

אלביט מערכות בע"מ

מעקב | ינואר 2019

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות - מעריך דירוג ראשי

i.sigal@midroog.co.il

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

liatk@midroog.co.il

אלביט מערכות בע"מ

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

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה א) שהנפיקה אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה") ומותירה על כנו את הדירוג Aa1.il תוך שינוי אופק הדירוג לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1119635	Aa1.il	שלילי	30.06.2020

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מהשחיקה שאנו צופים בפרופיל הפיננסי של החברה בעקבות רכישת תעש מערכות בע"מ ("תעש") בחודש נובמבר 2018, נוכח זאת שהעסקה המשמעותית כרוכה בגידול בחוב הפיננסי, לרבות גידול בהתחייבויות פנסיוניות בקשר עם עובדי תעש וזאת לצד הערכתנו לתרומה שלילית של תעש לרווחיות ולתזרימי המזומנים של אלביט, לפחות בשנה הקרובה. מידרוג מעריכה את הגידול בחוב המותאם הכרוך בעסקה ובאיחוד תעש בכ-700 מיליון \$, לרבות התחייבויות בקשר עם תכנית לפרישה מוסכמת בתעש. בתרחיש הבסיס, מידרוג אינה צופה כי אלביט תקטין את החוב הפיננסי במידה מהותית בשנים 2019-2020 באמצעות תזרים חופשי מפעילותה. בתרחיש זה, מידרוג צופה בשנים אלו האטה ביחסי כיסוי החוב של אלביט (באיחוד עם תעש) לרמה של 3.0X חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA ו-3.6X חוב פיננסי מותאם ל-FFO, זאת לעומת 1.8X ו-2.3X ליום 30.09.2018, ערב העסקה. להערכת מידרוג, בתרחיש אופטימי יותר לגבי הצלחתה של אלביט להשביח את רווחיותה של תעש, יחסי הכיסוי עשויים לנוע בטווח מהיר יותר ביחס לתרחיש הבסיס, אם כי איננו מניחים זאת לפני שנת 2020. רמת המינוף העתידית תושפע גם ממדיניות הפיננסית של אלביט לגבי רכישות נוספות וחלוקת דיבידנדים, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מניח את המשך מדיניות החלוקה הקיימת וכן רכישות חדשות בהיקף מתון בלבד. דירוג החברה עלול לרדת בטווח של 12-24 החודשים הקרובים ככל שמידרוג תעריך בוודאות גבוהה כי אין ביכולתה של החברה לשקם את יחסי הכיסוי למטה מ-2.5X חוב ל-EBITDA או לחילופין, במידה בה נעריך כי השחיקה במיצובה הפיננסי של החברה גבוהה מהערכותינו.

דירוג החברה אושר מחדש נוכח מיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם. מיצובה של החברה נתמך במוניטין בינלאומי גבוה ובהיקף פעילות רחב ומגוון בתחום הביטחוני, עם היקף הכנסות של כ-3.6 מיליארד \$ בארבעת הרבעונים האחרונים, הנפרש על פני מספר קווי מוצר וטריטוריות גיאוגרפיות, ובמידה התומכת ביציבות ההכנסות לאורך המחזוריות בתקציבי הביטחון בעולם. יתרונותיה היחסיים של החברה נובעים מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים חדשניים ורלוונטיים אשר הולמים את התמורות בתעשייה הביטחונית העולמית. על בסיס מאפיינים אלו, מציגה אלביט לאורך השנים האחרונות צמיחה משמעותית בצבר ההזמנות ובהכנסות. לאורך זמן, ההזדמנויות הצמיחה של החברה נובעות מרכישות של חברות ופעילויות להשגת סינרגיה ולשיפור הערך המוסף ללקוח, כאשר לחברה טרק רקורד חיובי מפעילות מיזוגים ורכישות. רווחיות אלביט אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג, אך בולטת ביציבותה, עם טווח רווח תפעולי (לפני הכנסות/הוצאות אחרות) של 8.0%-9.0% בשלוש השנים האחרונות. להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות של החברה מוגבלת נוכח הצורך לשמר יתרונות ומובילות טכנולוגיים וכ"א איכותי. מידרוג מעריכה כי הלחצים התחרותיים בתעשייה הביטחונית הבינלאומית ואסטרטגיית הצמיחה של אלביט יוסיפו לייצר לחץ על הרווחיות.

