

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

מעקב | דצמבר 2018

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

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה פורמולה מערכות (1985) בע"מ ("פורמולה מערכות" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
02.07.2024	יציב	A1.il	2560142	א' *
26.03.2019	יציב	A1.il	2560159	ב'

* אג"ח סדרה א' מגובות בשעבוד 4,128,865 מניות מטריקס, 1,260,266 מניות סאפיינס ו 5,825,681 מניות מג'יק.

שיקולים עיקריים לדירוג

פורמולה מאופיינת על ידי מידרוג כחברת אחזקות בהתבסס על היותה בעלת מספר אחזקות ליבה בתחומים משיקים בענף טכנולוגיות המידע, המאופיינות על ידי מידרוג בניהול אסטרטגי ופיננסי עצמאי, סינרגיה עסקית מועטה והיעדר זיקה מימונית בין החברות המוחזקות, ובין לבין החברה. בהתאם לכך, הערכת סיכון האשראי של פורמולה התבססה על המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, ומיצובה הפיננסי נבחן בעיקר על בסיס נתונים פיננסיים סולו.

דירוג החברה מושפע לחיוב מפרופיל אחזקות המאופיין בסיכון אשראי מתון, בדגש על האחזקות מטריקס וסאפיינס אשר דומיננטיות בשווי התיק ובתזרים הדיבידנדים. כ-38% משווי השוק של אחזקות החברה נובע מהאחזקה במניות מטריקס (Aa3.il), שאחראית למעל מחצית הדיבידנדים המתקבלים בחברה. אחזקה מהותית נוספת הינה סאפיינס, כ-34% משווי האחזקות, שאף היא בעלת תרומה משמעותית לתזרים הדיבידנדים. בד בבד, ריכוזיות התיק מהווה גורם שלילי יחסית, בשל המשקל הגבוה של שתי האחזקות הגדולות בשווי ובתזרים, וכן בשל החשיפה הענפית הגבוהה של האחזקות לענף טכנולוגיית המידע, בהלימה עם אסטרטגיית החברה להתמקד באחזקות ענף זה.

פורטפוליו המוחזקות כולל חברות מבוססות אשר מציגות יציבות תפעולית, רווחיות וכן חלוקת דיבידנדים עקבית ולאורך זמן, יחד עם הנהלות ותיקות. אלו מהווים גורם חיובי בבחינת אסטרטגיית ההשקעות של החברה. לחברות המוחזקות תזרימי מזומנים יציבים יחסית ורמת מינוף מתונה, התומכים בנראות הדיבידנדים במידה הולמת לרמת הדירוג.

מידרוג צופה כי יחס כיסוי הריבית (ICR) יעמוד בטווח שבין 5.0-6.0 - יחס מהיר המבטא את רמת המינוף המתונה בשנות התחזית. יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH) עומד כיום על 1.3 וצפוי לעמוד על הטווח שבין 0.8-1.5 בשנים 2019-2020, ומושפע לשלילה מחלות שוטפת גבוהה בסך 32 מיליון דולר בגין אג"ח סדרה ב' העומדת לפירעון במרץ 2019.

תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג מביא בחשבון את המקורות והשימושים העיקריים לחברה הצפויים החל מ-30.09.2018 ועד לתום שנת 2019 (חמישה רבעונים) וללא הנחת רכישות עתידיות, כדלקמן: הנחת מידרוג לתקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ-30 מיליון דולר; שימושים עיקריים: הוצאות ריבית בסך של כ-5 מיליון דולר, פירעונות הלוואות לז"א בסך כ-55 מיליון דולר, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-10 מיליון דולר. עודף השימושים על המקורות ימומן דרך גיוס חוב ושימוש ביתרות המזומנים. רמת המינוף של החברה כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי לבין שווי השוק של אחזקותיה בולטת לטובה ביחס לדירוג ועומדת בטווח שבין 15%-20%. הדירוג מביא בחשבון כי הריכוזיות הענפית של אחזקות החברה המשמעותית בתחום טכנולוגיית המידע חושפת את שווי התיק לירידות ערך משמעותיות בטווח זמן קצר ועל כן מידרוג בחנה תרחישי רגישות, אשר במסגרתם הדירוג מביא בחשבון עלייה ברמת המינוף בשל ירידת שווי האחזקות עד לשיעור מינוף של 30%.

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ-560 מיליון דולר על בסיס מחירי השוק בסמוך למועד דו"ח זה. החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה.

מיזוגים ורכישות הנם בליבת הפעילות של החברה ומידרוג מניחה כי החברה תמשיך במדיניות רכישת חברות טכנולוגיות מידע מבוססות, בעלות רווחיות תפעולית מוכחת המתאימות לפרופיל הסיכון הקיים של החברה. ככל שיתבצעו רכישות בהיקף משמעותי מעבר להיקפים אשר נלקחו במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אלו ייבחנו באופן פרטני על ידי מידרוג.

אגרות החוב מסדרה א' שהחברה הנפיקה מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות מטריקס, סאפיינס ומג'יק שמחזיקה החברה. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב (סדרה א') המובטחות בשעבוד, ביחס לדירוג החוב הבכיר שאינו מובטח וזאת בהתחשב ברמת הדירוג של החברה, במרכיבי הביטחונות, בהיקף הנכסים הנוספים בחברה שאינם משועבדים ובמידת הגמישות הפיננסית הקיימת לחברה לשרת את כלל חובותיה.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג כי החברה תמשיך ותשמור על רמת מינוף מתונה תוך שמירה על נראות דיבידנדים גבוהה מהחברות הבנות.

