

# קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

מעקב | יוני 2017

## אנשי קשר:

עידו בראב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

[Ido.barav@midroog.co.il](mailto:Ido.barav@midroog.co.il)

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

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

| אופק דירוג: יציב | Baa2.il | דירוג סדרות |
|------------------|---------|-------------|
|------------------|---------|-------------|

מידורג מותירה על כנו את הדירוג Baa2.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד' ו- 2) שהנפיקה קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ (להלן: "פלסטו-קרגל" או "החברה"). אופק הדירוג נותר יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

| סדרות אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג   | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|------------|---------------|---------|------------|------------------|
| ג'         | 7270101       | Baa2.il | יציב       | 30/05/2020       |
| ד'         | 7270119       | Baa2.il | יציב       | 01/08/2023       |
| 2          | 7270135       | Baa2.il | יציב       | 01/08/2021       |

### שיקולים עיקריים לדירוג

אנו מותירים את דירוג קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (קבוצת פלסטו-קרגל להלן "החברה"). "פלסטו" כשאנו מתייחסים למגזר האריזות הגמישות, "קרגל" כשאנו מתייחסים למגזר הקרטון הגלי) על כנו על רקע התקדמות תכנית העתקת המפעל בחברת הבת קרגל (להלן: "תכנית המעבר") תוך הסרה של חלק ניכר מסיכונים בניה, הקמה והביצוע. נותר עדיין סיכון הטמעה והרצה עד שקרגל תחל בפעילותה באופן מלא במפעל החדש. תכנית המעבר מחד, הגדילה את רמת החוב והמינוף בקבוצה אך מנגד, אנו לוקחים בחשבון שיפור בתזרים התפעולי של קרגל בעקבותיה (בעיקר בדרך של צמצום הוצאות), אם כי להערכתנו מדובר בשיפור בטווח ארוך, כאשר להערכתנו בטווח הקצר עדיין קיימים אתגרים לא מבוטלים. החברה רשמה הפסד נקי לשנת 2016 אשר נבע בין היתר מהוצאות חריגות וחד פעמיות ואנו מניחים כי לאור עלויות חד פעמיות משמעותיות עם התקדמות תכנית המעבר החברה צפויה לרשום הפסד נקי עמוק יותר בשנת 2017.

הדירוג נסמך על מעמדה העסקי היציב והוותיק של החברה, המתבטא בנתח שוק משמעותי ויציב בשני מגזרי הפעילות, סל מוצרים מגוון ונרחב ופיזור לקוחות סביר. החברה נשענת על שני מגזרי פעילות בעלי מאפייני סיכון דומים יחסית: אריזות גמישות ואריזות הקרטון הגלי. תעשיית הקרטון ותעשיית הפלסטיק מאופיינות שתיהן ברמת סיכון בינונית-גבוהה ומאופיינות ברווחיות נמוכה יחסית. קרגל הינה בעלת מעמד עסקי יציב ובסיס לקוחות ותיק ומפוזר, בהן מגוון רחב של ענפי משק מוטי ייצוא. פלסטו פועלת בתחום ייצור אריזות גמישות הינה בעלת מעמד עסקי יציב, נתחי שוק משמעותיים, סל מוצרים מגוון ופיזור לקוחות נרחב בארץ ובחו"ל. פלסטו פועלת בשווקי חו"ל ובשנים האחרונות מתמודדת עם אתגרי המיתון הכלכלי וסביבת המחירים הנמוכה באירופה. בנוסף, אנו מעריכים כי חסמי הכניסה לענף פחתו בשנים האחרונות וחלה עלייה בהיקף הייבוא המתחרה בקטגוריית המוצרים בעלי רמת בידול נמוכה. מכירות פלסטו לשוק המקומי הן בחלקם בעלי ערך מוסף נמוך ומאופיינות בחשיפה גבוהה למחירי חומרי גלם. מכירות החברה לחו"ל מתבססות גם על מספר מוצרים ייחודיים בהן לחברה ערך מוסף ומטים את הרווחיות לטובה, עם זאת נוכח היותה בחלק התחתון של שרשרת הערך, תוך רגישות מחיר גבוהה מצד הלקוחות - התוצאה הינה רווחיות נמוכה יחסית ותנודתית, המאפיינת את הענף.

בשנים האחרונות החלה החברה ביישום מדיניות איחוד אתרי פעילות במגזר האריזות הגמישות והתייעלות ושינויים ארגוניים במגזר הקרטון על רקע תכנית המעבר. אסטרטגיית החברה להמשך ההתמודדות עם האתגרים בסביבה העסקית הינה בצד תמהיל המוצרים, תוך מתן דגש לפיתוח של מוצרים בעלי ערך מוסף, שעדיין מהווים מרכיב נמוך בהכנסות החברה. החברה במאחד הציגה צמיחה שלילית בשלוש השנים האחרונות כשקרגל שומרת על סטגנציה יחסית במכירות ואילו פלסטו מציגה צמיחה שלילית במונחים שקליים, הן בשל תחרות גוברת בישראל, הן בשל ביקושים ממותנים באירופה והן בשל התחזקות השקל (בעיקר אל מול הליש"ט). בשנים 2017-2018, איננו מניחים צמיחה מהותית בפעילות במגזר הקרטון הגלי ובמגזר האריזות הגמישות אנו מניחים שחיקה נוספת במכירות אם כי מתונה עד צמיחה אפסית כאשר להערכתנו מאמצי הטמעה של מוצרים חדשים בשווקים חדשים מהווים וקטור חיובי המקוזז ע"י סביבת שערי החליפין (נכון להיום החל מתחילת השנה השקל התחזק מול הדולר בכ- 8.3%).

