

אלביט מערכות בע"מ

מעקב | ינואר 2017

אנשי קשר:

אבי בן-נן, ראש תחום מוסדות פיננסיים - מעריך דירוג ראשי
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלביט מערכות בע"מ

דירוג סדרה	Aa1.il	אופק דירוג: יציב
------------	--------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה").

אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1119635	Aa1.il	יציב	30/06/2016

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם. מיצובה של החברה נתמך בהיקף פעילות רחב ומגוון בתחום הביטחוני, על פני קווי מוצרים ועל פני טריטוריות גיאוגרפיות, אשר תומך ביציבות ההכנסות לאורך המחזוריות בתקציבי הביטחון בעולם. יתרונותיה היחסיים של החברה נובעים מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים רלוונטיים אשר הולמים את התמורות בתעשייה הביטחונית העולמית, לצד חשיבות אסטרטגית למערך הביטחוני בישראל. לאורך זמן, הזדמנויות הצמיחה של החברה נובעות מרכישות של חברות ופעילויות, התורמות לסינרגיות ולשיפור הערך המוסף ללקוח, כאשר לחברה טרק רקורד חיובי של מיזוגים ורכישות, לצד שיתופי פעולה עם שחקניות מקומיות במדינות הפעילות. לחברה צבר הכנסות משמעותי הנמצא במגמת צמיחה רב שנתית. יחס הצבר למכירות יציב ונע סביב 2.0 בחמש השנים האחרונות, נתון חיובי, התורם לנראות יכולת יצור ההכנסות בטווח הקצר והבינוני. הגידול הצפוי בתקציב הביטחון המשמעותי בעולם, משרד ההגנה האמריקאי, צפוי להערכתנו למתן במידת מה את השפעות התחרות בענף, אולם לחצי המחיר יוותרו גבוהים.

ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכתנו בסיכון בינוני-נמוך, והוא מושפע לטובה ממחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. במהלך השנתיים האחרונות האיומים הביטחוניים במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים ועימותים שונים עשויים להביא מדינות רבות להגדיל את התקציבים הביטחוניים. בהתאם לכך, ענף התעשייה הביטחונית בעולם צפוי להציג צמיחה מחדשת בשנים הקרובות, לאחר מספר שנים של שחיקת תקציבי הביטחון העולמיים, עם צפי לצמיחה של 3%-5% בהוצאות הביטחון בעולם עפ"י תחזיות מודיעין¹.

בתרחיש הבסיס של מידרוג ולאור פרופיל עסקי והיצע מוצרים התומך בשדה הקרב הנוכחי והעתידי, אנו צופים צמיחה של כ-3% עד 4% בצבר ההזמנות של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני שייתמך בגידול בתקציבי הביטחון. רווחיות החברה אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג אך בולטת ביציבותה, כפי שמשתקף ביחס הרווח התפעולי להכנסות (EBIT%), כאשר הרווחיות צפויה להערכתנו להיות בשיעורים הנוכחיים לאור אינטנסיביות התחרות והצורך בהשקעה במו"פ ושיווק. להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות של החברה מוגבלת נוכח הצורך לשמר יתרונות טכנולוגיים וכ"א איכותי.

החברה מציגה מקורות מפעילות (FFO) יציבים וחזקים לאורך השנים האחרונות, הנגזרים מהפיזור הרחב של ההכנסות, מרמת רווחיות סבירה ורמת מינוף מתונה. יחסי הכיסוי של החברה מהירים יחסית ושופרו לאורך השנים האחרונות בשל ירידה הדרגתית בהיקף החוב, ברקע פעילות רכישות מתונה, ושיפור מסוים ברווחיות. אנו מעריכים כי בטווח הקצר החברה תשמור על היקף החוב הנוכחי וכי ללא מיזוגים ורכישות, יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA ול-FFO צפויים לנוע בטווח של 1.2 עד 1.5 ו-1.4 עד 1.9, בהתאמה. בטווח הבינוני-ארוך אנו מביאים בחשבון כי החברה עשויה לנתב את התזרים החופשי וכן גידול מסוים בהיקף החוב לפעילות של רכישות, ומצפים כי החברה תשמור על יחסי כיסוי מהירים הולמים לדירוג. הדירוג נתמך בנזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה, נוכח יתרות נזילות ומסגרות אשראי פנויות בהיקף מהותי ביחס לשירות החוב השנתי, תזרים חופשי (FCF) צפוי חיובי ב-12 החודשים הקרובים ונגישות טובה למקורות מימון.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו להקלה בסביבה העסקית שתתמוך בפרופיל הפיננסי של החברה, כך שלא תהיה חריגה משמעותית מעבר לטווח התחזית.

