

אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב | דצמבר 2018

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

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

אמנת ניהול ומערכות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לאמנת ניהול ומערכות בע"מ ("אמנת"). אופק הדירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוגה של החברה ממשיך להיתמך באיתנות פיננסית טובה, המבוססת על רמות מינוף נמוכות לאורך זמן, רמת נזילות גבוהה, מוניטין מקצועי שנצבר לאורך 49 שנים של פעילות, ופיזור הכנסות גבוה על פני פרויקטים בתחומי המחשוב, ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה. החברה נהנית מסינרגיה וקשרי גומלים בין תחומי הפעילות השונים בה, גורם הפועל לטובת מיצובה העסקי. כמו כן, לחברה פיזור לקוחות רחב מכל ענפי המשק, עם הטיה מסוימת ללקוחות מהמגזר הציבורי, אשר מהווים כ-55% מהכנסות החברה. מידרוג מאפיינת את ענף טכנולוגיות המידע (IT) כבעל סיכון בינוני נמוך, ומעריכה כי הענף חשוף לפגיעה חדה בתקופות מיתון בהשוואה לענפים אחרים, נוכח הנטייה לדחות השקעות בתקופות מיתון. הענף מאופיין בלחצי מחיר מתמשכים למרות חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה, וחסמים נמוכים יותר בתחום תשתיות המחשוב והחומרה. מטבע הדברים, הענף רגיש לשינויים טכנולוגיים, וככלל מאופיין בתכיפות יחסית של רכישות ותהליכי קונסולידציה בין חברות. לצד מרכיב של הכנסות פרויקטליות, ההכנסות בענף מתאפיינות גם במרכיב משמעותי של הכנסות "חוזרות" מתחזוקה ושדרוג של מערכות, ומרכיב זה משפר את נראות ההכנסות בענף וממתן את פרופיל הסיכון הענפי. רמת הרווחיות בענף בינונית ביחס לענפי משק אחרים. המגזר הציבורי מהווה צרכן משמעותי של שירותי IT, נתון אשר מוסיף מחד ללחצי המחיר, אך מנגד ממתן את החשיפה למחזוריות הכלכלית. שלא בשונה מחברות אחרות בענף ה-IT, התשומה העיקרית של החברה היא כוח האדם שלה, וההוצאה על שכר (כולל על קבלני משנה) מהווה כ-94% מהוצאות החברה. אופי פעילות פרויקטלי מהווה ככלל גורם שלילי לדירוג, אך גיוון וריבוי פרויקטים והיקף צבר ההזמנות, כ-580 מיליון ₪ לתאריך 30.06.2018, לעומת כ-560 מיליון לתאריך 30.06.2017, משככים סיכון זה.

גופים ציבוריים ומשרדים ממשלתיים מהווים נתח ניכר מלקוחות החברה בשני המגזרים, גורם חיובי לגבי פרופיל הסיכון של החברה בשל היותם בעלי סיכון אשראי נמוך ומאפיינים אנטי-מחזוריים, אך מנגד לקוחות אלו מאופיינים בימי אשראי ארוכים. צורת ההתקשרות באמצעות מכרזים מובילה למרווחים נמוכים יחסית אך יציבים לטווח ארוך.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה יפגינו יציבות עד צמיחה מתונה עם שיעור צמיחה של 0%-3% לשנה בשנים 2018-2019, וללא מיזוגים ורכישות נוספים למעט רכישת קונקור, עם היקף הכנסות בטווח של 210-230 מיליון ₪ במגזר הייעוץ, והיקף הכנסות בטווח של 220-250 מיליון ₪ במגזר המחשוב, אשר משקף בין היתר את איחוד חברת קונקור. הרווחיות המגזרית של מגזר התוכנה תנוע להערכתנו בטווח 3.5%-4.0%, ובסבירות גבוהה יותר כנראה תנוע בחלק התחתון של טווח זה, בשל עלייה איטית ומתמשכת בשכר העובדים בתחום. במגזר הייעוץ תרחיש הבסיס לקח בחשבון רווחיות מגזרית של 4.5%-5.5% (לעומת רווחיות מגזרית של כ-5.4% בשנת 2017 בניטרול רווח הון ממכירת ברעם), שמבטאת יציבות כללית, עם שיפור קל בשל ירידה בחלקם של פרויקטים ברווחיות נמוכה (התמעטות פרויקטים שבהם ההתקשרות נעשתה בשיטת cost+). רווחיות החברה כולה (באיחוד רגיל ולא באיחוד יחסי) צפויה, בהתאם לכך, לשמור על יציבות ולנוע בטווח 3.0%-4.0%.