יחסי הכיסוי של פלסטו-קרגל צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של חוב פיננסי ל- EBITDA של 5.0-6.0 וחוב פיננסי ל- FFO בטווח של 7.0-9.0. יחס רווח תפעולי להוצאות מימון צפוי להערכתנו להיות בטווח 1.0-1.5 לפחות עד להבשלה מלאה של התוכנית. עם ההבשלה של תכנית המעבר אנו צופים שיפור ביחסי הכיסוי האמורים.

דירוג החוב של פלסטו-קרגל מביא בחשבון כי החוב נסמך על תלויה לאורך זמן של פלסטו בדיבדנדים מקרגל, כאשר לקרגל עצמה חוב פיננסי שישירות קודם להעלאת דיבדנדים לפלסטו, תוך שקיימים מגבלות על חלוקת דיבדנדים מצד המממנים של קרגל. מבנה זה של החוב יוצר נחיתות מבנית לחוב בפלסטו ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. אשר על כן, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי. נזילות של החברה (על בסיס עצמאי) הנה חלשה. להערכתנו, פלסטו אינה צפויה לייצר תזרימים חופשי (FCF) מהותי לאור רמת רווחיות נמוכה והשקעות שוטפות ברכוש קבוע. אנו מניחים כי לאור מצב הענף השקעות ברכוש קבוע הן קריטיות לשימור המעמד העסקי והתחרותי של החברה. כמו כן אנו לא מעריכים כי קרגל תעלה דיבדנדים לפלסטו לפני שנת 2019, נוכח מגבלות מצד המממנים של קרגל, ובכל מקרה מוקדם מדי מלהעריך את עיתוי והיקף התזרימים. מכאן, שירות החוב של פלסטו מבוסס על מחזור חוב.

נכון ליום 31.03.2017, לפלסטו מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתימות בסך של כ- 100 מיליון ₪ ולקרגל מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתימות בסך 80 מיליון ₪. לשתי החברות מערכת יחסים חובית וממושכת מול המערכת הבנקאית. לפלסטו ולקרגל מספר אמות מידה פיננסיות אשר בהן נדרשות לעמוד הן מול המערכת הבנקאית והן מול מחזיקי אגרות החוב. להערכתנו ישנן מספר אמות מידה פיננסיות אשר הן כ"א מהחברות צפויות לעמוד בהן במרווח מצומצם.

#### קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

| FY 2012 | FY 2013 | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | Q1 2016 | Q1 2017 |                                |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------|
| 786     | 773     | 776     | 769     | 747     | 191     | 203     | הכנסות                         |
| 15      | 14      | 15      | 24      | 17      | 6       | 9       | רווח תפעולי                    |
| 1.9%    | 1.8%    | 1.9%    | 3.2%    | 2.3%    | 2.9%    | 4.7%    | שיעור רווח תפעולי              |
| 64      | 65      | 68      | 77      | 68      | 19      | 21      | EBITDA *                       |
| (8.8)   | 13.2    | (8.3)   | 2.4     | (6.5)   | 0.5     | (1.7)   | רווח / (הפסד) נקי              |
| 42      | 17      | 38      | 33      | 24      | 24      | 34      | מזומנים ושווי מזומנים          |
| 362     | 292     | 346     | 329     | 378     | 356     | 411     | חוב פיננסי (ברוטו) **          |
| 55%     | 50%     | 55%     | 54%     | 58%     | 56%     | 60%     | יחס חוב פיננסי ל- CAP          |
| 5.1     | 4.2     | 4.8     | 4.1     | 5.1     | 5.8     | 5.3     | חוב פיננסי מותאם *** ל- EBITDA |
| 8.3     | 6.7     | 7.8     | 5.6     | 7.6     | 8.5     | 8.7     | חוב פיננסי מותאם *** ל- FFO    |
| 0.6     | 0.5     | 0.7     | 1.2     | 0.7     | 0.9     | 0.9     | EBIT להוצאות מימון             |

\* לפני הוצ' / הכנסות אחרות חד-פעמיות. שנת 2013 אינה כוללת קבלת שיפוי ביטוחי בגין נזקי שריפה שהתקיימה במפעל קרגל.

\*\* סך החוב הפיננסי בתוספת אשראי ספקים לרכישת רכוש קבוע.

\*\*\* יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית מידרוג להתאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, בחישוב 12 חודשים אחרונים.

#### קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליוני ₪)

| FY 2012        | FY 2013 | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | Q1 2016 | Q1 2017 | הכנסות               |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|
| 393            | 382     | 385     | 383     | 381     | 96      | 113     | תחום הקרטון הגלי     |
| 393            | 392     | 391     | 386     | 366     | 96      | 90      | תחום האריזות הגמישות |
| רווחות מגזריות |         |         |         |         |         |         |                      |
| 1.8%           | 1.5%    | 3.2%    | 4.8%    | 3.4%    | 4.1%    | 7.6%    | מגזר הקרטון הגלי     |
| 2.1%           | 2.2%    | 0.7%    | 0.2%    | 1.0%    | 1.6%    | 1.0%    | תחום האריזות הגמישות |

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## סיכון ענפי בינוני-גבוה, תחומי פעילות ומוצרים במורד שרשרת הערך בעלי בידול נמוך וחשיפה גבוהה למחירי חו"ג

פלסטו-קרגל הינה קבוצה תעשייתית הפועלת באמצעות חברות בנות בשני מגזרי פעילות עיקריים בארבעה אתרי ייצור בארץ: ייצור, עיבוד ושיווק אריזות גמישות ויריעות פוליאטילן ("מגזר האריזות הגמישות"), וכן, ייצור עיבוד ושיווק של לוחות ואריזות קרטון גלי ("מגזר הקרטון הגלי"). הכנסות הקבוצה נחלקו באופן שווה בין שני מגזרי הפעילות (כ- 50% מהמכירות) בשנים 2015-2016. במסגרת מגזר האריזות הגמישות (המרכזת את פעילות מגזר זה בעצמה וביחד עם החברות הבנות קרגל אריזות גמישות ו-מור תעשיות פלסטיק) מייצרת ומשווקת פלסטו שרולים ויריעות מתערובות של פולימרים, המשמשים לייצור אריזות גמישות ולמינציה וכן עוסקת בייצור של אריזות גמישות, המיוצרות מאותן יריעות פוליאטילן, דוגמת שקים ושקיות בעלי תכונות משתנות, אריזות גמישות למוצרי תעשייה, מזון, טואלטיקה וכיו"ב. פעילות החברה במגזר זה מיועדת לשוק המקומי ולשוקים בחו"ל ובעיקר באירופה. ענף האריזות הגמישות ומוצרי הלמינציה מאופיין להערכתנו בסיכון ענפי בינוני עד גבוה. הביקושים בשוק המקומי מושפע בעיקר מהתל"ג ומתבסס בעיקר על שווקי המזון והכימיקלים והגומי, אשר מושפע מושפעים לחיוב ממגמות צרכניות וכלכליות בארץ ובעולם. כך, לפי ממצאי חברת היעוץ העולמי Smithers Pira<sup>1</sup> מחודש מאי 2017, מחזור המכירות העולמי צפוי לצמוח בשיעור שנתי ממוצע של כ- 4.3% עד שנת 2022. תחזית זו מבוססת על מספר גורמים שעיקרם צמיחה במדינות אסיה פסיפיק נוכח ביקוש גובר למזון ארוז על מגוון מוצרי יחד עם הכנסה פנויה הולכת וגדלה של הצרכנים, והגידול הטבעי באוכלוסייה. בידול מוצרים נמוך דוחף את היצרניות בענף לפתח ולשווק מוצרי "פרימיום" בעלי ערך מוסף גבוה המאופיינים בתחרות נמוכה ורווחות גבוהה יותר. לכך תורמות גם מגמות השוק בשנים האחרונות, של עלייה במודעות לשמירה על הסביבה, יצירת מוצרים קלים יותר ומוצרים שומרי טריות ואריזות אישיות. התחרות בענף הינה גבוהה, הן בשוק המקומי והן בשוק העולמי, כאשר בשנים האחרונות, עם התחזקות השקל ומחירי האנרגיה נמוכים, הוזל הייבוא וכדאיותו עלתה בעיקר במוצרים הפשוטים בעלי ערך מוסף נמוך. מיקום הענף בשרשרת הערך יוצר חשיפה גבוהה למחירי חומר הגלם וללקוחות תעשייתיים רגישי מחיר. הדבר התבטא בירידה מחירי המכירה בשלוש השנים האחרונות מאז "המחאה החברתית" שגרמה ליצרניות המזון הגדולות להפחית מחירים, ובשרשור אל הספקים (יצרני האריזות). הענף סבל כאמור מתחרות חריפה, יחד עם החולשות האינהרנטיות שתוארו לעיל ובשנים האחרונות ירד מספר השחקנים בענף נוכח חדלות פירעון ("אקסטרא פלסטיק" לדוגמא) וכן מיזוגים ורכישות. הענף כולו חווה שינויים טכנולוגיים בשנים האחרונות אשר מחייבים את היצרניות לבצע השקעות גבוהות בציוד ומכונות באופן תדיר על מנת לשמר מעמד עסקי חזק באמצעות פיתוח מוצרים חדשניים. הענף מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית בפן הייצור, לאור הידע התפעולי הנדרש ובהיבט המוצרים המתוחכמים, וכן הצורך בהשקעות הוניות מהותיות.

מגזר הקרטון הגלי, מרוכז תחת החברה הבת קרגל בע"מ ("קרגל"), במסגרתו עוסקת החברה בייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה והובלה של תוצרת חקלאית ומוצרי תעשייה, מזון, היי-טק ומעבדי קרטון גלי. ענף הפעילות הינו מקומי וריכוזי, נשלט ע"י ארבע יצרניות מקומיות עיקריות והוא מוגן יחסית בפני ייבוא מתחרה בשל עלויות שינוע גבוהות ביחס לשווי, כמות ונפח המוצר. הביקוש בשוק הקרטון הגלי מאופיין בגידול מתמיד בצריכת הקרטון הגלי בארץ ובעולם אשר מושפע מהגידול בתוצר הגולמי, העלייה ברמת החיים והגידול הטבעי באוכלוסייה. עיקר המוצרים הינם פתרונות אריזה בסיסיים עבור ענפי התעשייה, החקלאות והמזון ובין היצרניות לא קיים בידול וערך מוסף ניכר לכן ישנה חשיבות רבה למבנה התמחור, לזמינות וליתרונות הלוגיסטיים. חומרי הגלם העיקריים הינם נייר בתולי ונייר ממוחזר הנסחרים בשוק הבינלאומי ומחירים מושפע ממחירי האנרגיה. מאפייני הסיכון של ענף הקרטון הגלי דומים מאוד לאלו של ענף האריזות הגמישות, אלא שמבנה הענף בשוק המקומי וחוסר הכדאיות בייבוא, גוזרים רמת תחרות מתונה יותר, המשפיע לחיוב על רווחיותו ועל פרופיל הסיכון.