¹ [2017 Outlook - Positive on Last Leg of Commercial Aerospace Supercycle, Prospects for Rising Defense Spending. \(December 2016\)](#)

אלביט מערכות בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני \$):

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	9M 2015	9M 2016	
2,817	2,889	2,925	2,958	3,108	2,221	2,306	הכנסות
116	203	239	241	269	191	194	רווח תפעולי (לפני הכנסות אחרות ו/או חד-פעמיות)
4.1%	7.0%	8.2%	8.1%	8.6%	8.6%	8.4%	שיעור רווח תפעולי
90	170	191	179	207	143	171	רווח נקי
770	755	691	704	607	613	650	חוב פיננסי מותאם*
45%	42%	36%	36%	30%	30%	29%	חוב פיננסי מותאם ל-CAP
266	342	369	363	391	281	283	EBITDA
252	308	319	254	367	259	249	FFO
2.9	2.2	1.9	1.9	1.6	1.6	1.7	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
3.1	2.5	2.2	2.8	1.7	2.0	1.8	חוב פיננסי מותאם ל-FFO

* החוב הפיננסי המותאם כולל את השווי ההוגן של מרכיב הגידור בגין החוב השקלי ואת סך ההתחייבויות העודפות לקרן פיצויים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

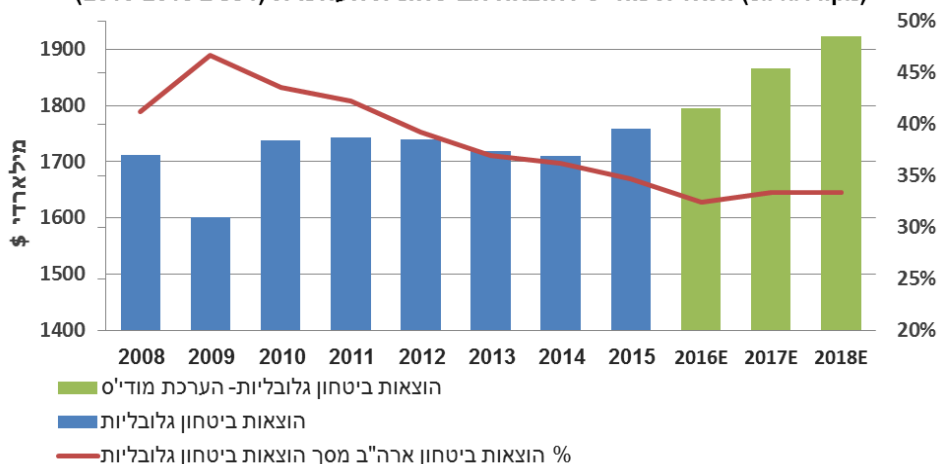
סיכון ענפי בינוני-נמוך, עם צפי לצמיחה בתקציב הביטחון העולמי בטווח הזמן הקצר והבינוני

היקף הפעילות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורלציה גבוהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים (כפי שנחזה בפועל בשנתיים האחרונות). עפ"י תחזיות מודי"ס, צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובליות בשנים 2017-18, בטווח של 3% עד 5%, בהמשך לעלייה מתונה של כ-0.8% בשנת 2015 לאחר האטה מתמשכת בשנים 2011-2014. תחזית תקציבי הביטחון בעולם נתמכת בגידול בתקציבי הביטחון בארה"ב, גידול בהוצאות של השותפות בנאט"ו כחלק ממאמץ ההגנה והשמירה על הגבולות על רקע סיכונים גיאופוליטיים, המשך עימותים ואי יציבות במזרח התיכון, מתיחות בין רוסיה למערב ואירועי טרור באזורים גיאוגרפים שונים ומגמות בדלנות במספר מדינות מרכזיות.

התפתחות תפיסת הביטחון, כפי שמקבלת ביטוי בסדרי העדיפויות הנגזרים מתקציבי הביטחון של משרד ההגנה האמריקאי ושל מדינות מערב אירופה, לשימת דגש רב יותר על לוחמה א-סימטרית במספר זירות במקביל, שימוש בכלים בלתי מאוישים, מודיעין מעקב וסיוור ולוחמת סייבר, תומכים בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכתנו, יתכן המשך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה, מערכות הגנה על החייל הבודד, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים, וזאת על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות.

