשנים הקרובות.

מעמדה הבכיר של החברה בשוק המזון המקומי מתבטא ברווחיות טובה ויציבה מאוד, הנתמכת גם בתהליכים מתמשכים של מיכון ויעול תהליכי הייצור וכן שימוש במערך הרכש הבינלאומי של נסטלה. מנגד, אנו מעריכים כי תחרות אנכית גוברת מייצרת לחץ על מחירי המכירה ומצמצמת את גמישות המחיר של החברה. חוק קידום התחרות בענף המזון ("חוק המזון"), שנועד להגביר את רמת התחרותיות בענף ולהוזיל את מחירי המזון, נכנס לתוקפו בינואר 2015. אנו מביאים בחשבון בשנת 2016 לחץ על הרווחיות בשוק המקומי נוכח תנאי השוק. בתרחיש הבסיס אנו מניחים צמיחה מתונה מאוד בהיקף ההכנסות בישראל, כתוצאה בעיקר מגידול האוכלוסייה וחדשנות שיווקית של אסם, כאשר מנגד, לחצי המחירים והמשך התרחבות המותג הפרטי מצד הרשתות הקמעונאיות צפויים להציב לחץ על שורת המכירות, ובסך הכל טווח הצמיחה עומד על כ-1.0%. הפעילות בחו"ל צפויה לצמוח בשיעורים משמעותיים של 5%-7% (בהתעלם מהשפעות מטבע) נוכח הרחבת סל המוצרים וחדירת החברה לשווקים נוספים. רווחיות החברה עלולה ולהישחק במידת מה נוכח הלחץ על מחירי המכירה ועלייה בהוצאות המכירה והשיווק בחו"ל. אנו מניחים כי שיעור הרווח התפעולי שעמד על כ-12.7% בממוצע בשלוש שנים האחרונות יעמוד בטווח של כ-12.5%.

לאסם פרופיל פיננסי חזק מאוד ויציב, פועל יוצא של מיקוד עסקי, יכולת ייצור מזומנים חזקה מאוד, שמרנות פיננסית וצורכי הון חוזר נמוכים. אנו מעריכים כי החברה תגדיל את היקף ההשקעות במפעלים ובקווי ייצר בשנים הקרובות, בהתאם למחזוריות ההשקעה המאפיינת אותה, אולם אנו מעריכים כי החברה תוסיף לייצר תזרימי מזומנים חופשיים בהיקף משמעותי ולהגדיל את נזילותה, גם בהתחשב בהמשך חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות עד כה. להערכתנו, רכישת מניות המיעוט על ידי נסטלה והפיכת אסם לפרטית במסגרת מהלך שאושר לאחרונה על ידי אסיפת בעלי המניות וצפוי כי יושלם בחודשים הקרובים, אינה צפויה לכשעצמה להוביל לשינויים משמעותיים בניהול, בארגון ובפעילות של אסם בטווח הקצר והבינוני. זאת ועוד, בטווח הקצר, אנו מעריכים כי מימון רכישת המיעוט ינבע ממקורות שיוזרמו מנסטלה ולא מדיבידנד מיוחד מאסם או מהלך דומה. עם זאת, אין בידינו כיום יכולת להעריך בוודאות גבוהה

את ההשפעה, בטווח הבינוני והארוך, של מהלך הרכישה האמור על חלוקת הדיבידנד מאסם, שאופיינה עד כה בשמרנות ואנו נבחן זאת לאורך זמן. אופק הדירוג היציב נתמך בצפי ליציבות ברווחיות לאורך זמן ולשימור יכולת ייצור המזומנים הגבוהה ורמת המינוף הנמוכה.