איתנותה הפיננסית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה והיא נשענת על כרית הונית משמעותית לצד יכולת ייצור מזומנים סבירה ויציבה יחסית אל מול היקף חוב אפסי. היקף הפעילות והרווח הנמוכים ותזרימי המזומנים המוגבלים בהיקפם מגבילים את רמת הדירוג. קיבולת החוב של החברה מוגבלת בדירוג הנוכחי עד כדי יחסי כיסוי שלא יעלו על 2.0 חוב ברוטו ל EBITDA- ו-3.0 חוב ל-FFO. כיום, לחברה יתרות נזילות בהיקף טוב ביחס לשימושים, אשר מיועדות לשמש את החברה לפעילות השוטפת.

מידרוג מעניקה משקל לעובדה כי לאורך השנים, החברה הציגה עמידה בתקציב מול ביצוע וכן מידרוג רואה לחיוב את הניהול שמרני והעקבי שאותו הציגה הנהלת החברה כגורם ממתן סיכון לאורך זמן. אלו מהווים בראיית מידרוג גורם חיובי התומך ברמת הדירוג. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על איתנותה הפיננסית הגבוהה גם בטווח הקצר והבינוני, לצד צמיחה אורגנית מתונה, שמירה על מיצובה העסקי של החברה וללא שינוי מהותי בפרופיל הסיכון.

נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪¹:

2015	2016	2017	H1 2017	H1 2018	
321	353	334	160	187	הכנסות
9.4	11	12	6.1	6.6	רווח תפעולי
2.9%	3.1%	3.5%	3.8%	3.5%	רווח תפעולי (%)
4.4	4.5	10.2	2.6	2.1	דיבידנדים שהתקבלו מחברות כלולות
31	36	30	17	12	יתרות נזילות
1.0%	0	0	0	0	חוב פיננסי ברוטו לקאפ
61.0%	59.3%	57.8%	59.5%	55.7%	הון עצמי לסך מאזן

נתוני מגזרי פעילות עיקריים, (איחוד יחסי*) במיליוני ₪:

2015	2016	2017	H1 2017	H1 2018	תחום ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה
230	250	215	111	104	הכנסות
8.7	11.1	15.3	4.1	2.8	רווח תפעולי

2015	2016	2017	H1 2017	H1 2018	תחום מחשוב ותוכנה
225	238	233	109	128	הכנסות
10.0	11.3	9.8	5.3	5.0	רווח תפעולי

* נתוני ההכנסות המגזריות והרווחיות המגזריים לאורך דו"ח זה מוצגים באיחוד יחסי.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חברה בסדר גודל קטן בתחומי פעילות המאופיינים בסיכון בינוני

אמנת פועלת במגוון רחב של תחומי פעילות המסווגים תחת שני מגזרים - מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ("מגזר הייעוץ") ומגזר מחשוב ותוכנה ("מגזר המחשוב"), המהווים כל אחד כ-50% מההכנסות. מגזר המחשוב כולל מס' סוגי שירותים שבחלקם מחזיקה החברה נתחי שוק נמוכים. השירותים הניתנים הם בעיקר ייעוץ ופיתוח תוכנה ומערכות מידע (באמצעות חברת הבת סיסנת תכנה בע"מ), בדיקות והבטחת איכות תוכנה (באמצעות חברת הבת טסנת בדיקות תוכנה בע"מ) ופיתוח והטמעה של מערכות מידע, כולל מערכות ERP (באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994 שאמנת מחזיקה בשרשור כ-70% ממניותיה). ענף טכנולוגיות המידע (IT) מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית-נמוכה. הענף מתאפיין ברווחיות בינונית-מתונה בשל לחצי מחיר, ובתחרויות גבוהה. נקודות החוזק של הענף הן פיזור עסקי רחב בין כל ענפי המשק, גיוון רחב של מוצרים ושירותים לצד חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה ושירותי הערך המוסף הנובעים בעיקר מהצורך במומחיות ומוניטין, לצד יתרונות לגודל, בעיקר בק"ע התמודדות במכרזים, הספקת שירותים לארגונים גדולים. ענף הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה, הכולל מגוון רחב של שירותים, מאופיין בחשיפה למחזוריות הכלכלית, והינו בעל אופי פרויקטלי, אם כי מאופיין בחוזים ארוכי טווח הממתנים באופן חלקי את הסיכון העסקי הטמון במאפיינים אלו.