גמישות המחיר הן בענף האריזות והן בענף הקרטון הנה נמוכה ומכאן חברות בענף נוהגות לחסוך ולהתייעל בסעיף ההוצאות.

## הרווחיות החלשה תימשך נוכח לחצים תחרותיים מצד ייבוא וחרף הערכתנו לגידול במכירות לחו"ל

פלסטו (מגזר האריזות הגמישות) הינה אחת משלוש החברות הגדולות בישראל (על פי הערכת החברה) בענף האריזות הגמישות, לצד מספר רב של יבואנים, ולה מוצרים בפיזור רחב. מעמדה העסקי של החברה נשען על יכולות ייצור ופיתוח גבוהות, הצעת סל

<sup>1</sup> The Future of Flexible Packaging to 2022 - May 2017

פתרונות מגוון באיכות גבוהה למגוון לקוחות בעלי קשר רב שנתי עם החברה, אשר מרביתם חברות גדולות ומובילות בתחומן. כ- 60% מסך מכירותיה של פלסטו נבעו מהשוק המקומי על מגזרי השונים, לרבות חברות תעשייתיות (בעיקר מזון וכימיקלים), גופים ממשלתיים, מוסדות פיננסיים ורשתות קמעונאיות. בשנים האחרונות הגדילה החברה את חשיפתה ללקוח בישראל והגדילה את ריכוזיות הלקוחות. חסמי כניסה נמוכים והתחזקות השקל מול סל המטבעות העלתה את אטרקטיביות היבוא (בעיקר מטורקיה וספרד). בין השנים 2013-2016 היקף המכירות הכספי של החברה לשוק המקומי ירד בשיעור שנתי ממוצע (CAGR) של כ- 4.8% (בשנת 2016 ירידה של 3.8%).

מכירות המגזר לשווקים בחו"ל ירדו בכ- 6.9% בשנת 2016 זאת לאחר מגמת עלייה רב שנתית בשנים 2013-2015 עם גידול שנתי ממוצע של כ- 6.5%, נוכח החלשות שערי החליפין אל מול השקל (בעיקר הליש"ט והאירו) וירידה במחירי המכירה. עיקר המכירות בחו"ל הינן של מוצרי אריזה מוגמרים אשר מתבצעות באמצעות חברות שיווק בנות, מפיצים וסוכנים המשווקים את מוצרי החברה באירופה (בעיקר אנגליה), אמריקה ובמדינות נוספות. שיעור הרווחיות בשוק הבינ"ל גבוה מהשוק המקומי וזאת לאור תמהיל המוצרים הנמכר לחו"ל, בעיקר מוצרי פרמיום בהם יש לחברה יתרון. חלק קטן מהכנסות המגזר, נובע ממוצרים ייחודיים בעלי ערך מוסף המאופיינים בשולי רווח גבוהים ומהווים יתרון מול מתחרותיה, כאשר החברה פועלת להגדיל את מכירותיה בנישה זו (אשר נכון למועד דוח זה אינה מהותית בחברה) דרך פיתוח מוצרים חדשים המשלבים פיתוחים מתוחכמים יותר. דוגמאות למוצרים אלו הן מעטפות הבטיחות (המאפשרות מתן פתרונות לשינוע מזומנים, דברי ערך, ומידע מסווג, באופן מבוסס ומבוקר), אריזות למזון מצונן ורשתות משולבות לאריזת תוצרת חקלאית ועוד.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018 מעריך כי לחצים תחרותיים מצד יבוא ישחקו את מחירי המכירה השפעה שתקוזז חלקית עם הערכתנו לגידול מתון במכירות לחו"ל. מבנה הוצאות קבועות גבוהות וגמישות מחיר נמוכה כפי שצוין לעיל מעיבים על הרווחיות הגולמית של החברה, אשר נשחקה בשנים האחרונות בעיקר עקב לחצים תחרותיים שהובילו לירידה כמותית במכירות וגם הקשתה על החברה לשמור על המרווח המסחרי. כך, התחזקות השקל מול המטבעות השונים בשנים האחרונות (לרבות רבעון ראשון 2017) הגבירה את התחרות בתחום האריזות הגמישות בארץ ופגעה ביכולת התחרותיות בשווקי חו"ל וכתוצאה מכך הביאו את החברה למצב בו היא מתקשה להעלות מחירים ומנגד מאבדת נתח שוק ויורדת בכמויות המכירה. עפ"י תחשיבי החברה, התחזקות השקל אל מול הליש"ט, הדולר והאירו בשנת 2016 גרמה לפגיעה בהיקף של כ- 11.4 מיליון ₪ בהכנסות (כ- 10 מיליון ₪ מתוכם בגין הליש"ט) וכ- 1.4 מיליון ₪ ברווח התפעולי. שחיקה בהכנסות בשילוב עלויות ייצור גדולות שאינן מוצמדות לחוזי מכירה (חשמל, מים, שכר עובדים, ארנונה ואחרות) ועלויות תפעול, הביאו לידי שחיקה מהותית ברווחיות החברה בשנתיים האחרונות זאת בתוספת לעלויות החדירה של החברה לשוק האנגלי שהייתה כרוכה בהוצאות מכירה ושיווק גבוהות יחסית ובעלת תרומה נמוכה בשנת 2016. העברת הפעילות מיבנה לשדרות כפי שמקבלת ביטוי מלא בשנת 2016 הביאה לחסכון בהוצאות כפי שצפתה החברה. להערכתנו, בתרחיש הבסיס החברה תשמור על רווחיות תפעולית נמוכה של 1.5%-2.5%, כאשר אנו מניחים כי בזמן הקצר תמצא בטווח התחתון, ולאורך זמן היא עשויה לשפר את שיעורי הרווחיות נוכח הסטה לתמהיל מוצרים בעל ערך מוסף המתאפיין ברווחיות גבוהה יותר (אשר נכון למועד דוח זה אינם מהווים נתח מהותי בחברה), שיפור תנאי הרכש וניהול ממוקד עם מינוי של מנכ"ל חדש לחטיבה.