להערכת מידרוג, רכישת תעש משתלבת באופן הולם עם נכסיה של אלביט, תוך שהעסקה משלימה את יכולותיה בתחום מערכות ההגנה האקטיבית ובתחום מוצרי הארטילריה הרקטית המדויקת וכן בתחום השבחת רק"מ. להערכת מידרוג, אבני הבניין של אלביט בתחום הפיתוח וההנדסה של מערכות לחימה אלקטרוניות מקנות פוטנציאל לאינטגרציה עם חלק ממערכות הלחימה של תעש ולהשבחתן. מידרוג רואה פוטנציאל לסינרגיה שיווקית של מכירות תעש בתוך אלביט, על בסיס הפריסה הבינלאומית הרחבה של אלביט

¹ הנתונים הכמותיים לעיל ולהלן מתייחסים לפעילותה של אלביט מערכות לפני רכישת תעש, אלא אם נכתב כי הנתון הינו פרופורמה לרכישה או שהוא מבוסס על תחזית לחברה המאוחדת.

ושילוב כוחות במספר טריטוריות. בנוסף, הנוכחות המבוססת של אלביט בשוק הביטחוני האמריקאי עשויה להוות מנוף לשיווק מוצריה של תעש בשוק זה. עם זאת, מידרוג אינה יכולה להעריך ולבסס באופן כמותי את מידת הסינרגיה השיווקית בין שתי החברות ואת פרק הזמן הנדרש למיציאה ולכן היא לא נכללה בתרחיש הבסיס של מידרוג. להערכתנו, רכישת תעש מגדילה את חשיבותה האסטרטגית של אלביט עבור משרד הביטחון הישראלי, עם היקף מכירות צפוי מול מערכת הביטחון המקומית של 1.2-1.3 מיליארד \$ לחברה המאוחדת (נתוני פרופורמה כפי שנאמדו על ידי מידרוג).

מידרוג מזהה אתגרים ארגוניים ופיננסיים עבור אלביט בעסקת רכישה זו. תעש מתמודדת שנים ארוכות עם קושי להגדיל את הכנסותיה ולשפר את רווחיותה נוכח יעילות תפעולית נמוכה וקשיי תזרים. בשנים האחרונות ביצעה תעש שורה של מהלכי התייעלות אולם תעש עדיין רושמת הפסדים גבוהים. עסקת הרכישה מלווה בתכנית פרישה מוסכמת של עובדי תעש בהיקף משמעותי. אלביט נדרשת לשאת בעלות הפרישה וכן לתמוך בצורכי ההון החוזר של תעש - מהלכים אשר משיתים על אלביט התחייבויות משמעותיות, נוסף לעלות הישירה הכרוכה ברכישת תעש, אך צפויים ליצור שיפור במבנה העלויות. מנגד, העסקה מעמידה, בטווח הבינוני-ארוך פוטנציאל לפיצוי כספי משמעותי עבור תעש מידי המדינה, עם פינוי קרקעות רמת השרון והעתקת פעילותה למתחם רמת בקע בנגב, כאשר עיקר סכומי הפיצוי אינם צפויים לפני שנת 2023. המורכבות של העסקה ומערך ההסכמים המציב אבני דרך למספר שנים קדימה, מעלים בשלב מוקדם זה אי וודאות לגבי שלבי הפינוי-בינוי. מידרוג מעריכה כי ניסיונה המוצלח של אלביט בביצוע מיזוגים ורכישות גדולים בעבר תומכים בהתמודדותה עם אתגרים אלו.

ענף התעשייה הביטחוני העולמי מאופיין להערכתנו בסיכון בינוני-נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. הענף החל להציג צמיחה מחודשת בשנתיים האחרונות, עם צפי לצמיחה של 3%-5% בהוצאות הביטחון בעולם בשנת 2019 עפ"י תחזיות מודי'ס וזאת בהובלת הגידול בתקציב הביטחון האמריקאי.

תרחיש הבסיס של מידרוג צופה צמיחה שנתית של 3% עד 4% בצבר ההזמנות של אלביט בשנים 2019-2020, שייתמך בין היתר בגידול בתקציבי הביטחון ובהיצע המוצרים של החברה התומך בצרכי שדה הקרב הנוכחי והעתיד. באיחוד עם הכנסותיה של תעש, היקף ההכנסות הצפוי על ידינו לחברה המאוחדת נאמד בטווח 4.3-4.5 מיליארד \$ לשנה בשנות התחזית. רווחיות התפעולית של אלביט (ללא תעש וללא הכנסות/הוצאות אחרות) צפויה להערכתנו להיוותר במרכז הטווח 8%-9% אולם איחודה של תעש צפוי להוריד את הרווחיות התפעולית לטווח נמוך יותר של 7%-8% (ללא הכנסות/הוצאות אחרות), כאשר בתרחיש זה של מידרוג מגולמת הנחה לשיפור ברווחיות הגולמית של תעש עם יישום הדרגתי של תכנית הפרישה המוסכמת ושיפור ניהול ההון החוזר וכן הנחה לסינרגיה תפעולית מוגבלת בין אלביט ותעש בטווח הקצר-בינוני. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח EBITDA של כ-430 מיליון \$ לאלביט בשנת 2018 (לפני איחוד תעש) ובטווח של 430-470 מיליון \$ לשנה בשנים 2019-2020, באיחוד עם תעש. לחברה נזילות סבירה, הנשענת בעיקר על מסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי, אך הנזילות אינה בולטת לטובה נוכח צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים וצורך במחזור חוב משמעותי בשנים 2019-2020, זאת למול תזרים חופשי (FCF) שלילי עד חיובי מתון בשנה הקרובה.