אסם (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪:

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	
3,961	4,092	4,190	4,257	4,172	הכנסות
502	511	529	542	536	רווח תפעולי
341	357	376	397	384	רווח (הפסד) נקי
4.0%	3.3%	2.4%	1.6%	-2.0%	% שינוי במכירות
12.7%	12.5%	12.6%	12.7%	12.8%	% רווח תפעולי
(300)	(150)	(150)	(150)	(150)	דיבידנד ששולם
104	60	328	471	699	יתרות נזילות
141	62	29	8	8	חוב פיננסי
547	357	343	373	410	התחייבויות פיננסיות אחרות*
53.3%	59.7%	61.9%	62.8%	65.2%	הון עצמי למאזן
1.5	0.8	0.7	0.7	0.8	יחס חוב ל-EBITDAR**
1.8	1.0	0.9	0.9	1.0	יחס חוב ל-FFO**

* התחייבויות מותנית בגין רכישת 49% ממניות מטרנה (חברה מאוחדת), החל משנת 2012
 ** יחסי הכיסוי מותאמים להתחייבויות אחרות ולהתחייבויות חכירה תפעולית

פירוט גורמי מפתח בדירוג

חברת מזון מהמובילות בישראל, בעלת סל מוצרים רחב ודפנסיבי

אסם הינה אחת משלוש חברות המזון המובילות בישראל, עם מכירות בשוק המקומי של כ-3.5 מיליארד ₪ בשנת 2015 (מתוך סך מכירות של כ-4.2 מיליארד ₪ לאותה תקופה). ישראל מהווה את שוק הפעילות העיקרי של החברה, עם כ-85% מהמכירות. לחברה סל מוצרים רחב במגוון רב של קטגוריות בתחום המזון הארוז, אולם היא אינה פועלת בתחום מוצרי החלב והינה שחקנית קטנה יחסית בתחום המשקאות. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בישראל, בעיקר באמצעות כניסה לקטגוריות פעילות חדשות (מזון לתינוקות, משקאות תה). לאסם מותגים חזקים מאוד בכל קטגוריות הפעילות, והדבר מקבל ביטוי בנתחי שוק גבוהים מאוד בכל קטגוריות הפעילות (מקום ראשון ושני). המותג אסם הינו בעל מוניטין חזק מאוד ותפיסה גבוהה של איכות ואמינות.

לאורך זמן, מציגה החברה חדשנות שיווקית גבוהה התורמת ליכולתה להציג צמיחה פנימית, גבוהה מעט מעל זו של השוק, חרף נתחי השוק הגבוהים, באמצעות השקת מוצרים חדשים, מתיחת מוצרים קיימים וכניסה לקטגוריות חדשות. החדשנות של אסם מבוססת במידה רבה על תשתית המו"פ של החברה האם נסטלה.

מכירות החברה בשוק המקומי ירדו בשנת 2015 בשיעור של כ-1.5%, כתוצאה מהעמקת מבצעים וכן בגין סיווג מחדש של הוצאות מכירה ושיווק לסעיף הנחות. על פי נתוני חברת המחקר סטורנקסט, המכר הכספי בשוק המזון בישראל עלה בשיעור של כ-1.8% בשנת 2015, לאחר ירידה בשיעור של כ-0.7% בשנת 2014 ומנגד חלה ירידה של כ-1%

במדד המחירים¹. אנו מעריכים צמיחה מתונה מאוד במכירות אסם לשוק המקומי במהלך שנת 2016. בטווח הבינוני ארוך אנו מעריכים צמיחה מתונה בטווח של 1.5%-3.0%.

בשנים האחרונות אסם ממקדת מאמצים אסטרטגיים בפיתוח ובהרחבת פעילותה הבינלאומית בקטגוריות מוצר בהן היא מחזיקה ביתרונות טכנולוגיים, ובעיקר ארוחות מוכנות, סלטים ותחליפי הבשר בשוק האמריקאי וכן תחום תחליפי הבשר בשוק האירופאי. בשוק האירופאי לאסם נתחי שוק גבוהים בתחום תחליפי הבשר (באמצעות המותגים Tivall, Halsans Kok, Garden Gourmet) אולם אלו מצויים בירידה מסוימת בשנים האחרונות ברקע צמיחת מתחרים זולים יותר. בשוק האמריקאי אסם מתמודדת (באמצעות "טרייב") עם תחרות חזקה ומאתגרת, בעיקר מצד "סברה" (שבה שותפה גם שטראוס גרופ). הכנסות אסם ממכירות לחו"ל היוו כ-15% מסך הכנסותיה בשנת 2015, בדומה לשנים קודמות, כאשר בתקופה זו חלה ירידה במכירות לחו"ל בשיעור של כ-4.6%, המיוחסת בעיקר להפסקת פעילות הפסדית של החברה ולירידה בשער האירו. להערכותינו הפעילות הבינ"ל תוסיף להוות מנוע צמיחה עבור אסם גם בשנים הקרובות, כאשר לצד המיקוד הניהולי שהושם בנושא זה בשנים האחרונות, נוכח מגמה מתמשכת של גידול בביקוש לתחליפי בשר ושל מעבר למוצרי נוחות ולמוצרי מזון טריים, בדגש על טעמים אתניים וים תיכוניים.