ענף התעשייה הביטחונית הינו ענף גלובלי המובל על ידי תאגידי ענק אמריקנים ואירופאים, הפועלים בזיקה גבוהה לתקציבי הממשלות המקומיות. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקנים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, המהווה כ-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, בעוד התאגידים האירופיים מוטים יותר לפעילות גלובלית.

הוצאות הביטחון בעולם וחלקו של התקציב האמריקאי בשנים 2008-2015
(מקור: SIPRI) ותחזית מודי"ס להוצאה הביטחונית העולמית (לשנים 2016-2018)



הענף מצוי ברמת תחרות גוברת בשנים האחרונות, ברקע ההאטה בתקציבי הביטחון שאפיינה את השנים האחרונות ופעילות מיזוגים ורכישות מתמשכת. התחרות מתאפיינת בעיקר בלחץ על מחירי המכירה וקיצור זמני ההגעה לשוק. מאפייני סיכון נוספים בענף הינם: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. מצב זה יוצר חשיפה של קבלני המשנה למיצוב התחרות של הקבלנים הראשיים ומפחית את גמישות המחיר של החברות; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות ולצורך בניהול פרויקטים הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית.

מיצוב עסקי חזק וגמישות טכנולוגית התומכת בסל מוצרים התואם לתפיסת שדה הקרב העתידי

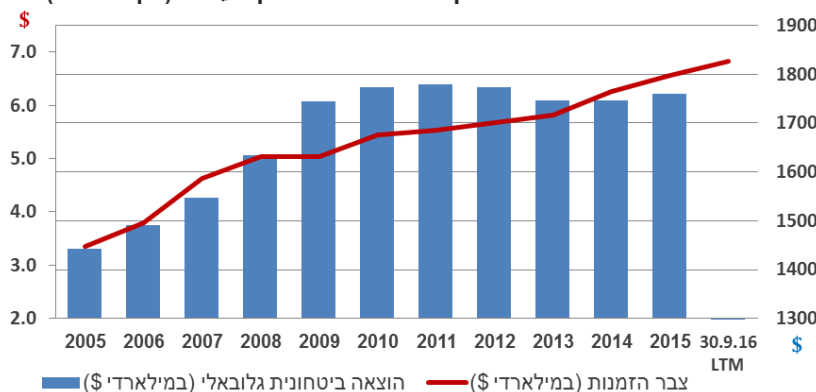
הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות רחב עם סך מכירות של כ- 3.2 מיליארד \$ בארבעת רבעונים האחרונים. לחברה גיוון רחב של ההכנסות על פני ארבעה מגזרי פעילות עיקריים: מגזר המערכות המונטסות (כ- 39% מהכנסות החברה בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2016), מגזר מערכות ה-C4ISR (כ- 38%), מגזר מערכות יבשתיות (כ- 11%) ומערכות אלקטרו-אופטיות (כ- 9%). לחברה פיזור גיאוגרפי רחב, כאשר כ- 80% מהכנסותיה לאורך השנים נובעות מייצוא (כ- 26% ממכירותיה בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2016 נובעים מצפון אמריקה, וכ- 18%, 19% ו-13% מאירופה, אמריקה הלטינית ואסיה פסיפיק, בהתאמה). פיזור לקוחות החברה רחב ומגוון גם-כן, מלבד משרד הביטחון הישראלי המהווה לקוח מהותי, ומאופיין בלקוחות בעלי איתנות פיננסית חזקה, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח. הפיזור העסקי הרחב של החברה בתוך ענף התעשייה הביטחונית תורם ליציבות הכנסותיה לאורך המחזור הכלכלי בענף.