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

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	9M 2017	9M 2018	
2,958	3,108	3,260	3,378	2,368	2,606	הכנסות
241	269	281	319	216	209	רווח תפעולי (לפני אחרות)
8.1%	8.6%	8.6%	9.5%	9.1%	8.0%	שיעור רווח תפעולי
36.3%	30.5%	24.8%	24.2%	28.6%	29.2%	חוב פיננסי מותאם* ל-CAP
1.9	1.6	1.3	1.3	1.6	1.8	חוב פיננסי מותאם* ל-EBITDA
2.8	1.7	1.6	1.4	1.8	2.3	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, צפי לצמיחה בתקציבי הביטחון העולמיים 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 מעת לעת, כמו גם בשל משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי הממשלות כפי שהיה בתחילת העשור הנוכחי. האיומים הביטחוניים במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים, עימותים ומתחים במקומות שונים בעולם הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים האחרונות, בד בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית. בהתאם לכך, עפ"י תחזיות מודי'ס², צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובאליות בשנים 2018-2019 בטווח של 3.0%-5.0%, בהמשך לעלייה שנתית מתונה בשיעור ממוצע של כ- 1.0% בשנים 2015-2017, ולאחר האטה מתמשכת בשנים 2011-2014 (ע"פ נתוני SIPRI). תחזית הגידול בתקציבי הביטחון בעולם נתמכת בצפי לגידול הוצאות הביטחון של ארה"ב, המהווה 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, עם אישור לאחרונה של תקציב בסיס גבוה יותר ע"י ממשל טראמפ. נוסף על כך, צפי זה לצמיחה מתבסס על גידול בהוצאות המדינות החברות בברית נאט"ו ומדינות נוספות, כחלק ממאמץ ההגנה והשמירה על הגבולות על רקע סיכונים גיאופוליטיים, קונפליקטים צבאיים וביטחוניים מתמשכים לצד אי יציבות בחלקים שונים בעולם. אלו כוללים את המתיחות בין רוסיה וסין למערב, אירועי טרור באזורים גיאוגרפים שונים ומגמות בדלנות במספר מדינות מרכזיות בעיקר באזור המזרח התיכון ובאסיה. עם זאת, במודי'ס מעריכים כי מרבית מדינות נאט"ו לא יעמדו ביעד ההוצאה של 2.0% מהתמ"ג. הענף מצוי ברמת תחרות גבוהה יחסית, עם מיקוד תקציבי הביטחון, מרכיב גבוה יותר של חוזים במחיר קבוע, בעיקר מצד משרד הביטחון האמריקאי, קיצור זמני הגעה לשוק ועמידה בל"ז, וזאת בהמשך למספר שנים של האטה, אשר הובילו לכניסת חברות בינ"ל גדולות למדינות מתפתחות, ללחץ על מחירי המכירה, וכן לדרישות גוברות מצד הלקוחות לגידול במו"פ העצמי של החברות, ולתנאי מימון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הלקוחות. רמת התחרות הובילה בשנים האחרונות למגמה גוברת של מיזוגים ורכישות בענף אשר נבעו מהרצון להרחיב את מגוון הפתרונות והמוצרים הכולל וליצור יתרון משמעותי יותר לגודל במטרה להתמודד על תקציבים מלקוחות אסטרטגיים.

התפתחות תפיסת הביטחון, כפי שמקבלת ביטוי בסדרי העדיפויות הנגזרים מתקציבי הביטחון של משרד ההגנה האמריקאי ושל מדינות מפותחות (בעיקר ממערב אירופה), מובילה להסטת תקציבים לתחום הלוחמה האווירית על חשבון הלוחמה היבשתית ולשימת דגש רב יותר על לוחמה א-סימטרית מדויקת במספר זירות במקביל, שימוש במערכות ובכלים בלתי מאויישים, מודיעין מעקב וסיוור ולוחמת סייבר. ככלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידורג, צפוי המשך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה (ש"ב), הגנה ברמת החייל הבודד, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים (HLS) ומערכות טילים מדויקים.

