

קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

מעקב | מרץ 2019

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

קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ

דירוג סדרות	Baa3.il	אופק דירוג: יציב
-------------	---------	------------------

מידורג מודיעה על הורדת הדירוג של אגרות החוב (סדרות ג', ד' ו- 2) שהנפיקה קבוצת פלסטו - קרגל בע"מ (להלן: "פלסטו-קרגל" או "החברה") מ- Baa2.il ל- Baa3.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרות אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	7270101	Baa3.il	יציב	30/05/2020
ד'	7270119	Baa3.il	יציב	01/08/2023
2	7270127	Baa3.il	יציב	01/08/2021

שיקולים עיקריים לדירוג

לאור עלויות מהותיות שנבעו מהעברת פעילות הייצור של קרגל בע"מ ("קרגל"), חברה בת בבעלות מלאה של החברה, לאתר החדש בלהבים קיימת להערכתנו אי וודאות גבוהה יותר לגבי היתכנות קבלת דיבידנד מהאחזקה בקרגל בטווח הקצר, והערכתנו כי תרומה תזרימית שכזאת לא תבוצע טרום חציון שני 2021, זאת כאשר בחלוף הזמן נמשכת השחיקה ברווחיותה של פלסטו, אשר מייצרת תזרים חופשי חלש מבלי שאנו מעריכים פוטנציאל שיפור, מובילות אותנו להוריד את דירוג אגרות החוב (ג', ד', 2) שהנפיקה קבוצת פלסטו קרגל.

עוד במועד המעקב הקודם הערכנו כי הגמישות הפיננסית של החברה חלשה. אמנם החברה דיווחה מאז כי קיבלה כתיב וויתור מבנקים תוך שינוי מספר אמות מידה פיננסיות, ובעקבות כך צומצמו מספר אמות מידה פיננסיות תוך התאמה למצב העסקי של החברה, אולם לצד זאת ציינו להנבה משמעותית יותר בגין תוכנית המעבר של קרגל בשנת 2019, מה שאנו מעריכים כיום בקצב איטי יותר מהערכתנו הקודמת.

תוכנית המעבר של קרגל, אשר הסתיימה במחצית הראשונה לשנת 2018, עדיין לא הביאה לשיפור בתוצאות עקב הוצאות חיכויות לאחר תקופת המעבר שנמשכו בשנת 2018, כאשר הערכתנו מסתמכת על אומדן מידורג לתוצאות שנת 2018. נציין כי המעבר של קרגל גרם לאבדן מכירות לא מהותי בשנת 2017, כאשר עיקר נתחי השוק כבר הושבו לה בשלהי 2018.

ייצור האריזות הגמישות בישראל סובל בשנים האחרונות מכרסום במעמד היצרניות נוכח אלטרנטיבת יבוא חזקה וירידה מתמשכת בביקושים, היוצרים לחץ תחרותי מתמשך על מחירי המכירה. אלו הביאו לכך שבשנים האחרונות פלסטו אינה מציגה צמיחה בהכנסות וזאת בשילוב עם מבנה הוצאות קשיח, לאחר שכבר נעשו שורת צעדי התייעלות, מביאים לרווחיות חלשה מאוד עד שלילית, ואיננו מניחים שינוי מגמה בטווח הבינוני.

דירוג סדרות האג"ח של פלסטו-קרגל מביא בחשבון נחיתות מבנית לחוב בפלסטו ביחס לתזרימים שמייצרת קרגל מפעילותה. על כן, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי. פלסטו ללא קרגל צפויה להערכתנו להציג FFO של כ- 20 מיליון ₪ בשנת 2019, ובניכוי השקעות הונית צפויה לייצר תזרים חופשי של כ-5 מיליון ₪. אנו לא צופים קבלת דיבידנדים מקרגל בשנת 2019 ואף לא בשנת 2020, וזאת בעיקר בשל מגבלות חלוקה החלות על החברה הבת מצד מממנים. לפלסטו עומס פירעונות של כ- 32 מיליון ₪ בשנת 2019 וכ- 38 מיליון ₪ בשנת 2020, כאשר שירות החוב של פלסטו נשען על מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של 97.5 מיליון ₪ העומדות לחברה מצד מספר בנקים. הקושי בעמידה באמות מידה פיננסיות כאמור, מעביר על גמישותה הפיננסית של החברה. נציין בחיוב כי לחברה היקף רחב יחסית של מסגרות מימון מהבנקים לאורך שנות פעילות ארוכות. לחברה מערכת יחסים יציבה וממושכת מול מספר בנקים אשר תמכה בעבר ביכולת הוצאה לפועל של מהלכי מיחזור חוב. נציין כי החברה בוחנת מספר אפשרויות לעיבוי הנזילות בדרך של גיוס הון ואלו יתבהרו בטווח הקרוב.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו להתחזקות מסוימת ברווחיות קרגל, המהווה נכס איכותי יחסית עבור פלסטו, תוך פוטנציאל להקטנת החוב הפיננסי ברמת קרגל בשנה הקרובה, נוכח הערכתנו לתזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בחברה הבת. ברמת פלסטו, אנו צופים יציבות ברמת החוב הפיננסי. תזרים המזומנים החופשי של הקבוצה במאוחד צפוי לעמוד בטווח של 15-20 מיליון ₪.