במגזר הייעוץ, בו עוסקת החברה בתחומי הייעוץ, ניהול פרויקטים ומתן שירותים לוגיסטיים במיקור חוץ, היא נהנית ממיצוב עסקי גבוה ביחס לגודלה, הודות לסינרגיה בין תחומי הייעוץ השונים, והיכולת לייעץ לפרויקטים גדולים לאורך מספר שלבים ובתחומים שונים. לצד תחומי פעילות מגוונים, מגזר הייעוץ מאופיין גם בריבוי פרויקטים. פעילות הייעוץ מוטה כלפי לקוחות המגזר הציבורי (כ-55% מהכנסות החברה במגזר הייעוץ מקורן במשרדי ממשלה וגופים ציבוריים) ומאופיינת בביקושים יציבים יחסית. פיזור הפרויקטים הרחב,

¹ החל מינואר 2016 החברה הוגדרה כיישורת קטנה ומכאן מחוייבת בדיווח דוחות כספיים סקורים ומבוקרים על בסיס חצי שנתי.

משכן הארוך יחסית של העסקאות, צרכי השקעה נמוכים לצד ניהול זהיר מהווים פקטור חיובי בפרופיל הסיכון ומהווים גורם חיובי בדירוג.

ניסיונה רב השנים של החברה, מוניטין חיובי מול לקוחותיה בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי וסינרגיה בין תחומי הפעילות מקנים לחברה יתרון יחסי ותורמים למיצובה העסקי. עם זאת, היותה של החברה שחקן קטן בענפי הפעילות, ריבוי התקשרויות על בסיס מכרז, בעיקר במגזר הציבורי, ורמת תחרות גבוהה במרבית מגזרי הפעילות משפיעים לשלילה על גמישות המחיר של החברה ועל רווחיותה. לחברה היקף משמעותי של הכנסות הנובעות מלקוחות ממשלתיים והמגזר הציבורי בכללותו, אולם מידרוג מעריכה חשיפה זו כגורם ממתן סיכון בשל התקשרויות מבוססות מכרז לתקופה ארוכה יחסית וכן בשל היציבות המאפיינת את המגזר הציבורי הממתנת את החשיפה למחזוריות הכלכלית.

היקף הפעילות הנמוך של החברה ביחס לרמת הדירוג, במונחי היקף המחזור, מגביר את פרופיל הסיכון, במיוחד נוכח אופייה הפרויקטלי של החברה ומגביל את יכולת החברה "לספוג" פרויקטים הפסדיים ומחזוריות בהיקף הפרויקטים, ומהווה גורם המגביל את הדירוג.

נראות הכנסות סבירה על אף צמיחה לא יציבה בהכנסות בשל אופי פעילות פרויקטלי

ככלל, טבעה הפרויקטלי של החברה מוביל לתנודות קלות בהיקף הכנסות ורווחיות שני המגזרים, אשר בשל היקפם הינם רגישים לשינוי בתמהיל הפרויקטים. בחציון הראשון של 2018 הכנסות מגזר המחשוב צמחו בכ-18% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, בין היתר על רקע איחוד בית התוכנה קונקור אשר רכישתו הושלמה בינואר 2018, בתמורה לכ-2.5 מיליון ₪ במזומן ותמורה מותנית של עד 1 מיליון ₪ נוסף, והיקף הכנסותיו בתקופה זו עמדו על כ-6 מיליון ₪ (עם רווח תפעולי של כ-0.57 מיליון ₪). רווחיות מגזר המחשוב נשחקה, מ-4.9% בחציון הראשון לשנת 2017 ל-3.9% בחציון הראשון לשנת 2018, לעומת ממוצע חמש שנתי של כ-4.0%, כשאחד הגורמים הבולטים לכך הוא העלייה בהוצאות השכר במגזר. במגזר הייעוץ, ההכנסות (באיחוד יחסי) ירדו בכ-6% בחציון הראשון 2018 בהשוואה לחציון הראשון לשנת 2017. יש לציין כי באוקטובר 2017 החברה, דרך החברה הכלולה אמגון (65%), מימשה את אחזקתה בחברת ברעם פרסום מקורי בע"מ ("ברעם") בתמורה ל-6 מיליון ₪. בניטרול אובדן ההכנסות מברעם, המגזר צמח אורגנית כ-8% בחציון הראשון לעומת התקופה המקבילה. רווחיות המגזר ירדה מ-3.7% בחציון הראשון לשנת 2017 לכ-2.7% בחציון הראשון לשנת 2018, לעומת ממוצע חמש שנתי של כ-5.2%, שנגרמה על ידי עיכובים בפרויקטים של החברה אל מול משרד החינוך, ובמידה פחותה בשל עלייה בהוצאות השכר בחברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תציג יציבות בהיקף הכנסותיה בטווח הזמן הקצר עד בינוני, באופן המשקף צמיחה אורגנית מתונה וכן תרומה מרכישת קונקור בהיקף של כ-12 מיליון ₪ לשנה, בדומה להיקף הכנסות קונקור בשנת 2017 (טרם רכישתה על ידי תדיעד), כך שהכנסות החברה ינועו סביב היקף של כ-330 מיליון ₪. בשנת 2019 אנו מניחים צמיחה מתונה של 2.0%-3.0% בשני מגזרי החברה.