מאפייני סיכון נוספים בענף הינם: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. קבלני המשנה חשופים למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומאופיינים בגמישות מחיר פחותה; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, יוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת בניהול פרויקטים באופן הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית; סיכונים אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות מסויימים שתורמות למאפייני הנזילות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מהידע והיכולות הטכנולוגיות הגלומות בפעילות.

אבני הבניין של אלביט בהנדסה ואינטגרציה של מערכות לחימה אלקטרוניות מקנות פוטנציאל להשבחה של מערכות הלחימה תעש והרחבת החדירה הטריטוריאלית

הפרופיל העסקי של אלביט מערכות נתמך במחזור פעילות בהיקף משמעותי, עם סך מכירות של כ- 3.6 מיליארד \$ בארבעת רבעונים האחרונים שהסתיימו ביום 30.9.2018, ובגיוון רחב על פני ארבעה מגזרי פעילות עיקריים: מגזר המערכות המוטסות (כ- 39% מהכנסות לתקופה זו), מגזר מערכות C4ISR (כ- 33%), מגזר מערכות יבשתיות (כ- 16%) ומערכות אלקטרו-אופטיות (כ- 9%). כ- 79% מהכנסות

² [Aerospace and defense – Global: 2019 outlook](#)

החברה בממוצע בשלוש השנים האחרונות נבעו מייצוא והן מאופיינות בפיזור גיאוגרפי רחב (כ- 26% ממכירותיה בארבעת הרבעונים שעד 30.9.2018 נובעים מצפון אמריקה, כ- 21% מאסיה-פסיפיק, כ-20% מאירופה, וכ- 5% נוספים מאמריקה הלטינית). להערכת מידרוג, הפיזור העסקי הרחב של החברה בין טריטוריות גיאוגרפיות ובין פרויקטים ומוצרים רבים ושונים בתוך ענף התעשייה הביטחונית תורם ליציבות הכנסותיה לאורך המחזור הכלכלי וממתן במידת מסוימת את סיכון המחזוריות בענף. מנגד, לחצי המחירים הגבוהים בענף והיותה של אלביט קבלן משנה בפרויקטי ייצוא רבים, עלולים להעיב על רווחיותה, הן בהיבט תמחור פרויקטים עתידיים, והן בהיבט זמן השקת המוצר וסטייה מלוחות זמניים מקוריים. מעמדה של אלביט נתמך בפרופיל המוצרים בתחומי האלקטרוניקה הביטחונית, המותאם לאתגרים בשדה הקרב העתידי, כמפורט לעיל, 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, ביטחון הפנים וצרכים אזרחיים. לחברה ניסיון מוכח במיזוגים ורכישות אשר מביאים ליצירת סינרגיה ופיתוח עסקי של טכנולוגיות משלימות, תוך ביסוס אסטרטגיה של חדירה ומיקוד בשווקים צומחים.

