

צנורות המזרח התיכון בע"מ

מעקב | פברואר 2017

אנשי קשר:

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

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

צנורות המזרח התיכון בע"מ

דירוג סדרה	Baa1.il	אופק דירוג: יציב
------------	---------	------------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צמ"ת" או "החברה") ומותירה על כנו את הדירוג Baa1.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
2	4540126	Baa1.il	יציב	06/04/2018

שיקולים עיקריים לדירוג

אנו מאשרים מחדש את דירוג אגרות החוב (סדרה 2) לאחר שנבחן על ידינו ברקע עסקת מכירת מקרקעין החברה בצריפין, במסגרתה מכרה החברה את מקרקעין המפעל בתמורה ברוטו של כ-386 מיליון ₪, כאשר במקביל החברה התחייבה לשכור את המקרקעין מהרוכש לתקופה של שנתיים לפחות. בחנו את השימושים הצפויים מהתמורה ובחנו את התוכנית האסטרטגית של החברה להמשך פעילות מפעל צינורות הפלדה, על בסיס תחזיות ונתונים שהוצגו בפנינו. מחד, העסקה תורמת לשיפור מידי ומשמעותי בנזילות החברה ביחס להיקף התחייבויותיה ולירידה בשיעור המינוף נוכח רווח הון משמעותי הנובע מהמכירה. מאידך, אנו מביאים בחשבון כי תמורת העסקה תופנה בחלקה לתשלום דיבידנדים בהיקפים מהותיים בשלוש השנים הקרובות, נוכח צרכי המימון של בעלי המניות ולתשלום שכר דירה לרוכש הקרקע וכן הבאנו בחשבון כי החברה בוחנת הקמת מפעל צינורות חדש בהשקעה מהותית. בסיכום כל אלו, וברקע מצבה העסקי של החברה ומאפייני פעילותה, אנו מעריכים כי הקטנת המינוף הנובעת ממכירת המקרקעין תתקזז בשנים הקרובות בחלקה הגדול אל מול עומס השימושים בתמורת המכירה ואל מול הסיכון הגלום באי וודאות לגבי תכנית העתידית להשקעה מחדש במפעל, ובראייה ארוכת טווח מונעת צמצום משמעותי בסיכון האשראי של התחייבויות החברה.

דירוג החברה מתבסס על מעמדה החזק של החברה בשוק הצינורות לתשתיות מים וביוב בישראל, נתחי שוק גבוהים ויכולת ייצור מגוון מוצרים ומתן פתרון כולל לחברות בתחום התשתיות הזורמות בצינורות פלדה ופלסטיק ואביזרים. שוק זה מאופיין בחשיפה לפעילות פרויקטאלית, בתלות בהיקף ההשקעות בתשתיות מים, ביוב וגז בישראל ובפעילותו של הלקוח המרכזי בתחום, חברת מקורות. מידת הסיכון העסקי של ענף תשתיות הזורמות בישראל מוערכת על ידינו כבינונית-גבוהה, נוכח אופי מחזורי של הביקושים, בידול נמוך של המוצר, ערך מוסף בינוני וחשיפה למחירי הגלם. בנוסף, אנו מעריכים כי חסמי הכניסה לענף פחתו בשנים האחרונות וחלה עלייה בהיקף הייבוא המתחרה בקטגוריית הצינורות הקטנים והבינוניים.