רווחיות נמוכה ביחס לתחום השירותים וביחס לרמת הדירוג

במחצית הראשונה של שנת 2018 רווחיותה התפעולית של החברה הפגינה יציבות, עם 3.5% לעומת 3.8% בתקופה המקבילה, ו-3.5% בשנת 2017 כולה. במגזר המחשוב נראתה ירידה בשיעור הרווחיות המגזרית (3.9% בחציון הראשון של 2018 לעומת 4.9% בתקופה המקבילה, באיחוד יחסי), ואילו במגזר הייעוץ והניהול חלה ירידה בהשוואה לתקופה המקבילה (2.7% בחציון הראשון של 2018 לעומת 3.7% בתקופה המקבילה, באיחוד יחסי). הסיבה לשינוי במגזר הייעוץ והניהול בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2017 נעוצה בשינויים בתמהיל הפרויקטים של החברה. רווחיות החברה מושפעת לשלילה מרמות ערך מוסף מתונות בגינן ניתן לגבות פרמיה, ממאפייני ההתקשרות עם הלקוחות הממשלתיים הגדולים, ומאופי הפעילות המושתת על תשומות כוח אדם גבוהות, אשר מהוות כ-94% מההוצאות התפעוליות של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך רווחיות מגזר המחשוב תהיה יציבה ככלל למעט שחיקה קלה שאנו מייחסים לעליה בשכר אוכלוסיות מסוימות בקרב אנשי התוכנה, כך שהרווחיות המגזרית תנוע בטווח 4.0%-4.5%, ואילו במגזר הייעוץ תוצג בטווח של 4.5%-

5.5% וזאת כתוצאה מהתייעלות בחברת אמן ומשינויים לחיוב בתמהיל הפרויקטים, אשר כולל בין היתר התמעטות של פרויקטים שבהם ההתקשרות נעשתה בשיטת cost+, אשר מאופיינים ברווחיות תפעולית נמוכה, וכניסה לפרויקטים רווחיים יותר. שיעורי הרווחיות של החברה אינם הולמים את רמת הדירוג אך מייצגים רווחיות סבירה במגזר המחשוב לצד רווחיות נמוכה יותר במגזר הייעוץ. יצוין, כי בשל היקף הפעילות המוגבל של החברה, רווחיות החברה נתונה לשינוי בתמהיל פרויקטים או אף בביצועים של כמה מהפרויקטים, גורם חשיפה שלילי בדירוג.

איתנות פיננסית גבוהה מפצה על תזרימי מזומנים מוגבלים

תזרימי המזומנים של החברה מוערכים על-ידי מידרוג כיציבים אולם נמוכים בהיקפם. מקורות החברה מפעילות (FFO), הכוללים גם דיבידנדים מחברות כלולות, ינועו בטווח של כ-16-12 מיליון ₪. זאת בהשוואה ל-FFO של כ-19 מיליון ₪ בשנת 2017 (הכולל גם דיבידנדים מכלולות בהיקף של 10.2 מיליון ₪) וכ-12 מיליון ₪ בשנת 2016 (כולל דיבידנדים מכלולות בהיקף של 4.5 מיליון ₪).