יכולת ייצור ההכנסות של החברה הינה גבוהה להערכתנו, ונתמכת בפרופיל המוצרים בתחומי האלקטרוניקה הביטחונית, המותאם לאתגרים בשדה הקרב העתידי, כמפורט לעיל, בצפי לגידול בתקציבי הביטחון בעולם המערבי וכן בפתרונות רלוונטיים לשווקים מתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה. לחברה הוצאות מו"פ גבוהות יחסית, התומכות בהמשך שמירה על יתרונה הטכנולוגי ויכולתה לספק פתרונות הולמים לצרכי גופי הביטחון הצבאי וביטחון הפנים. לחברה ניסיון מוכח במיזוגים ורכישות אשר מביאים ליצירת סינרגיה ופיתוח עסקי של טכנולוגיות משלימות, תוך ביסוס אסטרטגיה של חדירה ומיקוד בשווקים צומחים. החברה נהנית ממוניטין ומעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים עבור מוצרים וטכנולוגיות חדשות, ואשר תורמים ל"הכשרת" מוצריה ושירותיה בעולם. מנגד, התגברות התחרות בענף לאור מגבלת התקציב בשנים האחרונות והיותה קבלן משנה בפרויקטי ייצוא רבים, עלולים להעיב על רווחיותה, הן בהיבט תמחור פרויקטים עתידיים, והן בהיבט זמן השקת המוצר וסטייה מלוחות זמניים מקוריים.

צבר הזמנות חזק מקנה נראות הכנסות טובה, אך שיעורי הרווחיות (חרף שיפור שחל בהם) אינם בולטים לטובה

לחברה צבר הזמנות בהיקף משמעותי של כ- 6,836 מיליון דולר, נכון ליום ה- 30.09.2016, המבטא גידול של כ- 4% בהשוואה לסוף שנת 2015. יחס הצבר להכנסות, אשר עומד סביב 2.0 לאורך השנים האחרונות, מקנה להכנסות החברה נראות גבוהה ומגן בצורה טובה מפני שינויים בלתי צפויים בסביבה העסקית בטווח הזמן הקצר-הבינוני. הפיזור הרחב של הצבר בין טריטוריות גיאוגרפיות ובין פרויקטים שונים מממן במידת מסוימת את סיכון המחזוריות הענפית ותומך ביציבות ההכנסות לאורך זמן. רמת הרווחיות של החברה אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג, אם כי שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית יציבים ובמגמת שיפור קלה בשנים האחרונות, ונעים בטווחים של כ- 28%-29% ו- 8.6%-7.0%, בהתאמה, בשנים 2012-2015. להערכתנו, החברה מאופיינת בגמישות תפעולית נמוכה יחסית. יתרונה הטכנולוגי של החברה ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרים מהוצאות מו"פ גבוהות, אשר מהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה (שיעור המו"פ נטו, בקיזוז השתתפות חיצונית במו"פ עומד על כ- 7.7% בממוצע בשלוש השנים האחרונות). מידורג מעריכה כי עלויות המו"פ ייוותרו גבוהות בטווח הזמן הקצר והבינוני לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מיצובה בענף ויתרונותיה היחסיים. להערכתנו, יכולת ההתיעלות של החברה נמוכה יחסית, נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיכולתה להתחרות בענף, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינמיים לצרכים משתנים.

צבר הזמנות החברה ביחס לסך ההוצאות הביטחון העולם (מקור: SIPRI)



בתרחיש הבסיס של מידורג, אנו מניחים גידול בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני בשיעור של 3% עד 4%, הנגזר מהגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת וכן מצפי להמשך צמיחת הצבר בשיעור דומה, על בסיס הערכתנו לגידול בהוצאת הביטחון המצרפית העולמית, בהתחשב בשונות הערכתנו לגבי האזורים הגיאוגרפיים השונים. בנוסף, אנו מניחים המשך תחרות גבוהה, בדגש על לחצים גוברים לעמידה ב"ז", בתקציב ובקיצור זמני ההשקה, אשר יחייבו המשך השקעה במו"פ ושיווק, כאשר שיעורי הרווחיות התפעולית צפויים לנוע בין 7.5% ל-8.5%, בטווח זמן זה. בצד האיומים על רמת הרווחיות אנו מזדהים לחצים תחרותיים וכן חשיפה מסוימת לתנודתיות בשערי החליפין.

צפי להמשך ייצור תזרימים חזקים ויציבים, הגוזרים יחסי כיסוי הולמים יחסית לדירוג

לפי תרחיש הבסיס של מידורג, החברה צפויה להציג רווח תפעולי (לפני הכנסות אחרות) מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) של -390 מיליון \$ בשנים 2016-2017 (כ-393 מיליון \$ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.9.2016) ותזרימים מפעולות (FFO) של -320 מיליון \$.