לחצי מחיר ועיתוי פרויקטים הביאו את החברה בשנתיים האחרונות לרשום קיטון מתמשך במכירות הנובע ממגזר צינורות הפלדה, אשר פוצה בחלקו מגידול במכירות שמציג מגזר צינורות הפלסטיק. גמישות המחיר של החברה נמוכה להערכתנו ולחברה מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, דבר הפוגע בשיעורי הרווחיות הנמוכים והנתונות. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018, אנו צופים צמיחה מתונה במכירות ושיעורי רווחיות תפעולית (בנטרול תשלומי שכר דירה) של כ-2.5%-3.5%. לחברה היקף מקורות מפעולות (FFO) צר, אשר צפוי להערכתנו לעמוד סביב 12 מיליון ₪ לשנה, ובתוספת היתרות הנזילות לאחר מכירת הקרקע, יועד לחלוקת דיבידנד והשקעות הוניות. בממוצע בשלוש השנים האחרונות החברה ייצרה תזרים חופשי פנוי אפסי אשר בעיקרו נשען על שינויים בהון החוזר. להערכתנו, בטווח הקצר והבינוני, החברה תציג יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDAR ול-FFOR בטווח של 5.0-6.0 ו-6.5-6.0, בהתאמה, ההולמים את הדירוג בהתחשב במאפייני הפעילות. רמת המינוף המאפיינת את החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג וזאת גם בהתחשב בשימושים העתידיים לתמורה מעסקת מכירת הקרקע.

צנורות המזרח התיכון בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪):

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	9M 2015	9M 2016	
449	579	420	408	392	297	299	הכנסות
14.8%	17.0%	16.9%	18.4%	16.7%	17.5%	17.9%	רווחיות גולמית
16	51	12	18	9	11	8	רווח תפעולי
3.6%	8.9%	3.0%	4.4%	2.3%	3.8%	2.7%	רווחיות תפעולית
30	66	29	33	24	22	18	EBITDA
62	72	63	47	24	25	30	יתרות נזילות
243	178	159	155	138	153	105	חוב פיננסי ברוטו
57%	47%	51%	44%	35%	37%	27%	חוב ל-Cap
6.6	2.6	4.0	4.6	5.1	5.2	4.7	חוב ל-EBITDAR
13.3	3.8	8.1	6.6	6.6	8.5	6.3	חוב ל-FFOR
0.8	2.9	0.7	1.3	1.2	0.6	1.0	EBIT להוצאות מימון

* יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מעמד דומיננטי בענף הצנרת לתשתיות הזרמות בישראל, המאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה יחסית

צינורות המזרח התיכון, בעצמה ובאמצעות חברות בנות וכלולות, מייצרת ומשווקת בישראל מגוון רחב של מוצרים בתחומי התשתיות הזרמות, הכוללים צינורות פלדה, צינורות פלסטיק, שירותי גילון, מגופים ומדי מים. מוצרים אלו מיועדים לקווי מים וביוב ראשיים ולתעשיית ההתפלה, לתעשיית הגז, החשמל והבינוי.

החברה פועלת בשני מגזרים עיקריים: מגזר צינורות הפלדה (כ- 33% מהמכירות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2016) ומגזר צינורות הפלסטיק (כ- 44% מהמכירות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2016). שני המגזרים תורמים לפיזור העסקי. בשנתיים האחרונות הציגה החברה קיטון מתמשך במכירות הנובע ממגזר צינורות הפלדה אשר פוצה בחלקו מצד גידול במכירות במגזר צינורות הפלסטיק.

ענף התשתיות הזרמות בישראל מוערך על ידינו כבעל סיכון בינוני-גבוה. ההשקעה בתשתיות זרמות הינה מטיבה בעלת מאפיינים פרויקטאליים ומכאן תנודתיות ובעלת מחזוריות גבוהה יחסית, המושפעת בעיקר מתקציבים של גופים ציבוריים כגון מקורות ותאגידי המים העירוניים, מהשקעות של המגזר העסקי בתחום האנרגיה, התשתיות והבינוי, וכן ממדיניות הממשלה וסדרי העדיפויות המכתיבים השקעות אלו. ענף הצינורות לתשתיות המים והביוב מאופיין ברמת תחרות בינונית, הנובעת בעיקר מצד ייבוא, המתחזק בעיתות של תנאי סחר נוחים, כאשר בשנים האחרונות ניכר עודף היצע מצד הייבוא ובעיקר מצד תורכיה. כמו כן התחרות נובעת מלקוחות גדולים בעלי רגישות גבוהה למחירים. למרות זאת, הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים, כגון השקעות משמעותיות בקווי ייצור, ידע ומומחיות ותהליכי הסמכה ארוכים לתקנים, בלעדיהם לא ניתן לגשת למכרזים גדולים.