אסם - הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרי פעילות (לפני התאמות למואחד), במיליוני ₪ ובאחוזים:

% שינוי בהכנסות			הכנסות			
FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2013	FY 2014	FY 2015	
3%	2%	-6%	956	973	916	קולינארי
2%	1%	0%	1,117	1,134	1,131	מאפה, משקאות, חטיפים ודגני בוקו
-6%	7%	-5%	630	672	640	בינלאומי
1%	0%	-2%	359	359	350	מזון תינוקות
5%	1%	0%	412	417	418	שוק מקצועי וחבילות שי
9%	-2%	2%	716	703	718	פעילויות אחרות*
% שיעור רווח מגזרי			רווח מגזרי			
FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2013	FY 2014	FY 2015	
13%	12%	11%	123	115	100	קולינארי
22%	23%	22%	242	259	251	מאפה, משקאות, חטיפים ודגני בוקו
8%	8%	6%	52	54	41	בינלאומי
17%	17%	21%	62	62	73	מזון תינוקות
6%	7%	6%	25	28	24	שוק מקצועי וחבילות שי
4%	5%	8%	32	32	55	פעילויות אחרות*

* כולל בין השאר גלילות ומזון לבעלי חיים

ענף סוליד, בעל צמיחה מתונה ומגמה של שחיקה בגמישות המחיר

ענף המזון מאופיין בביקושים יציבים יחסית למחזוריות הכלכלית, תוך שונות בין קטגוריות המוצר השונות, ובאבחנה עיקרית בין מוצרי פרמיום ופינוק לבין מוצרי מזון בסיסיים. הענף כולל מספר יצרנים מקומיים גדולים, בעקבות תהליכי קונסולידציה מואצים שאירעו בעשורים האחרונים וכן מספר רב של יצרנים קטנים ויבואנים. חסמי הכניסה לענף, בעיקר מצד ייבוא, הונמכו בשנים האחרונות וצפויים עוד לרדת בעקבות רפורמות שננקטות על ידי הממשלה במטרה להוריד את יוקר המחיה. רמת התחרות ערה אך יציבה יחסית. התחרות העיקרית על שטחי המדף הינה מול יבואנים ומול מותגים פרטיים שבבעלות הרשתות הגדולות.

¹ טורנקסט - סיכום שנת 2015

בשנת 2015 חלה עלייה של כ- 1.8% במכר הכספי בענף המזון בישראל, וזאת על אף הירידה ברמת המחירים שנה שניה ברציפות. אנו מעריכים כי התחזקות התהודה הציבורית בישראל בנושא מחירי מוצרי הצריכה ומוצרי המזון בפרט, הצרה את גמישות המחיר של החברות הממותגות, ובהן גם אסם. לכך יש להוסיף את המיקוד הגובר של הרשתות הגדולות, ובעיקר שופרסל, במותג הפרטי, כאשר בשנת 2015 התחזק המותג הפרטי הן בהיקף המכירות והן בנתח השוק². המותג הפרטי משמש כעוגן לבידול הרשת ולהזלת סל הקנייה, והתחזקותו מתדלקת היום את התחרות בענף ומשיתה לחץ תחרותי נוסף על מחירי המכירה של היצרנים הממותגים. להערכת מידרוג, המותג הפרטי ימשיך לצמוח בישראל בשנים הקרובות בעיקר לאור רצון חברות השיווק להגדיל רווחים ולחזק את מעמדם מול היצרנים. הרגולציה בענף מתמקדת בעיקר בהסרת חסמי היבוא ובתחום ההגבלים העסקיים, והיא תוסיף להוות גורם מעורר תחרות. יצרני המזון חשופים לתנודתיות הגבוהה במחירי חומרי הגלם ותשומות הייצור כגון אנרגיה ושכר מינימום. בנוסף, אנו מעריכים כי יצרני המזון בישראל יציגו צעדי התייעלות בתגובה ללחצי המחיר הגוברים.