ביום 25.11.2018 השלימה אלביט את הרכישה של 100% מהון המניות של תעש שהוחזקו בידי מדינת ישראל, בתמורה לכ-495 מיליון \$ (כ-1.8 מיליארד ₪) ובנוסף תשלום עתידי של כ-27 מיליון \$ (כ-100 מיליון ₪) מותנה בביצועים של תעש כפי שנקבעו בהסכם המכירה. להערכת מידרוג, רכישת תעש מהווה נדבך באסטרטגיה ארוכת הטווח של החברה להרחיב את סל המוצרים והמערכות שמציעה אלביט ללקוחותיה בעולם וכן עבור משרד הביטחון הישראלי. העסקה עומדת בדגש על שילוב המוצרים של תעש בחטיבת היבשה של אלביט והשבחת הפתרונות של שתי החברות בתחום זה באמצעות יכולות האינטגרציה הגבוהות של אלביט בתחום הנדסת מערכות הגנה מתקדמות. להערכת מידרוג, פוטנציאל האינטגרציה וההשבחה מצוי בתחומים של פתרונות מערכתיים, מערכות הגנה אקטיביות מפני טילים ("חץ דורבן"), חימוש מונחה מדויק (מוצרי ארטילריה רקטית וארטילריה קנית של תעש) והגנת רק"מ. כך למשל, מערכת ההגנה האקטיבית "חץ דורבן" שפיתחה תעש, מהווה פוטנציאל עסקי עבור אלביט לנצל את היתרונות היחסיים של "חץ דורבן" ולהשביח את הפתרון בשילוב עם פתרונות משלימים של אלביט בתחום השו"ב, אלקטרו-אופטיקה והנדסת אלקטרוניקה. בנוסף, תחום מערכות הארטילריה הרקטית בתעש מאופיין בפרויקטים גדולים המשלבים משגרים, חימוש מונחה, רקטות מדויקות ואינטגרציה עם מרכיבי שו"ב אחרים הנדרשים לצורך מתן מענה כולל. לתעש מעמד חזק בתחום חימוש מונחה מדויק לפגיעה במטרות נייחות. מכירות תעש בתחום זה מיועדות לייצוא ולמשרד הביטחון והן משלימות את סל המוצרים של אלביט. הן לתעש והן לאלביט מעמד דומיננטי בתחום השבחת רק"מ עבור צה"ל והשילוב בניהן עשוי ליצור לאלביט פוטנציאל עסקי בתחום זה. מידרוג רואה פוטנציאל לסינרגיה שיווקית של מכירות תעש בתוך אלביט, על בסיס הפריסה השיווקית הרחבה של אלביט בטרטוריות בינלאומיות, ובהינתן כי מרבית מכירותיה של תעש כיום מופנות לשוק המקומי. בנוסף, מעמדה המבוסס של אלביט בשוק הביטחוני האמריקאי עשוי להוות מנוף לשיווק מוצריה של תעש בשוק זה. עם זאת, מידרוג אינה יכולה להעריך ולבסס באופן כמותי את מידת הסינרגיה השיווקית בין שתי החברות ואת פרק הזמן הנדרש למיצוי ולכן היא לא נכללה בתרחיש הבסיס של מידרוג.

להערכת מידרוג, רכישת תעש תורמת לחשיבותה האסטרטגית של אלביט עבור משרד הביטחון הישראלי, עם היקף מכירות צפוי של 1.2-1.3 מיליארד \$ לחברה המאוחדת מול מערכת הביטחון המקומית (אומדן פרופורמה), לעומת כ-740 מיליון \$ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2018, אם כי חשיבותה של אלביט בשוק המקומי הוערכה על ידינו מלכתחילה כגבוהה. משרד הביטחון הישראלי מהווה לקוח עוגן מהותי של החברה, בדומה לחברות ביטחוניות אחרות, ועוד טרם לרכישת תעש נהנית אלביט ממוניטין ומעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים עבור מוצרים וטכנולוגיות חדשות, ואשר תורמים ל"הכשרת" מוצריה ושירותיה בעולם. להערכת מידרוג, המכירות למשרד הביטחון הישראלי מאופיינות ברווחיות נמוכה בהשוואה לחלק מהטרטוריות בעולם והדבר מוסיף ללחצי הרווחיות.

עסקת רכישת תעש מורכבת וכוללת אבני דרך ארוכי טווח המציבים בפני אלביט אתגרים תפעוליים לצד התחייבויות גבוהות

מידרוג מזהה אתגרים ארגוניים ופיננסיים עבור אלביט בעסקת רכישת תעש בשלושה מישורים עיקריים: מישור ראשון הצפוי בטווח הקצר והבינוני הינו הטמעת הרכישה של תעש והתמודדות תעש עם תכנית רחבה לפרשה מוסכמת של עובדי תעש אשר נחתמה מול וועד העובדים וההסתדרות. תכנית זו צפויה לצאת אל הפועל בשנים הקרובות באופן הדרגתי. שנית, תעש נדרשת לשקם את תזרים המזומנים השוטף במטרה לתמוך בגידול במכירותיה, בהשקעה במו"פ ובשיפור הרווחיות. תעש מתמודדת שנים ארוכות עם קושי להגדיל את הכנסותיה ולשפר את רווחיותה נוכח יעילות תפעולית נמוכה וקשיי תזרים. בשנים האחרונות ביצעה תעש שורה של מהלכי

התייעלות, אולם תעש עדיין רושמת הפסדים גבוהים. מישור נוסף הינו התחייבות אלביט במסגרת העסקה לפנות את מרבית שטחי תעש ברמת השרון והעתקת פעילות תעש לרמת בקע בנגב - שני אלו מתוכננים לטווח הבינוני והארוך, ועד לשנת 2025. מנגד, העסקה מעמידה, בטווח הארוך (בעיקר בשנת 2023) פוטנציאל לפיצוי כספי משמעותי עבור תעש מידי המדינה, עם פינוי קרקעות רמת השרון והעתקת פעילותה של תעש לנגב וכן פינוי מקרקעין נוספים המשמשים את תעש כיום. מערך ההסכמים בין אלביט, תעש וגופי המדינה (משרד הביטחון, רמ"י ואחרים) הינו מורכב ומציב אבני דרך לאורך מספר שנים קדימה ועלול לעמוד בפני מהמורות שלא ניתן לחזותן בשלב מוקדם זה. מידרוג מעריכה כי ניסיונה המוצלח של אלביט בביצוע מיזוגים ורכישות גדולים בעבר יתרום להתמודדותה עם אתגרים אלו.