במגזר צינורות הפלדה, עיקר התחרות המקומית הינה מול חברות אשר מייבאות צינורות, בעיקר בקטרים קטנים, ומבצעות פעולות כגון ציפוי ועטיפה בלבד. בתחום הצינורות בקטרים הגדולים לחברה מספר מתחרים תורכים.

לצמ"ת מעמד עסקי חזק בתחומי פעילותה. על פי נתוני החברה, בתחום צינורות הפלדה בקטרים גדולים (מעל 36 אינש ומעלה) לחברה נתח שוק של כ- 50%. תחום הקטרים הקטנים מתבטא בתחרות גבוהה מצד היבוא אך מעמד החברה נתמך במוניטין וניסיון רב שנים בתחום זה.

מקורות, אשר הנה מחולל ההכנסות המהותי של מגזר צינורות הפלדה, הינה לקוח עיקרי אשר מהווה 25%-35% מסך הכנסות החברה. צמ"ת מספקת למקורות צינורות פלדה בקטרים בהיקפים שונים, אך מבדלת ממתחרותיה ביכולת ייצור צנרת בקטרים גבוהים כאשר האלטרנטיבה עבור מקורות כרוכה בלוגיסטיקה מורכבת ועלויות אחזקת מלאי ייחודי. בשנים האחרונות עלתה מידת התחרות בענף, המתבטאת בעיקר בלחצי מחיר והגדלת נתחי שוק של מצד מתחרותיה של צמ"ת. כפועל יוצא, קטן חלקה של מקורות במכירות החברה. הפעילות של החברה מול מקורות מבוססת על תכנית הזמנות שנתית, בהתאם לתכנית העבודה והפיתוח של מקורות. עם זאת, תחזיות אלו יכולות להשתנות נוכח דחייה ו/או הסטה של תכניות ופרויקטים, לחצים ממשלתיים, עיכובים באישורים סטטוטוריים

¹ באמצעות החזקה בשיעור של 71% בחברת פלסים.

ובלוחות זמנים, וכדומה. כך, במהלך שנים מסוימות תיתכן תנודתיות גבוהה בהכנסות המגזר כפי שאכן ניתן לראות לאורך השנים. מאפיינים אלו מגדלים את רגישות ההכנסות של החברה בטווח הקצר והבינוני לפרמטרים שאינם תלויים בה ומכבידים על נראות ההכנסות. להערכתנו מקורות מהווה מחד משענת יציבה לצמת נוכח היותה לקוח גדול ואיתן אשר צמ"ת מהווה מעיין "מחסן לוגיסטי" עבורו, אולם מנגד, הדומיננטיות של מקורות מובילה לתנודות חדות יחסית בהכנסות החברה ובתזרימי המזומנים.

רווחיות חלשה, במגמת שחיקה נוכח ירידה במכירות והשפעת לחצי מחיר

בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2016 הציגה החברה סטגנציה במכירות ובנטרול רכישת פלגל הציגה קיטון של כ-2% במכירות. מגמת הקיטון במכירות הנה בהמשך לקיטון של 4% בשנת 2015 לעומת שנת 2014 ושל כ-3% בשנת 2014 למול שנת 2013. במגזר צינורות הפלדה רשמה החברה קיטון במכירות של כ-11% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2016 למול תקופה מקבילה אשתקד וזאת בהמשך לקיטון של כ-18% בשנת 2015 למול שנת 2014. הסיבה למגמה זו הנה נוכח קיטון כמותי במכירות וזאת בין היתר כתוצאה ממשיכות נמוכות יותר של הזמנות מקורות עקב עיתוי פרויקטים, ירידה משמעותית במכירות לשוק החופשי (שנת 2014 הנה שנה חריגה לטובה בהיקף המכירות לשוק החופשי נוכח פרויקט חד פעמי לרשות הפלסטינאית) ושחיקה איטית במחירי המכירה לשני הסגמנטים הללו. במגזר צינורות הפלסטיק נרשם היקף צמיחה משמעותי של כ-11% וכ-10% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2016 ובשנת 2015 בהתאמה, שפיצה באופן חלקי על הירידה כאמור במכירות במגזר צינורות הפלדה, המאופיין ברווחיות נמוכה.