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

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	1-9/2017	1-9/2018	
776	769	747	759	563	582	הכנסות
15	24	17	19	14	13	רווח תפעולי
54%	53%	58%	63%	64%	66%	יחס חוב ל- CAP
4.6	4.0	5.0	5.5	5.2	5.5	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
7.5	5.4	7.4	18.7	16.1	8.4	חוב פיננסי מותאם ל-FFO
0.7	1.2	0.7	0.7	0.7	0.5	EBIT להוצאות מימון

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

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	1-9/2017	1-9/2018	הכנסות
385	383	381	396	289	307	תחום הקרטון הגלי
391	386	366	362	273	275	תחום האריזות הגמישות
רווחיות מגזרית						
3.2%	4.8%	3.4%	4.0%	4.1%	4.5%	תחום הקרטון הגלי
0.7%	0.2%	1.0%	0.9%	0.9%	(0.4%)	תחום האריזות הגמישות

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

גמישות מחיר נמוכה בענפי הפעילות, כאשר תחום האריזות הגמישות סובל מחסמי כניסה נמוכים ואתגרים מצד היבוא

ענף האריזות הגמישות מוערך על ידינו בסיכון עסקי גבוה ואילו ענף הקרטון הגלי מאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה. הביקושים בענף האריזות הגמישות מצויים במגמת האטה לאורך השנים האחרונות, במתאם הפוך עם ענף הקרטון הגלי. 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, הכוללים את הפוליאתילן והפוליפרופילן. הענף דורש השקעות הוניות גבוהות על מנת לפתח מנועי צמיחה בדמות מוצרים חדשניים בטכנולוגיות מתקדמות. לאור התגברות התחרות בין יצרניות האריזות הגמישות בישראל, חלה שחיקה משמעותית ברווחיות שהובילה בין היתר לחדלות פירעון של חברות בענף ופירוק של מספר חברות. כתוצאה מכך ירד מספר היצרנים המקומיים בענף, אך התחרות מצד הייבוא נמשכת.

ענף הקרטון הגלי שהחברה פועלת בו באמצעות החברה הבת קרגל בע"מ ("מגזר הקרטון הגלי", כ- 53% מההכנסות במאוחד ב-4 הרבעונים האחרונים) הינו ענף של ייצור מקומי בעיקר, ומוגן יחסית בפני ייבוא מתחרה בשל עלויות שינוע גבוהות ביחס לשווי המוצר ולנפחו. עיקר המוצרים הינם פתרונות אריזה בסיסיים עבור ענפי התעשייה, החקלאות והמזון, והענף מאופיין בגידול מתמיד בשל עלייה בצריכת הקרטון הגלי בארץ ובעולם, המושפעת מהגידול בתוצר הגולמי, העלייה ברמת החיים והגידול הטבעי באוכלוסייה. הענף ריכוזי יחסית, ונשלט ע"י ארבע יצרניות מקומיות עיקריות. בין היצרניות לא קיים בידול וערך מוסף ניכר לכן ישנה חשיבות רבה למבנה התמחיר, לזמינות וליתרונות הלוגיסטיים. יצוין כי לחברה קיימת גם פעילות בתחום אריזות הקרטון המיוחדות. חומרי הגלם העיקריים הינם נייר בתולי ונייר ממוחזר הנסחרים בשוק הבינלאומי ומחירים מושפעים ממחירי האנרגיה. מבנה הענף בשוק המקומי וחוסר הכדאיות בייבוא, גוזרים רמת תחרות מתונה יחסית לענף האריזות הגמישות, המשפיע לחיוב על רווחיותו ועל פרופיל הסיכון.