### **שיפור במבנה הפיננסי והעסקי של פלסטו, לצד רה-ארגון תוך העתקת מפעל קרגל**

כחלק מאסטרטגיה למיקוד ושיפור מבנה ההון השלימה הקבוצה באוגוסט 2016 מהלך עסקת מיזוג במסגרתה החברה, רכשה את קרגל (חברת האם) תמורת הקצאת מניות לבעלי המניות והלוואת מוכר.

קרגל עומדת לקראת סיום תכנית העתקת המפעל מלוד למפעל החדש באזור התעשייה "עידן הנגב" בלהבים (להלן: "תכנית המעבר"). תכנית זו נאמדת בהיקף השקעה של כ- 180 מיליון ₪, מתוכם כ- 115 מיליון ₪ עלויות בהקמת מבנה, והשאר מתפרסות על פני עלויות מעבר הכוללות העברה, רכישה ושדרוג מכונות וציוד, הגדלת מלאים, וכן עלויות מעבר עקיפות, וזאת לצד רה-ארגון במצבת העובדים הכוללת הכשרה וקליטה של עובדים חדשים ופרישת עובדים ותיקים. מהלך זה הינו מהותי ביותר עבור קרגל והקבוצה. נציין כי בד בבד, עלות בניית המפעל והעתקתו גזרה על החברה גידול חד בהיקף החוב הפיננסי ועלויות משכנתא (קרן וריבית) אשר צפויות לעמוד על 8-9 מיליון ₪. חוזה השכירות של המפעל בלוד למול משכיר הנכס (אמות) הנו עד לשנת 2032 ומייצג כ- 12 מיליון ₪ הוצאות שכ"ד. נכון למועד דו"ח זה החברה במהלך מו"מ מתקדם להשכיר חוזים אלו ונכון למועד דו"ח זה כ- 40% חוזים תתומים (במונחי הוצאות שכירות בגילום שנתי).

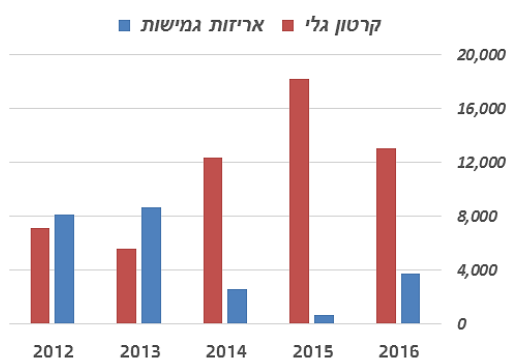
אנו מקנים סיכון מסוים בתכנית המעבר אם כי זה התמתן במהלך השנה האחרונה נוכח ירידה בחשיפה לסיכונים הביצוע, עם סיום הקמת המבנה, וסיכונים המעבר אשר פחתו משמעותית להערכתנו.

### מגזר הקרטון הגלי - מעמד דומיננטי בשוק המקומי וחסמי ייבוא מביאים לתחרות מתונה יחסית ורווחיות טובה הממתנת את השחיקה המתמשכת ברווחיות האריזות הגמישות, צפי לחולשה בטווח הקצר ושיפור בטווח הבינוני עם השלמת תוכנית המעבר

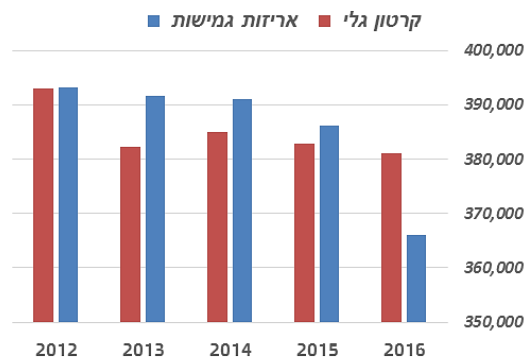
מיצובה העסקי של קרגל חזק נוכח היותה בעלת נתח שוק יציב של 25%-27% (ע"פ הערכת החברה), מאופיינת בפיזור לקוחות רב, כאשר מכירותיה מופנות בעיקר לשוק המקומי, אם כי חלק מלקוחותיה הינם יצואנים. תחום הקרטון הגלי הציג סטגנציה מסוימת בין השנים 2013-2016 נוכח ירידה במחירי חומרי הגלם, שחיקה מתונה במחיר מכירה וחשיפה לסקטור החקלאות אשר נפגע בשנת 2016. לחברה יתרון בשימוש בחומרי גלם, יתרון טכנולוגי באמצעות צורכת בעיקר נייר גולמי ממוחזר בשיעורים גבוהים מהממוצע בענף- נייר זה מאופיין במחיר נמוך בשיעורים ניכרים.