צבר ההזמנות החזק תומך בהמשך הצמיחה בהכנסותיה של אלביט, לצד שחיקה ברווחיות נוכח האיחוד של תעש

צבר הזמנות של החברה רשם צמיחה גבוהה של כ-6% ב-4 הרבעונים האחרונים והסתכם בכ- 8.1 מיליארד \$, נכון ליום ה-30.9.2018. יחס הצבר להכנסות עמד על כ-2.2, בדומה לסוף שנת 2017 וגבוה מהמוצע בשנים קודמות, נוכח תמהיל גבוה יותר של חוזים ארוכי טווח. יחס הצבר להכנסות מקנה נראות הכנסות גבוהה ומגן בצורה טובה מפני שינויים בלתי צפויים בסביבה העסקית בטווח הזמן הקצר-הבינוני. רווחיות החברה נשחקה במהלך שנת 2018 כתוצאה מאסטרטגיית הצמיחה של החברה בשנים האחרונות והיא אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. שיעור הרווח הגולמי להכנסות עמד על 28.4% ב-9 החודשים הראשונים של 2018 לעומת ממוצע תלת שנתי של 29.3% ושיעור הרווח התפעולי להכנסות עמד על 8.0% לעומת ממוצע תלת שנתי של 8.9%. להערכתנו, החברה מאופיינת בגמישות תפעולית נמוכה יחסית. יתרונה הטכנולוגי של החברה ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרים מהוצאות מו"פ אשר מהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה (שיעור המו"פ נטו, בקיזוז השתתפות חיצונית במו"פ עומד על כ-8.9% בממוצע בשלוש השנים האחרונות). מידרוג מעריכה כי עלויות המו"פ יוותרו גבוהות בטווח הזמן הקצר והבינוני לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מיצובה בענף ויתרונותיה היחסיים. להערכתנו, יכולת התייעלות 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.

תרחיש הבסיס של מידרוג ביחס לפעילותה של אלביט ללא תעש, מניח גידול של 3%-4% בצבר ההזמנות בשנה הקרובה. מידרוג מעריכה צמיחה בהכנסות החברה בשנת 2018 בשיעור של כ-7% ובשנת 2019 בשיעור של כ-4%, הנגזר בעיקר מהגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת וכן מהצפי להמשך צמיחתו. מידרוג מניחה המשך לחצים על רמת התמחור, עמידה בתקציב הפריקט וקיצור זמני ההשקה, אשר יחייבו המשך השקעה במו"פ ושיווק, כאשר הרווחיות התפעולית (לפני הוצאות/הכנסות אחרות) צפויה לעמוד במרכז הטווח של 8.0% עד 9.0%.

הכנסותיה של תעש צפויות להוות כ-12% בלבד מההכנסות המאוחדות של אלביט לאחר העסקה, אולם האיחוד צפוי להערכתנו להשפיע לשלילה על הרווחיות הממוצעת נוכח רווחיות חלשה של תעש, וכתלות במידת ההטמעה של סינרגיות תפעוליות. הפוטנציאל לשיפור ברווחיות של תעש בעקבות רכישתה על ידי אלביט טמון ביישום תכנית הפרישה מוסכמת והתייעלות בכוח העבודה, שיפור הרכש וניהול המלאי, הגדלת המכירות והשבחת המוצרים. בטווח הקצר, הניחה מידרוג מיצוי של חלק קטן ממרכיבי התייעלות אלו בעיקר בצד הוצאות השכר וסינרגיות תפעוליות מסוימות, והנחה זו גוזרת רווחיות תפעולית ממוצעת של 6%-7% לחברה המאוחדת.