החל משנת 2015 חלה הרעה ברווחיות התפעולית של החברה, כאשר מגזר צינורות הפלדה מאופיין ברווחיות נמוכה ועיקר הרווח מגיעה ממגזר צינורות הפלסטיק, המאופיין ברווחיות תפעולית של כ-5%. שיעור הרווחיות התפעולית במאוחד בארבעת הרבעונים האחרונים שנסתיימו ביום 30.09.2016 עמד על כ-2%, בהמשך לשיעור רווחיות נמוך של כ-2.3% בשנת 2015, כאשר לאורך השנים הרווחיות מציגה תנודתיות חדה. השחיקה ברווחיות התפעולית בשנתיים האחרונות נבעה מההשפעה המשולבת של ירידה בהיקף המכירות, שיעור הוצאות קבועות גבוה (בעיקר הוצאות שכר וייצור). שנת 2015 מוטה לשלילה במגזר צינורות הפלסטיק נוכח תנודות במחירי חומר הגלם אשר הביאו לשחיקה חדה ברווחיות. בשנת 2016 חזר המגזר לרווחיות התפעולית המאפיינת אותו.

חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה הינם פלדה, פוליאטילן, פיו.וי. סי (PVC), פוליפרופילן ואבץ. נוכח השיעור הגבוה יחסית של עלות חומרי הגלם מההכנסות (50-60%), חשופה החברה לתנודות במכירות וברווחיות הנגזרות משינויים במחירי חומרי הגלם ומשינויים בשערי החליפין. החל מהמחצית השנייה של שנת 2014 חלה ירידה חדה במחירי מרבית חומרי הגלם המשמשים את החברות בענף והתחזקות משמעותית של הדולר, המהווה את המטבע המרכזי בו נקובים מחירי הסחורות שרוכשת החברה. מחירי המכירה של מרבית מוצרי החברה צמודים למחירי הסחורות, מה שמגביר את התנודתיות בהכנסות וברווח, בפרט נוכח מרכיב גבוה של הוצאות ייצור קבועות. יש לציין כי החל משנת 2014, החברה סגרה את הקו האורכי ועברה לייבוא וציפוי של צינורות שחורים בקטרים אלו. בנוסף, התחרות בענף מתאפיינת בעיקר בתחרות מחירים נוכח הבידול הנמוך שקיים בין מוצרי החברות השונות, בעיקר בקטרים הבינוניים והקטנים. אנו מעריכים כי התחרות תישמר ברמה זו גם בטווח הקצר והבינוני ותגרום ללחץ שלילי על המחירים. תרחיש הבסיס של מידורג מניח צמיחה שנתי של כ-10% במכירות החברה בשנת 2017, המושפעת בעיקר מצמיחה אנאורגנית (הנבה מלאה של רכישת פלגל), צמיחה מתונה אורגנית במגזר צינורות הפלסטיק ובמגזר צינורות הפלדה המסתמכת על פרויקטים עיקריים למול צבר פרויקטים בפתוח של מקורות ועל גידול בקצב הביקושים בענף הנדלן והבינוני. בהתייחס למקורות, אנו צופים ממוצע הכנסות בתחום של בין 80-90 מיליון ש"ח, בין השאר, לאור התחרות למול שחקניות מקומיות. תרחיש הבסיס מניח המשך תחרות גבוהה, בדגש על לחצים גוברים על המחיר, תנודתיות במחירי חומר הגלם וכן חשיפה מסוימת לתנודתיות בשערי החליפין. כל אלו יביאו להערכתנו לרווחיות תפעולית בטווח של 2.5%-3.5%, וזאת בניטרול עלות שכירות הקרקע בצריפין.