להערכתנו, בשנים הקרובות מכירות קרגל יצמחו בשיעור מתון בהתאם לצמיחת שוק הקרטון בישראל המושפע בין היתר מגידול בתמ"ג, שינויים ברמת החיים והיקף הייצוא בישראל. קרגל מציגה רווחיות גולמית הנמצאת במגמת שיפור בשנים האחרונות נוכח תוכנית התייעלות. קרגל מציגה אף היא רווחיות חלשה יחסית, אך טובה משל פלסטו, עם שיעור רווח תפעולי של כ- 3.0% בממוצע בשלוש השנים 2014-2016 {כ- 3.4% (4.9% מנוטרל תגמול מיוחד ליו"ר) בשנת 2016}. על פי הערכות הנהלת קרגל, תכנית המעבר צפויה להסתיים ברבעון 4 של שנת 2017. להערכתנו, בטווח הקצר תוצאות קרגל יושפעו לשלילה ממהלך המעבר נוכח הוצאות כפולות (כדוגמת שכירות, שכ"ע, ביטוחים וכו'), הוצאות בלתי צפויות, התאמות למפעל החדש, כאשר לאורך זמן קרגל תציג שיפור נוסף ברווחיות התפעולית בעקבות העתקת המפעל ללהבים אשר תביא לשיפור מבנה העלויות ומיצוי מהלכי התייעלות. הערכות החברה הן לחסכון תפעולי של כ-23 מיליון ש"ח מדי שנה. חיסכון זה נובע בין היתר מצמצום משמעותי בהוצאות השכר הנובע הן מירידה בכוח האדם והן מירידה בעלות הממוצעת לעובד, צמצום הוצאות שכר דירה, ארנונה, וכן שיפור טכנולוגי התורם לעליה בניצולת ולירידה בפחיתים. אנו מניחים רווחיות תפעולית של כ- 5%-3% בשנים 2017-2018 כשהגבול התחתון מתייחס לשנת 2017 המאופיינת ברווחיות נמוכה המושפעת לשלילה משנת המעבר ואלו בשנת 2019 עם הנבת המפעל אנו צופים רווחיות תפעולית של 6%-7%.

רווח מגזרי לפי מגזרי פעילות (אלפי ש"ח)



מכירות לפי מגזרי פעילות (אלפי ש"ח)



### רמת מינוף סבירה ביחס לדירוג, צפי לשיפור בהיקפי התזרים יחסי כיסוי החל משנת 2019

על בסיס תרחיש הבסיס, אנו צופים כי בשנים 2017-2018 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) מאוחד ינוע סביב סך של כ- 65 מיליון ש"ח וכ-85 מיליון ש"ח בהתאמה, והתזרים מפעילות (FFO) ינוע סביב סך של כ- 45 מיליון ש"ח וכ- 65 מיליון ש"ח בהתאמה. פלסטו ללא קרגל צפויה להערכתנו להציג EBITDA בטווח של 27-30 מיליון ש"ח ו- FFO בטווח של 16-18 מיליון ש"ח. כמו-כן נוכח צפי להיקפי השקעות מהותיות בשנים אלו (בעיקר לאור הוצאות תכנית המעבר) להערכתנו התזרים החופשי (FCF) צפוי להיות שלילי נמוך עד חיובי נמוך בשנים אלו. להערכת מידורג בשנת 2019 צפויה החברה במאוחד להציג EBITDA שינועו בטווח של 70-85 מיליון ש"ח, המגלם חיסכון ל- EBITDA של כ- 15 מיליון ש"ח בגין תכנית המעבר כמפורט לעיל, וכן צפי ה- FFO לנוע בטווח 70-85 מיליון ש"ח. לחברה חוב פיננסי ברוטו מאוחד בהיקף של כ- 410 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.2017, והוא כולל כ- 170 מיליון ש"ח חוב ברמת

פלסטו (מכך כ- 144 מיליון ₪ אגרות חוב), והיתר חוב של קרגל, הכולל כ- 80 מיליון ₪ הלוואה מגוף מוסדי, כ- 60 מיליון ₪ הלוואות ליווי בניה למימון הקמת מפעל קרגל והשארית בנקים לזמן קצר. יחס החוב פיננסי ברוטו למקורות הוניים (חוב ל- CAP) של החברה ליום 31.3.2017 עמד על שיעור של כ- 60%, כאשר להערכותינו סך החוב ושיעורו מה- CAP צפויים לעלות במידה מתונה בטווח הקצר בינוני.