רווחיות טובה ביחס לשוק המקומי ויציבה

המותגים החזקים של אסם מייצרים עבודה ערך מוסף ותורמים לרווחיות גולמית טובה (40%-42% בממוצע בשנים האחרונות). במהלך שנת 2015 הרווחיות הגולמית ירדה ועמדה על שיעור של כ- 40% מסך המכירות, בין היתר לאור סיווג מחדש של הוצאות כהנחות, וכן ברקע ירידה שחלה ברבעונים האחרונים במרבית סחורות המזון, ובעיקר הקפה, שומשום, תירס שמן הסויה והחיטה. מנגד חלה עלייה במחירי הסוכר. אנו מעריכים כי אסם, בדומה לענף כולו, מתמודדת עם מגמה של כוח צרכני עולה ולחצי מחיר מצד המותג הפרטי אשר מאיימים על גמישות המחיר וצפויים ליצור לחץ על הרווחיות הגולמית גם בשנה הקרובה. להערכתנו, מעמדה העסקי של אסם מקנה לה כלים להתמודד בצורה טובה יחסית עם לחצי המחיר בענף, ובהם: חוזק המותגים ונתחי שוק משמעותיים, תפיסת איכות ומוניטין גבוהות, נוכחות גבוהה בקטגוריות מזון בסיסיות וכן יכולות טובות של רכש והתייעלות.

לאסם הוצאות שיווק ומכירה בהיקף משמעותי, התומכות במערך ההפצה הנרחב בסל המותגים ובחדשנות. בשנים האחרונות ניצבו הוצאות אלו על שיעור יציב שנע סביב ה-22% מההכנסות. אסם מציגה שיפור מתמשך ביעילות התפעולית, על בסיס השקעה בקווי ייצור חדשים, איחוד אתרי ייצור, שיפור תהליכים, התייעלות ברכש, במערכות הנתונים ובלוגיסטיקה. תהליכי השיפור בחברה נעשים, בין השאר, בתמיכת הידע ומערכות הנתונים של נסטלה ושיטופי הפעולה עמה. כך למשל, אסם נהנית ממאגר הרכש העולמי של נסטלה. בתרחיש הבסיס אנו מעריכים כי אסם תשמור על שיעור רווחיות תפעולית של סביב 12.5%, שיעור נמוך יחסית לממוצע הרב שנתי (12.7% בממוצע בשלוש השנים האחרונות), ואף זה עשוי להיות מאתגר יותר מאשר בעבר.

יחסי כיסוי מהירים, הנתמכים במינוף נמוך מאוד ותזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת

לחברה מבנה פיננסי סולידי ויציב, המתבטא בהון עצמי גבוה, המהווה כ-65% מסך המאזן, וחוב פיננסי נמוך מאוד. לצד ההון העצמי, ממומנת החברה בעיקר מאשראי ספקים. לחברה תזרים שוטף חזק מפעילות, אשר בשנים האחרונות עלה באופן מהותי על קצב ההשקעות ההוניות וחלוקת הדיבידנד, ואפשר לחברה להגדיל את יתרת המזומנים במידה משמעותית. לאחר מספר שנים של השקעות הוניות מתונות מאוד (ממוצע של כ-130 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות), היקף ההשקעות ברכוש קבוע צפוי להערכתנו לעלות במידה משמעותית בשלוש השנים הקרובות לרמה של 250-300 מיליון ₪ לשנה, בין השאר לצורך הקמת קווי ייצור ומפעלים חדשים. בשנים 2012-2015 חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בהיקף שנתי של 150 מיליון ₪, שהיווה כ-40% מהרווח הנקי. אנו מעריכים כי בטווח הקצר תשמור החברה על נוהג חלוקה זה. אנו סבורים כי רכישת מניות השליטה בידי נסטלה עשויה בעתיד להשפיע על מדיניות הדיבידנד של אסם ואנו נבחן את ההשפעה של שינוי מסוג זה, ככל שיתרחש, בהתאם להתפתחויות.