שחיקה בהכנסות לצד המשך הוצאות ייצור גבוהות מובילות את פלסטו להציג רווחיות חלשה עד הפסדית, לצד הנבה בעקבות

תוכנית המעבר בקרגל - ובמאוחד הרווחיות עודנה חלשה

פלסטו רושמת בשנים האחרונות שחיקה בפעילות על רקע התחזקות היבוא. להערכת החברה, בשנים האחרונות חלה עלייה משמעותית בייבוא לארץ של אריזות גמישות מסוגים פשוטים, בעיקר מהודו, מתורכיה ומספרד, באיכות נמוכה יחסית ובמחירים נמוכים, עקב עודפי כושר ייצור בחו"ל והיעדר מכסים. מגמת הייבוא אינה פוסחת גם על היצרנים המקומיים, שחלקם בוחרים לייבא מוצרים מוגמרים מחו"ל על חשבון ייצור מקומי, גורם נוסף המעלה את לחצי המחירים בענף. כל אלו הובילו לירידה בהכנסות ויחד עם

מבנה הוצאות קשיח, הובילו לרווחיות תפעולית אפסית ואף שלילית. השחיקה מקבלת ביטוי הן בפעילות חו"ל והן בפעילות המקומית. כ- 62% ממכירות החברה הן לשוק המקומי וכ- 38% מהמכירות מיועדות ליצוא או שמתבצעות בחו"ל. להערכת החברה, צעדים שהיא נוקטת להרחבת פעילות הסחר צפויים להגדיל את המכירות והרווחיות.

בשנים האחרונות לאור הגברת התחרותיות במוצרים הפשוטים, השקיעה החברה בפיתוח מוצרים מתוחכמים בעלי ערך מוסף כנגד מוצרי הקומודיטי אשר מאופיינים במונחים נמוכים. כיום רווחיות החברה מקורה במוצרי למינציה ופוליאיתילן שונים, מוצרים ייחודיים בעלי ערך מוסף וכן פעילות הסחר באנגליה. עדיין, תמהיל המכירות מוטה למוצרים בעלי שולי רווח נמוכים, אשר אינם מפצים על היקף ההשקעות הכבדות שביצעה החברה בשנים האחרונות, ולנוכח היעדר הצמיחה בהכנסות, החברה מתקשה לשוב לפסי רווחיות. נציין כי פלסטו ביצעה מספר מהלכי התייעלות במהלך שלוש השנים האחרונות, התומכים בהוזלת העלויות ולאחרונה אף התייעלה וצמצמה את עלויות השכר. בטווח הבינוני, אנו מניחים סטגנציה במכירות ורווח תפעולי אפסי עד שלילי מתון. להערכתנו, פעילות הליבה תמשיך להציג הפסדים, אשר עלולים אף להעמיק, אך כאמור אלו יקוזזו חלקית ע"י שני מרכזי הרווח – סחר באנגליה והמוצרים המתוחכמים.

במגזר הקרטון הגלי, השיפור שצפינו בתוצאות קרגל בעקבות המעבר ללהבים, נדחק בעיקרו משנת 2018 ויורגש במהלך שנת 2019. בשנת 2018 השלימה קרגל את תכנית המעבר, והתמודדה עם עלויות חיכוכות הן בגין עלויות שכירות כפולה והן בשל עלויות שינוע בין המפעל בלהבים למפעל בלוד לצורך תהליך עיבוד ועלויות שכר עודפות. קרגל מפנה את מירב מאמציה להפחתה של ההוצאות החיכוכות ולהשגת התועלות והחסכונות הנובעים מהמעבר, ומניחה תרומה חיובית מצד מחיר הנייר הבתולי המשמש חומר גלם, המציג ירידה משמעותית בחודשים הראשונים של שנת 2019. מנגד, אנו מניחים כי לקרגל עדיין יש אתגרים מבחינת תוכנית המעבר בעיקר בפן העסקי, בשל סביבה תפעולית מאתגרת וכן לנוכח הצורך בחידוש ציוד. בשקלול שני אלו אנו צופים שיפור ברווחיות קרגל בשנת 2019 בהשוואה לשנת 2018. להערכתנו קרגל צפויה להציג גידול של 15-10 מיליון ₪ ברווח התפעולי במהלך שנת 2019, שהינו נמוך במעט מהשיפור שהערכתנו קודם לכן.