ירידה ברמת המינוף בעקבות מכירת הקרקע בצריפין, אולם חלוקת דיבידנד והשקעות המשך עשויות למתן חלק מההשפעה

לפי תרחיש הבסיס של מידורג, החברה צפויה להציג רווח תפעולי (לפני הכנסות אחרות) מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) סביב 10 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2017-2018 (זאת לאחר תשלום של כ-17 מ"ש דמי שכירות שנתיים בגין המפעל בצריפין, החל מחודש פברואר 2017 בהתאם להסכם מכירת הקרקע) ותזרים מפעולות (FFO) סביב 12 מיליון ש"ח, הכולל גם דיבידנדים ממוחזקות. אנו מעריכים כי תזרים ה-FFO יופנה בעיקר למימון השקעות הוניות שוטפות, וכי החברה תציג תזרים חופשי (FCF) מאוזן לפני שינויים בהון החוזר, חלוקת דיבידנדים והשקעות חריגות. בהמשך לעסקת מכירת הקרקע בצריפין בתמורה לכ-386 מיליון ש"ח, דיווחה החברה כי היא תמשיך בפעילות הפלדה במפעלה הקיים בשנתיים הקרובות, כשבמקביל החברה בוחנת תכנית השקעה להקמת מפעל פלדה

חדש באזור עדיפות לאומית בדרום הארץ. אנו מעריכים כי תמורת מכירת הקרקע בצריפין תופנה על ידי החברה בעיקר לשימושים הבאים: תשלום דיבידנדים לבעלי המניות בהיקף מצטבר של כ 120 מיליון ₪ בשנים 2017-2019, תשלום מס בגין רווח ההון מעסקת המכירה (שהיקפו אינו וודאי עדיין), וככל שיוחלט על השקעה בהקמת מפעל חדש, חלק מהותי מהתמורה ייועד למטרה זו. בהתאם לאסטרטגיית החברה, היא עשויה לבצע השקעות ברכישות ומיזוגים במטרה להרחיב ולגוון את הפעילות. נוכח עומס השימושים בתמורת המכירה, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח ירידה מתונה בלבד בהיקף החוב ברוטו בטווח הזמן הקצר-הבינוני בהתאם ללוח הסילוקין המנדטורי. איננו מניחים פירעונות מוקדמים לגורמים המממנים.

יחסי הכיסוי המותאמים של החברה צפויים להערכתנו להישמר בטווח התחזית, יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל- EBITDAR ול- FFOR ינועו בטווח של 5.0-6.0 ו- 6.0-6.5, בהתאמה². רמת המינוף והכריות ההוניות של החברה צפויות להשתפר בעקבות רווח ההון ממכירת הקרקע, ויגדור יחס חוב פיננסי מתואם ל-CAP, הנמוך מ-20% פרופורמה לעסקה. יחסים אלו בולטים לטובה יחסית לדירוג ומבטאים יכולת טובה לעמוד בזעזועים עתידיים. להערכתנו, אין וודאות רבה כי רמת מינוף זו תשמר גם בטווח הבינוני והארוך, נוכח חלוקת הדיבידנד הצפויה, כנזכר לעיל והערכתנו כי החברה תייעד חלק מהתמורה להשקעות המשך כמפורט לעיל.