² מנתוני סטורנקסט - סיכום שנת 2015



בשנה הקרובה אנו מניחים ייצור תזרים מפעולות (FFO) שבין 500-550 מיליון ₪, השקעות הוניות של 250-300 מיליון ₪ וחלוקת דיבידנדים של כ-150 מיליון ₪. בהנחות אלו צפויה החברה לייצר תזרים חופשי שבין 50 ל-150 מיליון ₪ וזאת מבלי להתחשב בצורכי הון חוזר שעשויים להיות תנודתיים.

אנו מעריכים כי גם בעתיד החברה תוסיף לשרת את צורכי ההשקעות והדיבידנד, בעיקר ממקורותיה העצמיים, ולפיכך איננו צופים גידול בחוב הפיננסי בטווח הנראה לעין. בהתאם, יחסי הכיסוי צפויים להישמר ברמה מהירה של כיסוי חוב מותאם³ ל-EBITDA נמוך מ-1.0 וכיסוי חוב מותאם ל-FFO סביב 1.0.

אנו מניחים, בטווח הנראה לעין, כי רמת הנזילות הגבוהה של החברה תתמוך בצורכי ההשקעה הגבוהים ובשימור חוסנה הפיננסי של החברה.

אופק הדירוג

גורמים היכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל 1.5x
- פגיעה משמעותית במוניטין ו/או במותגים מרכזיים של החברה
- שינוי מהותי במדיניות הדיבידנד של החברה

אודות החברה

אסם השקעות בע"מ, ישירות וביחד עם שורה של חברות בנות ומוחזקות, פועלת בייצור ושיווק מזון בישראל ולחו"ל, ונמנית עם הקונצרנים המובילים בישראל בענף המזון. החברה מייצרת למעלה מ-2,000 פריטי מזון שונים המיוצרים כיום באתרי יצור בכל רחבי הארץ ובחו"ל ומשווקים באמצעות מרכזי הפצה אזוריים. בעלת המניות הגדולה בחברה הינה NESTLE SA (נסטלה), תאגיד המזון הבינלאומי הגדול בעולם, המחזיקה כיום כ-63.7% בהון ובזכויות ההצבעה. נסטלה צפויה בחודשים הקרובים לרכוש את מניות המיעוט באסם ולהפוך לבעלת שיעור אחזקה של 100%, מהלך בעקבותיו צפויה אסם להימחק מהמסחר בבורסה בתל אביב ולהפוך לחברה פרטית.

בין האחזקות העיקריות של הקבוצה ניתן למנות את מגדנות הבית בע"מ (100%), טבעול (1993) בע"מ (100%), שותפות מטרנה (51%), סלטי צבר תעשיות מזון בע"מ (100% באמצעות חברת טבעול) ובית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת (100%). האחזקות העיקריות של החברה בחו"ל הינן: Tribe בארה"ב, העוסקת בייצור ושיווק של סלטים מצוננים ים תיכוניים וכן ייצור ומכירה של תחליפי בשר מצוננים, המשווקים ברחבי ארה"ב וקנדה; כמו כן, החברה מחזיקה בבעלות מלאה בחברת אסם USA וחברת אסם UK, המשווקות את כלל מוצרי הקבוצה בארה"ב ובאנגליה. מנכ"ל קבוצת אסם הינו מר איציק צאיג.

³ החוב הפיננסי המותאם כולל התאמות חכירה בגין מתקני יצור מהותיים בחברה וכן את ההתחייבות בגין אופציית מכר שהוענקה לבעלי מניות מיעוט במטרנה ותפקע בשנת 2023.



דוחות קשורים

[אסם השקעות בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2015](#)

[אסם השקעות בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2014](#)

[דירג חברות תעשייה יצרניות, דו"ח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

7

תאריך דוח הדירוג: 30.03.2016

תאריך דוח קודם: 03.03.2015

תאריך מתן דירוג ראשוני: 28.05.2006

שם יוזם הדירוג: אסם השקעות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אסם השקעות 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 הגבוה 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 שאלה 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידי ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתו. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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 להתרחשות של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודדו או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי's Moody's (להלן: "מודי's"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדת ועדת הדירוג שלה.