תרחיש הבסיס לגבי תוצאות פלסטו-קרגל במאחד מעריך כי שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית ינועו בטווח של 12%-13% וטווח של 5.0%-3.0%, בהתאמה (הטווח העליון מתייחס לשנת 2019 ולהנבה מלאה בגין תוכנית המעבר). תרחיש זה מתבסס על ההנחות שתוארו לעיל לגבי כל אחד מהמגזרים. נציין כי החברה צופה רווחיות תפעולית של 5.0%-7.0%.

צפי לשיפור ביחסי כיסוי נשען על תוצאות קרגל, אך נמוך מהערכותינו הקודמות. פלסטו שק אינה צפויה ליהנות מהתזרים של קרגל בעתיד הנראה לעין

להערכת מידרוג, פלסטו-קרגל צפויה בשנת 2018 לייצר EBITDA של כ- 74 מיליון ₪ ו-FFO של כ- 55 מיליון ₪, זאת לעומת כ- 69 מיליון ₪ וכ- 48 מיליון ₪ (בניטרול הוצאות העתקת המפעל), בהתאמה, בשנת 2017. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2019-2020, אנו מניחים EBITDA בטווח של 85-73 מיליון ₪ ו-FFO בטווח של 65-53 מיליון ₪. השיפור הצפוי ברווח בשנות התחזית נובע גם מצפי לאכלוס בשכירות משנה של מבנים ומקרקעין ששוכרת קרגל בלוד ופנו על ידה במהלך שנת 2018.

החברה עדכנה את תוכנית ההשקעות לשנת 2019 וזו צפויה לעמוד בקרגל על כ- 30 מיליון ₪, בעיקר נוכח חידוש הציוד ושיפורים במבנה בלוד לצורך השכרתם כאמור לעיל. להערכת החברה לפלסטו עצמה השקעות ברכוש קבוע בהיקפים של כ- 12 מיליון ₪ בשנת 2019, קיטון ביחס להשקעות בשנים עברו. כל אלו מובילים לתזרים חופשי במאחד של 20-15 מיליון ₪.

לחברה במאחד חוב פיננסי ברוטו בהיקף של כ- 464 מיליון ₪ ליום 30.09.2018 (חוב נטו של כ- 423 מיליון ₪ נכון לאותו מועד) והוא כולל כ- 151 מיליון ₪ חוב פיננסי ברמת פלסטו (מכך כ- 114 מיליון ₪ אגרות חוב), והיתר חוב של קרגל, הכולל כ- 77 מיליון ₪ הלוואה מוגף מוסדי, כ- 60 מיליון ₪ הלוואת ליווי בנייה למימון הקמת מפעל קרגל והשארת חוב בנקאי לזמן קצר. רמת החוב במגמת עלייה בשנים האחרונות, בעיקר על רקע צורכי הון חוזר, השקעות הוניות ותשלום עלויות מעבר. אנו צופים כי קרגל תקטין את החוב הפיננסי במהלך שנת 2019 בגובה החלויות השוטפות (כ- 25 מיליון ₪) וזאת על בסיס התזרים החופשי שהיא צפויה ליצר כמפורט לעיל. בשל כך, ובשל מגבלות חלוקה מצד המממנים, איננו מניחים שקרגל תעלה דיבידנדים לפלסטו. אנו מניחים בשנות התחזית יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ול- FFO סביב 4.5-5.5 ו- 6.0-8.0 בהתאמה.

נזילותה של פלסטו נשענת בעיקר על מסגרות אשראי והגמישות פיננסית עודנה חלשה

מבנה האחזקות בקבוצה גוזר קדימות לשירות החוב של קרגל מתוך מקורותיה על פני חלוקת דיבידנדים לשירות החוב בפלסטו. בהתאם לכך, אנו בוחנים את נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה גם על בסיס עצמאי.