עסקת תעש פוגשת את אלביט עם רמת חוב גבוהה היסטורית, נוכח עלייה חדה בהון החוזר והעסקה המשמעותית לרכישת יוניברסל. מידת יכולתה של החברה לצמצם את החוב נתונה באי וודאות ובשלב זה אינה נראית גבוהה

לאחר מספר שנים של ירידה הדרגתית בחוב הפיננסי - בין השאר בשל האטת קצב הרכישות, חלה עלייה בחוב הפיננסי של החברה וביחס החוב לקאפ החל משנת 2017, זאת בשל גידול חד בצורכי ההון החוזר ועסקת יוניברסל (כ-120 מיליון \$) וזאת ללא שינוי במדיניות החלוקה לבעלי המניות. הגידול בהון החוזר מבטא בחלקו תנאי שוק תחרותיים יותר כאשר החברה נדרשת להאריך את ימי האשראי כחלק מההצעה הכוללת ללקוחות. בנוסף, ההון החוזר הושפע מאימוץ תקן חשבונאות ASC 606 החל מיום 01.01.2018, אשר הוביל את החברה להקדים הכרה בהכנסות קבלנות מלקוחות, וכפועל יוצא גדל מרכיב "הכנסות לקבל" (unbilled). להערכת מידרוג, עסקת תעש צפויה להשית על אלביט התחייבויות פיננסיות בהיקף של כ-700 מיליון \$, הכוללים תשלום מזומן למדינה במועד הקלוזינג, תשלומים נדחים למדינה בגין העסקה, התחייבויות לפרישה מוסכמת של עובדי תעש והתחייבויות לסיום יחסי עובד מעביד וכן מימון

ההון החוזר של תעש והקטנת האשראי של תעש למערכת הבנקאית. גידול זה יתקזז באופן חלקי מצד ירידה בצורכי ההון החוזר של אלביט עצמה במהלך הרבעון הרביעי וצמצום אשראי בנקאי. החוב הפיננסי המותאם בתום שנת 2018 (כלומר לאחר השלמת העסקה) צפוי להערכתנו להסתכם בכ- 1.4 מיליארד \$ (לעומת כ-0.8 מיליארד \$ ליום 30.09.2018 וכ-0.55 מיליארד \$ ליום 31.12.2017).

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח EBITDA של כ-430 מיליון \$ לאלביט בשנת 2018 (לפני איחוד תעש) ובשנים 2019-2020 בטווח של 430-470 מיליון \$ לשנה, באיחוד עם תעש. סכום המקורות מפעולות (FFO) צפוי להיות מושפע מהגידול בחוב הפיננסי ולעמוד בטווח של 350-380 מיליון \$ לשנה. מידרוג מניחה גידול חזרה בהון החוזר במהלך שנת 2019 נוכח הצמיחה הצפויה בהכנסות ומבלי להניח שינוי משמעותי בתנאי השוק בהיבט זה. כמו כן מידרוג מניחה המשך השקעות הוניות ברכוש קבוע בהיקף 100-120 מיליון \$ לשנה (לחברה המאוחדת) וכן השקעות במיזוגים ורכישות בהיקף של כ-20 מיליון \$ לשנה. כמו כן הונח כי החברה תמשיך במדיניותה הפיננסית לחלוקה של כ-30% מהרווח הנקי. בד בבד, אלביט צפויה לשאת בתשלומי פרישת עובדים במסגרת מתווה הפרישה המוסכמת של עובדי תעש. כל אלו גוזרים לחברה תזרים חופשי (FCF) שלילי מתון בשנים 2019-2020. מעבר לכך, החברה צפויה לקבל בשנים אלו תזרימי מזומנים מסוימים בגין תחילת תהליך הפינני בינו, כאשר אלו עשויים להוביל לתזרים חופשי חיובי אם כי בהיקף לא מהותי. מידרוג צופה בעקבות זאת האטה ביחסי כיסוי החוב של אלביט בשנים 2019-2020 לרמה של סביב 3.0X חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA וסביב 4.0X חוב פיננסי מותאם ל-FFO, זאת לעומת 1.8X ו-2.3X ליום 30.09.2018 (על בסיס 4 רבעונים אחרונים). מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון תרחיש חיובי יותר שבו מידת השיפור ברווחיותה של תעש יהיה גבוה יותר, כתלות גם בקצב הפרישה של עובדי תעש ובמידת גידול ההכנסות בתעש, אשר ישפיעו לחיוב על הרווחיות בטווח הבינוני. לפי תרחיש זה קיימת סבירות להגעה ליחסי כיסוי טובים יותר, אם כי לא לפני תום 2020.

ההון העצמי של החברה ושיעור המינוף המאזני כפי שנמדד ביחס החוב המותאם לקאפ, עם רמה מתונה והולמת לדירוג של 29% ליום 30.09.2018, צפויים להיות מושפעים ממבנה העסקה לרכישת תעש, כאשר מחד צפוי רישום של הפרשות והתחייבויות בקשר עם תעש ומאידך, דמי הפיצוי העומדים לזכות החברה מידי המדינה. מידרוג מניחה עלייה ביחס המינוף בטווח הקצר. בטווח הבינוני אנו מניחים כי כריות ההון ימשיכו להיבנות מצבירת הרווח הנקי ומעל לחלוקת דיבידנדים, בהתאם למדיניות החלוקה השמרנית של החברה.