בהתאם לאמור לעיל, יחסי הכיסוי חוב פיננסי ל- EBITDA וחוב פיננסי ל- FFO של החברה במאחד צפויים להערכתנו לעמוד בטווח הזמן הקצר, כלומר שנת המעבר, בטווחים של 5.0-6.0 ו-7.0-9.0. בטווח הבינוני-ארוך, עם הנבה מלאה של החיסכון ממעבר המפעל ללהבים, אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי אלו יעמדו בטווחים של 4.0-5.0 ו-5.0-6.0. בתוך כך, בחנו גם את יחסי הכיסוי של פלסטו עצמה ללא תרומת הפעילות של קרגל, כמדד לגמישות הפיננסית העצמאית של החברה, זאת מפני שקרגל מנועה מלהעלות דיבידנדים לפלסטו בשנים 2017-2018 ואף אין לה בשנים הללו התזרימים הנדרשים לכך. פלסטו צפויה להציג יחסי כיסוי<sup>2</sup> חוב פיננסי ל- EBITDA וחוב פיננסי ל- FFO בטווח של 5.0-7.0 וכ-7.0-10.0 בהתאמה.

### צורכי השקעה גבוהים יחסית לתזרים התפעולי

לפלסטו היסטוריה של השקעות הוניות גבוהות יחסית, וזאת בכדי לתמוך בשיפורים טכנולוגיים במוצריה ובמטרה לשפר את יכולות היצור בפן התפעולי ובפן הטכנולוגי. היקף השקעות ההוניות בתקופה 2014-2016 עמדו על 20-30 מיליון ₪ בשנה, וכללו בית היתר את העתקה ומיזוג מפעל לשדרות. לפיכך, הרווחיות התפעולית הנמוכה של החברה מגלמת בין השאר גם היקף הוצאות פחת גבוה. בקרגל סך היקף ההשקעות לשמירת הקיים נאמד סביב 15 מיליון ₪. עלות העתקת המפעל נאמדה לכ-180 מיליון ₪ כשמתוכנן נותר להשקיע סך של כ- 55 מיליון ₪. מימון התכנית מגיע בעיקרו מהלוואות ליווי בנייה בסך 65 מיליון ₪, הלוואה מגוף מוסדי והון עצמי. בשנות התחזית אנו צופים כי כ"א מהחברות תשקיע בהיקף של 60%-80% מהפחת השנתי.

### נזילות חלשה במגמת שיפור. שיפור בגמישות הפיננסית עם קבלת נכס מהותי (אחזקה בקרגל) במסגרת העסקה. מסגרות אשראי מחייבות בהיקף רחב

דירוג החוב של פלסטו-קרגל מביא בחשבון כי החוב נסמך על תלותה לאורך זמן דיבידנדים מקרגל, כאשר לקרגל עצמה חוב פיננסי שישורת קודם להעלאת דיבידנדים לחברה המאוחדת, תוך שקיימים מגבלות על חלוקת דיבידנדים זו מצד המממנים של קרגל. מבנה זה של החוב יוצר נחיתות מבנית לחוב ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. אשר על כן, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי.

נזילות החברה בסולו ביחס לצורכי שירות החוב חלשה ונשענת בעיקר על מיחזור חוב ומסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ נכון ליום 31.03.2017. נציין כי לחברה מערכת יחסים יציבה וממושכת מול מספר בנקים.

ה- EBITDA של פלסטו צפויה כאמור להערכתנו לנוע בטווח של 27-30 מיליון ₪ לשנה (2017-2018), אולם הוצאות מימון בהיקף לא מבוטל והשקעות הוניות שיעמדו להערכתנו בהיקף של לפחות 60%-80% מגובה הפחת השנתי, צפויים להותיר בידי החברה תזרים חופשי (FCF) אפסי, בהתעלם מתנודות בהון החוזר. נציין עוד כי איננו מניחים חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. היתרות הנזילות החופשיות בחברה (סולו) מסתכמות לסך של כ- 8 מיליון ₪ ליום 31.03.2017. צרכי פירעון קרן החוב לשנים 2017 ו-2018 מסתכמים לכ- 16 ו-14 מיליון ₪ בהתאמה. עומס הפירעונות עולה החל משנת 2019.

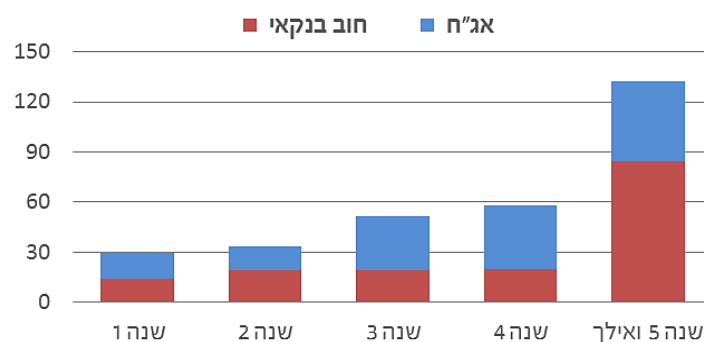
במהלך השנה האחרונה החברה שיפרה את נזילותה וגמישותה הפיננסית נוכח מספר מהלכים, הכוללים הנפקת אג"ח והגדלת מסגרות האשראי מהמערכת הבנקאית וכן קבלת נכס מהותי בעקבות עסקת מיזוג קרגל.