החברה הפגינה מדיניות פיננסית ועסקית שמרנית יחסית לאורך כל השנים האחרונות, ונמנעה מביצוע השקעות ניכרות במיזוגים ורכישות, מה שהגביל את צמיחתה, כאשר עיקר עודפי המזומנים מהפעילות מנותבים להתנעת פרויקטים חדשים וחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. יחס ההון למאזן של החברה עומד, נכון ליום 30.06.2018, על 55.7%; יחס גבוה המשקף כרית הונית משמעותית לספיגת הפסדים. הניהול השמרני מתבטא, כאמור, ביתרות חוב זניחות ובהיעדר צפי לגידול משמעותי בהיקף החוב.

נזילות גבוהה; חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כטובה נוכח מדיניות החברה לשמור יתרות נזילות בהיקפים משמעותיים ביחס לצרכי החברה, העומדת גם אל מול צורכי הון חוזר. כאמור, לחברה מקורות מפעולות בהיקף יציב, אולם מדיניות הדיבידנד של החברה (75% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות) מקטינה את תזרימי המזומנים החופשי (FCF), המאופיין בתנודתיות נוכח שינויים בהון החוזר. תרחיש הבסיס של מידרוג לא מניח הנחות לגבי השינויים בהון החוזר של החברה, אך מוערך כי בטווח הבינוני החברה תמשיך לייצר FCF חיובי נמוך אשר תומך ברמת הנזילות הגבוהה של הקבוצה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות, תוך שיפור הרווחיות ושמירה על איתנות גבוהה

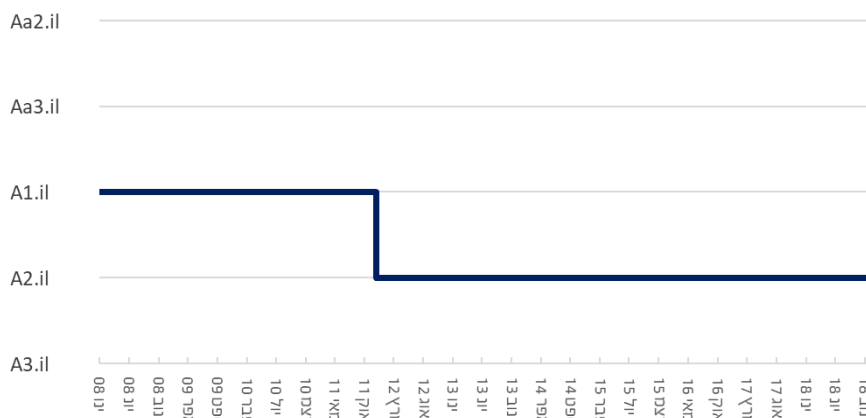
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ברווחיות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- עלייה משמעותית ברמת המינוף אשר תשליך על יחסי הכיסוי במידה משמעותית

אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ חברה ציבורית פועלת כבית מערכות רב מקצועי, באמצעות חברות מוחזקות שלה, בשני מגזרי פעילות עיקריים: מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה במסגרתו מספקת החברה שירותי ייעוץ וליווי חברות באמצעות ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ (החזקה של 100% מהון המניות), שירותי ניהול פרויקטים בדגש על תחומי הלוגיסטיקה והתפעול באמצעות חברת מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (החזקה של 50%), שירותי מיקור חוץ וניהול באמצעות אמגון בע"מ (65% מהמניות, 50% בזכויות הצבעה); מגזר המחשוב והתוכנה במסגרתו מספקת החברה שירותי אפיון ופיתוח תוכנה ומערכות מידע וייעוץ בתחומי המחשוב באמצעות חברת סיסנת תכנה בע"מ (כ-94.4%), שירותי הבטחת איכות תכנה ובדיקות תכנה באמצעות חברת טסנת בדיקות תכנה בע"מ (100%) ושירותי יישום של מערכות ERP באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994 (74% בידי סיסנת) ובאמצעות קונקור מערכות בע"מ (100% בידי תדיעד). יו"ר הקבוצה הינו מר אברהם אסף ומנכ"ל הקבוצה הינו מר שמואל בר אור.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אמנת ניהול מערכות בע"מ - דוחות דירוג](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

13.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
14.12.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.11.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אמנת ניהול מערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אמנת ניהול 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 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 וכאאלה 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.

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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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 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 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>