החברה תידרש למהלכי מחזור חוב בשנה הקרובה לצורך מימון מחדש של העסקה ונוכח עומס פרעונות כבד בשנת 2020

התנודתיות החזקה בצורכי ההון החוזר של החברה מעיבה על הנזילות, ודורשת מהחברה לשמור על מסגרות אשראי בהיקף מהותי. ברבעון הרביעי של שנת 2018 צפויה החברה להשיב חלק מההון החוזר שמימנה במהלך השנה, לפחות עד לריתוק חזרה במהלך 2019. במקביל, החברה נערכה לעסקת תעש עם הגדלה משמעותית במסגרות האשראי החתומות לז"ק כאשר מנגד עומס הפרעונות בשנה הקרובה הינו נמוך יחסית. מידרוג מעריכה כי עם השלמת העסקה גדל מרכיב האשראי לז"ק בחברה, אולם החברה עשויה לפרוס חוב זה בהמשך השנה על מנת לשפר את הנזילות ולגדר את סיכון הריבית המשתנה. כנזכר לעיל, החברה אינה צפויה לייצר תזרים חופשי מהותי בשנים 2019-2020, זאת בתרחיש הבסיס של מידרוג, כאשר מנגד לחברה עומס פרעונות כבד בשנת 2020 של מעל 500 מיליון \$, מרביתם הלוואה לז"א. אנו מעריכים כי לחברה גמישות פיננסית גבוהה נוכח מקורות חזקים מפעולות, גיוון מקורות המימון, נגישות גבוהה למקורות מימון, וכן נוכח מיצובה העסקי. החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס לחובותיה.

אופק הדירוג

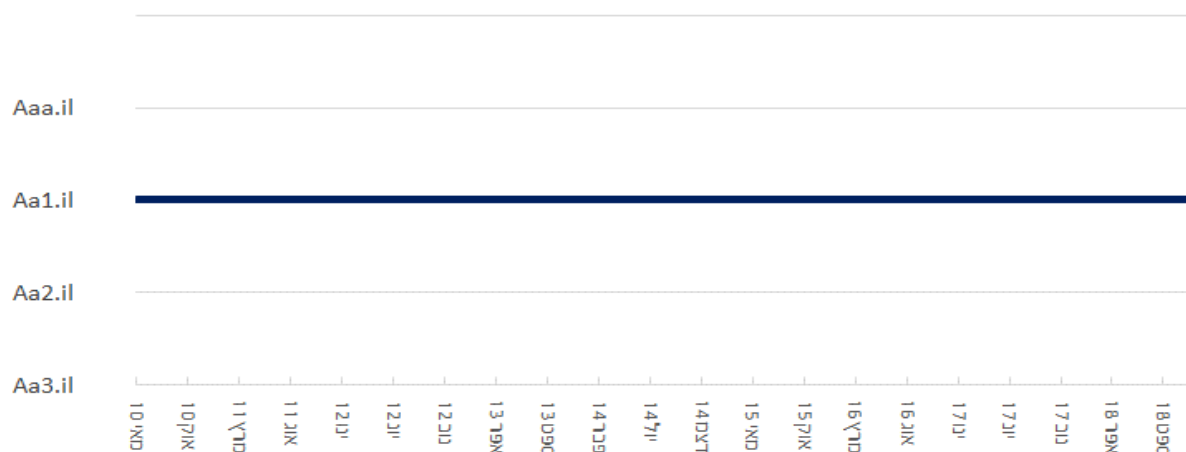
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ברווחיות החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- עלייה לאורך זמן מיחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA של 2.5X

אודות החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה טכנולוגית רב-לאומית, שמרכזת בישראל, העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות, בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק של מערכות ומוצרים לשימושים צבאיים, הגנת המולדת ויישומים אזרחיים, באוויר, בים וביבשה. החברה נמצאת בבעלות מר מיכאל פדרמן בשיעור 45.8% (בשרשור) והיתרה מוחזקת בידי גופים מוסדיים והציבור. מנכ"ל החברה הנו מר בצלאל מכליס.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלביט מערכות בע"מ](#)

[דירוג חברות תעשייה ביטחונית - דוח מתודולוגי, פברואר 2014](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

06.01.2019	תאריך דוח הדירוג:
28.06.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.05.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלביט מערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלביט מערכות 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 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.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמות, לסחירות או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה כמפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממטודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים 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 מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו 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 דיקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>