פלסטו ללא קרגל צפויה להערכתנו להציג FFO של כ-20 מיליון ₪ ובניכוי השקעות הונית צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) של כ-5 מיליון ₪ וזאת למול עומס פרעונות של כ-32 מיליון ₪ בשנות התחזית. כאמור לעיל, אנו לא מעריכים כי חלוקת דיבידנדים מקרגל צפויה בעתיד הנראה לעין. שירות החוב של פלסטו נשען לפיכך על מסגרות אשראי מחייבות מבנקים, כפי שקרה גם בעבר. לחברה מספר מסגרות אשראי ממספר בנקים מקומיים. כל אחת ממסגרות האשראי הנה חתומה ומחייבת, בגינה משלמת החברה עמלת אי ניצול. לחברה שני סוגי מסגרות: האחד מהסוג שנותרת בתוקף ממועד חתימתה, אם לא חל בה שינוי והשני מסגרת אשר מחודשת מדי שנה לתקופה של שנה לפחות. על פי נתוני החברה ליום 31.12.2018, היקף מסגרות האשראי המחייבות והפנויות ברמת פלסטו נאמד ל כ-97.5 מיליון ₪. נציין כי לחברה מסגרות פנויות, שאינן מנוצלות, אף ברמת קרגל הנאמדות לכ-60 מיליון ₪.

לקבוצה מספר אמות מידה פיננסיות בגין כל אחת מהמסגרות. בתחילת השנה, ערכה הקבוצה שינוי במספר אמות מידה פיננסיות מול המערכת הבקאית הן ברמת פלסטו והן ברמת קרגל. על אף השינוי באמות המידה הפיננסיות, עדיין להערכתנו ישנן מספר אמות מידה בהן תתקשה הקבוצה לעמוד, בעיקר ברמת יחס שירות החוב בקרגל. פוטנציאל לאי עמידה באמות מידה פיננסיות כאמור מעיבים על גמישותה הפיננסית של החברה. להערכת החברה, הקבוצה צפויה לעמוד באמות המידה הפיננסיות, או לחילופין אלו יותאמו למצבה העיסקי.

נציין כגורם מממן כי לחברה מערכת יחסים יציבה וממושכת מול מספר בנקים אשר תמכה בעבר ביכולת הוצאה לפועל של מהלכי מיחזור חוב.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עמידה ביעדי ההתייעלות שהציגה החברה
- שיפור מהותי ומתמשך ברווחיות החברה
- גיוס הוני בהיקפים משמעותיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

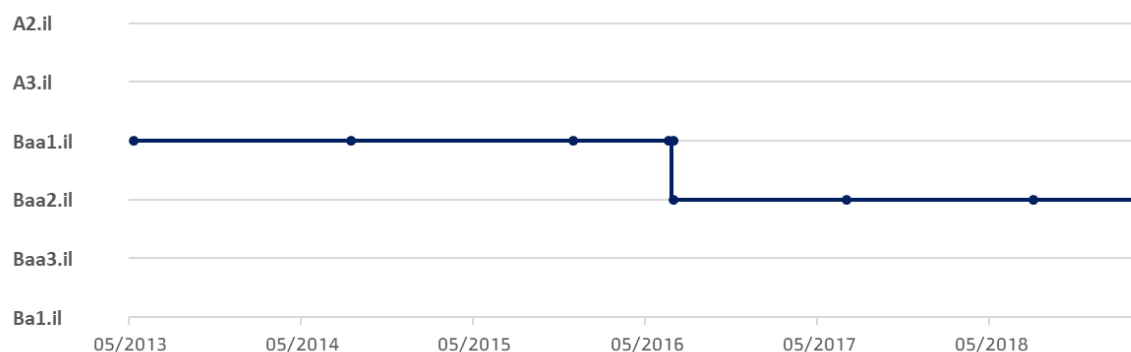
- אי עמידה באמות מידה פיננסיות
- שחיקה משמעותית לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA במאוחד

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 ופוליאיתילן.

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-46.8% ממניות החברה באופן ישיר וכן ע"י בעלי מניותיה. בעלי עניין נוספים הינם כלל תעשיות (20.54%) הפניקס (כ-9.5%) וספירה קפיטל (כ-5.7%). מנכ"ל הקבוצה החל משנת 2005 הינו מר גבריאל נגר ויו"ר הדירקטוריון הינו מר אלי אשרף.

היסטורית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

13.03.2019	תאריך דוח הדירוג:
08.07.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.05.2013	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת פלסטו-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").

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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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, לשלמותו, לסחירותו 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 במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם 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 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>.