קרגל להערכתנו צפויה לייצר תזרים EBITDA של 40-55 מיליון ₪ (2017-2018) ו-60-65 מיליון ₪ המביאים לתזרים חופשי חיובי (בנטרול ההשקעות המיועדות לתוכנית המעבר הממומנות במסגרות אשראי והלוואות שנחתמו). השלמת התוכנית צפויה לתרום לקרגל חסכון תזרימי אשר עשויים לשמש בעתיד גם לחלוקת דיבידנדים לפלסטו-קרגל, אם כי איננו מעריכים כי קרגל תזרים דיבידנדים לחברה לפני שנת 2019, בן היתר לאור מגבלות מצד המממנים של קרגל, אך נציין שמקדם מדי מלהעריך את עיתוי והיקף תזרימי המזומנים.

<sup>2</sup> יחסים אלו אינם כוללים חוב בין-חברתי בסך של כ-85 מיליון ₪.

לחברה מספר אמות מידה פיננסיות אשר בהן נדרשת לעמוד הן מול המערכת הבנקאית והן מול מחזיקי אגרות החוב הקובעות בין היתר יחסי הון עצמי למאזן, חוב ל-EBITDA וחוב לז"ק אל מול הון חוזר. ליום 31.03.2017 החברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות. אנו מניחים כי בשנים 2017-2018 יעמדו כ"א מהחברות במרווח צר מול אמות המידה.

#### **קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (מאוחד) - לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.03.2017 (במיליוני ₪):**



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק והלוואות און קול בסך של כ- 100 מיליון ₪ ליום 31.03.2017.

#### **אופק הדירוג**

##### **גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- סיום תכנית המעבר ועמידה ביעדי ההתייעלות שהציגה החברה
- שיפור מהותי ומתמשך ברווחיות החברה

##### **גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:**

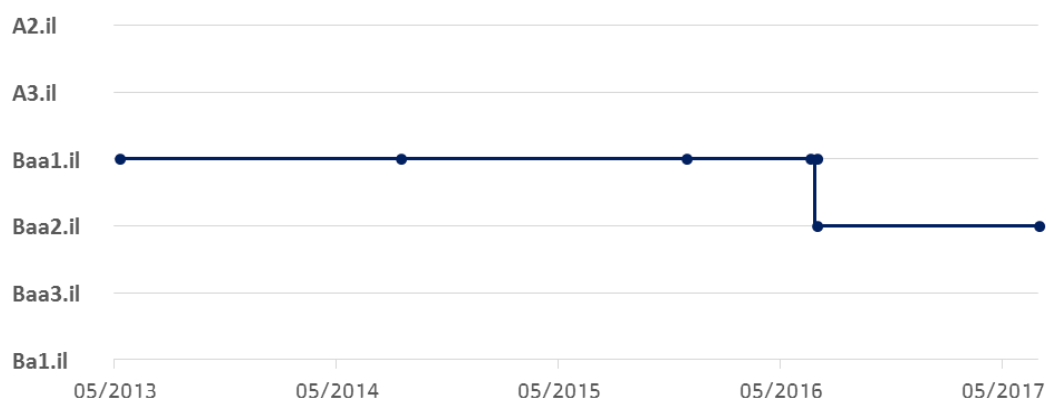
- ירידה ברווחיות פלסטו סולו (ללא קרגל) מעבר לצפי מידורג
- שחיקה משמעותית לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA במאוחד
- שחיקה משמעותית ביחס החוב ל- CAP

#### **אודות החברה**

קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת במישרין ובאמצעות חברות בנות בבעלות בשני תחומים עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור, פיתוח ושיווק מוצרי אריזה על בסיס פוליאולפינים ופוליאטילן. סל המוצרים של המגזר כולל שתי קבוצות מוצרים עיקריות, בעלות שיעורי רווחיות דומים. קבוצת המוצרים הראשונה הינה האריזות הגמישות: שקים ושקיות אריזות גמישות אחרות, המשווקות לתעשיית המזון וללקוחות מסחריים שונים. קבוצת מוצרים שנייה כוללת שרולים ויריעות פוליאטילן חד ורב שכבתיות, המשווקות לתעשיית הגומי וכחומר גלם בייצור אריזות גמישות.

בקבוצה מועסקים כ- 760 עובדים והיא פועלת ב-4 אתרי ייצור בארץ, ובאמצעות חברות שיווק בחו"ל משווקת את מוצרי תחום האריזות הגמישות. בעלת השליטה בקבוצה הינה סי אי תעשיות קרטון בע"מ המחזיקה בכ-44.4% ממניות החברה. בעלי עניין נוספים הינם כלל תעשיות (23.1%) וקרן סקיי (10%) וקרן בראשית (7%) מנכ"ל הקבוצה החל משנת 2005 הינו מר גבריאל נגר ויו"ר הדירקטוריון הינו מר ניר דור.

#### **היסטוריית דירוג**



## דוחות קשורים

[פלטנו-שק בע"מ עדכון לפעולת דירוג - יולי 2016](#)

[פלטנו-שק בע"מ, פעולת דירוג - יוני 2016](#)

[דירוג חברות תעשייה יצרנית, דו"ח מתודולוגי - דצמבר 2015](#)

[התאמה בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

|                       |                                      |
|-----------------------|--------------------------------------|
| 29.06.2017            | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 26.07.2016            | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 07.05.2013            | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| קבוצת פלטנו-קרגל בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| קבוצת פלטנו-קרגל 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 וליסכוני 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 ראוי 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.