נזילות בולטת לטובה עם מימוש הקרקע בצריפין

נזילות החברה נתמכת ביתרות מזומנים גבוהות בטווח הקצר, בעקבות עסקת מכירת המקרקעין בתמורה לכ 386 מיליון ₪, וביחס לחלויות החוב. אנו לא מעריכים שמירה של רמת נזילות חריגה זו בטווח הבינוני/הארוך נוכח השימושים החזויים כנזכר לעיל. מעבר לכך, בשנתיים הקרובות, החברה צפויה לייצר תזרים תזרים חופשי (FCF) מאוזן לפני שינויים בהון החוזר, חלוקת דיבידנדים והשקעות חריגות. לחברה גמישות פיננסית סבירה הנתמכת בנגישות טובה לגורמים המממנים. החברה עומדת במרווח מספק להערכתנו, מאמות המידה הפיננסיות, ובמידה משופרת מבעבר, בעקבות השיפור בנזילות והגידול בהון העצמי.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ופיזור הפעילות
- הגדלת בסיס ה-EBITDA

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

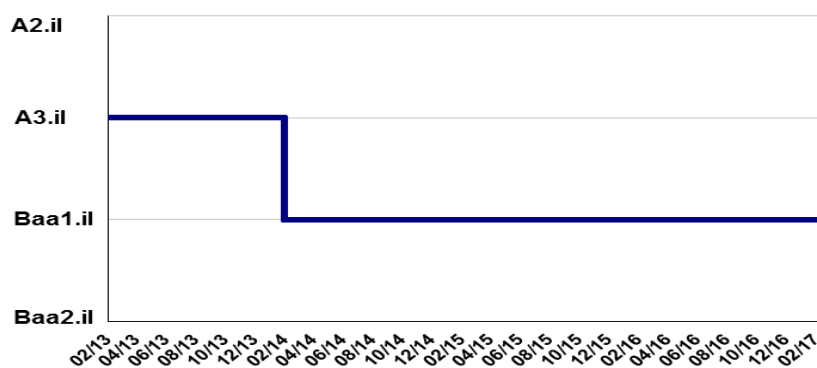
- המשך שחיקה ברווחיות
- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי ל EBITDA של 6.0

אודות החברה

צנורות המזה"ת הינה חברה תעשייתית מקומית העוסקת בייצור ושיווק צינורות פלדה ופלסטיק בקטרים שבין 100-2 אינטש, בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גיליון של מוצרי מתכת. החברה הינה היצרן היחיד בישראל של צינורות פלדה להולכה בקטרים עד 100 אינטש. החברה הינה ספק ויצרן הצנרת הגדול בישראל. חברת מקורות, מונופול אספקת המים בבעלות ממשלת ישראל, מהווה לקוח עיקרי של החברה. החברה מחזיקה בחברת פלסים (71%) העוסקת בייצור צינורות פלסטיק, בחברת הכוכב (97.5%) המייצרת ומשווקת מגופים ומדי מים (באמצעות חברת הבת מדי ורד), בחברת מצרפלים (25.1%) המייצרת צינורות טפטוף והשקיה וצנרת להשקיה ולתחום התקשורת ובחברת שגיב (50%) המייצרת מוצרי פליז שונים וברזים ושסתומים כדוריים לתחומי המים, הגז והנפט. בעלת המניות העיקרית הינה גאון אחזקות המחזיקה בכ- 67.38% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי קרן וילה (57.2%). מנכ"ל החברה הינו מר גיא רגב ויו"ר הדיקטוריון הינו מר הראל בית און.

² יחסי הכיסוי לעיל כוללים היוון הוצאות השכירות להן מחויבת החברה בהתאם להסכם ההתקשרות עם רוכש המקרקעין בצריפין.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[צנורות המזרח התיכון בע"מ - Credit Review, אוגוסט 2016](#)

[צנורות המזרח התיכון בע"מ - דו"ח מעקב, נובמבר 2015](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה יצרנית, דצמבר 2015](#)

[מתודולוגיה להתאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

08.02.2017	תאריך דוח הדירוג:
30.08.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
03.02.2013	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
צנורות המזרח התיכון בע"מ	שם יוזם הדירוג:
צנורות המזרח התיכון 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 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 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 סיכויי 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 סיכויי 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 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 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, דירקטורים 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.