החברה רשמה ירידה בהיקף החוב הפיננסי בשנים האחרונות, ברקע פעילות מיזוגים ורכישות מתונה יחסית וצורכי השקעה נמוכים יחסית להיקפי התזרימים התפעוליים. היקף החוב הפיננסי נגזר גם מצורכי ההון החוזר, אשר גדלו במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2016 והובילו את החברה לגייס אשראי לז"ק ולעלייה מסוימת בהיקף החוב. אנו מניחים כי החברה תמשיך ברמת החלוקה הקיימת של כ-35% מהרווח הנקי כדיבדנד לבעלי המניות ותשקיע באופן שוטף 90-100 מיליון \$ לשנה. אנו מעריכים כי החברה תוסיף לבצע מיזוגים ורכישות כחלק מאסטרטגיית הצמיחה וההתרחבות. תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי החברה תשמר את רמת החוב הקיימת בטווח הזמן הקצר, תוך צבירת מזומנים מתוך תזרימים חופשי (FCF) חיובי, אולם בטווח הבינוני החברה עשויה להגדיל את רמת החוב למימון ההתרחבות.

יחסי הכיסוי המותאמים של החברה צפויים להערכתנו להיוותר מהירים והולמים לרמת הדירוג, עם יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם² ל-EBITDA ול-FFO ינועו בטווח של 1.2-1.5 ושל 1.4-1.9, בהתאמה, בטווח התחזית, כאמור ללא הנחת לרכישות משמעותיות. לחברה רמת מינוף וכריות הונות סבירות, כפי שנגזר מיחס חוב פיננסי מותאם ל-CAP, של כ-29.4% ליום ה-30.09.2016, זוהי רמת מינוף סבירה אשר תומכת ביכולתה של החברה לספוג הפסדים חד-פעמיים בלתי צפויים. להערכתנו, כריות ההון ימשיכו להיבנות מצבירת הרווח הנקי ומעל לחלוקת דיבידנדים.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

נזילות החברה נתמכת בתזרימים מזומנים חזקים מפעולות, צורכי השקעה מתונים יחסית ומסגרות אשראי פנויות בהיקפים מהותיים. כמו כן לחברה יתרות נזילות בהיקף מהותי, העומדות כנגד צורכי הון חוזר תנודתיים, הנובעות גם מאופי הפעילות הפרויקטלי ומהיקף משמעותי של מקדמות מלקוחות. להערכתנו, מבלי להניח ביצוע של רכישה מהותית, תייצר החברה ב-12 החודשים הקרובים תזרימים חופשי חזק אשר יתמוך בשירות החוב השנתי ובכריות הנזילות, גם נוכח לוח סילוקין נוח יחסית. לחברה גמישות פיננסית גבוהה נוכח רמת מינוף מתונה, גיוון של מקורות מימון ונגישות טובה לגורמים המממנים. החברה עומדת במרווח מספק להערכתנו, במספר אמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס לחובותיה.

² חוב פיננסי מותאם למרכיב הגידור וכולל עודף התחייבות לפיצוי עובדים מעל לשווי הנכסים בגין התחייבות זו.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בצבר ההזמנות שתפגום ביכולת ייצור ההכנסות
- מיזוגים ורכישות שיעלו את רמת המינוף של החברה במידה משמעותית ויאטו את יחסי כיסוי החוב
- חלוקת דיבידנד נרחבת אשר יהיה בה להגדיל את רמת המינוף של החברה

אודות החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה ישראלית רב לאומית, העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות, בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק מערכות לוחמה אלקטרוניות לשימושים צבאיים באוויר, בים וביבשה. החברה משמשת הן כקבלנית ראשית של פתרונות עבור צבאות וממשלות והן כספקית של מוצרים ומערכות עבור יצרניות מובילות בתעשייה הביטחונית בעולם. החברה נמצאת בבעלות מר מיכאל פדרמן בשיעור 45.8% (בשרשור) והיתרה מוחזקת בידי גופים מוסדיים והציבור. החברה מעסיקה כ- 12,500 עובדים, רובם בישראל והיתר בחברות בנות ברחבי העולם.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלביט מערכות בע"מ מעקב ינואר 2016](#)

[דירוג חברות תעשייה ביטחונית דו"ח מתודולוגי פברואר 2014](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	12.01.2017
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	11.01.2016
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	13.05.2010
שם יוזם הדירוג:	אלביט מערכות בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	אלביט מערכות בע"מ

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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.

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

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים 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 ידה 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 צריכים 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 מדרג.

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 לתקף 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 בהכנתן. 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 להתרחשותו 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 ידה 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 בזדון 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 ידה 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'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.