פורמולה מערכות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (סולו) במיליוני דולר *

2015	2016	2017	1-9 2017	1-9 2018	
20	22	15	6	22	רווח נקי מיוחס לבעלי מניות החברה
78	48	15	13	33	יתרות נזילות
17	19	23	14	22	דיבידנדים שהתקבלו מחברות בנות
13	10	12	7	5	דיבידנדים ששולמו לבעלי מניות החברה
330	336	359	351	370	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות החברה
110	105	99	96	115	חוב פיננסי ברוטו סולו

* החל מדוחותיה הכספיים ליום 30.09.2018 החברה מצרפת לדוחותיה הכספיים מאזנים על בסיס סולו

פירוט שיקולים עיקריים

אחזקות אסטרטגיות בחברות טכנולוגיה בעלות מיצוב עסקי טוב יחסית ופרופיל פיננסי גבוה

לפורמולה תיק אחזקות ריכוזי בענף שירותי טכנולוגיית מידע (Information Technology – IT), אך נפרש על פני מספר תחומים ומגוון פתרונות ושירותים בתחום ועל פני מספר טריטוריות. אחזקות החברה הן בעלות פרופיל סיכון אשראי גבוה והן מייצרות תזרימי מזומנים חזקים מפעילות. אנו מעריכים את סיכון ענף ה- IT כבינוני-נמוך. הענף נהנה בשנים האחרונות מצמיחה חיובית הגבוהה משיעור צמיחת התמ"ג, על רקע צמיחה מתמדת בביקושים לתהליכי מיחשוב, שירותי ענן והתפתחויות טכנולוגיות בתחום הדיגיטציה. מטריקס בעלת מעמד עסקי מוביל ומוניטין רב בתחום שירותי התוכנה בישראל, עם פיזור עסקי טוב על פני סוגי שירותים שונים בתחום ונתחי שוק משמעותיים בחלק גדול מתחומי פעילותה בשוק הישראלי, בהם היא מחזיקה לאורך זמן. בסיס הלקוחות של מטריקס רחב, עם עוגנים במגזר הפיננסי ובמגזר הציבורי, המספקים ביקוש יציב יחסית על פני השנים. עיקר פעילותה בשוק הישראלי, כאשר בשנים האחרונות הגדילה את פעילותה בארה"ב. מטריקס מציגה היקף פעילות משמעותי עם הכנסות מעל לכ-3.0 מיליארד ש"ח לארבעת הרבעונים שנשתיימו ביום 30.09.2018 ומגמת צמיחה בשנים האחרונות, המבוססת בין היתר על מיזוגים ורכישות. רווחיות מטריקס הינה בינונית סביב 6.5% - 7.0% רווח תפעולי להכנסות. מטריקס מאופיינת בתזרימי מזומנים תפעוליים בהיקף משמעותי ויציב וביחסי כיסוי מהירים יחסית ומינוף מתון.

סאפיינס מתמחה בפיתוח ושיווק מערכות ליבה לשוק הביטוח הגלובלי בדגש על השוק האנגלי, ארה"ב וישראל וכן באסיה פסיפיק. שוק פתרונות התוכנה לחברות הביטוח הינו במגמת צמיחה בשנים האחרונות, בין השאר נוכח תת-השקעות של חברות הביטוח בעשור האחרון בהשוואה לבנקים ולמוסדות פיננסיים אחרים. זהו אחד הקטליזטורים לצמיחה שמציגה סאפיינס בשנים האחרונות בדגש על כניסה לטריטוריות חדשות והטמעת מוצרים חדשים. לקוחותיה של סאפיינס כוללים חברות בינ"ל וגופים ציבוריים עם זאת לחברה ריכוזיות לקוחות. סאפיינס הינה חברה בסדר גודל בינוני יחסית בשוק תוכנות הביטוח הבינלאומי ומתאפיינת בשיעורי צמיחה גבוהים. בשנת 2017 רשמה סאפיינס גידול במכירות בעקבות רכישת StoneRiver, אך אובדן לקוח משמעותי הוביל לשחיקת

הרווחיות. בשנת 2018, השכילה סאפיינס לחזור לשיעורי הרווחיות שאפיינו אותה טרום 2017 של 7%-7.5% רווחיות תפעולית וזאת בדרך של הגדלת בסיס הלקוחות והמשך צעדי התייעלות. בשנת 2017 מימנה סאפיינס את הרכישה כמצוין לעיל באמצעות הנפקת אג"ח, דבר אשר הוביל לעלייה ברמות החוב. הרווחיות הגבוהה, לצד רמת מינוף מתונה, גמישות פיננסית חזקה יחסית ויתרות נזילות מהותיות משפיעים לחיוב על הפרופיל הפיננסי של סאפיינס.

מג'יק עוסקת בפיתוח כלים לאינטגרציית מערכות תוכנה, ולפיתוח אפליקציות אירגוניות וכן במתן שירותי תמיכה, ייעוץ ותחזוקה. המשתמשים הסופיים בטכנולוגיה של מג'יק כוללים אלפי חברות בסדר גודל בינוני-קטן (SME) אשר רכשו רישיונות שימוש למוצרים כגון פלטפורמת הפיתוח "Magic xpa" וכן מערכת האינטגרציה "Magic xpi", בהם מחזיקה מג'יק בזכויות קניין. הפרופיל העסקי של מג'יק מושפע לטובה נוכח בסיס לקוחות רחב, וותיק ומפוזר על פני מספר טריטוריות ומגוון ענפי משק; פיננסי, ציבורי, שירותי בריאות, לוגיסטיקה, קמעונאות ותקשורת. מג'יק מציגה צמיחה בהכנסות מדי שנה ובארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.2018 מציגה הכנסות של כ- 280 מיליון דולר והן כוללות מרכיב קבוע של שירותי תמיכה המספק בסיס הכנסות איתן ויציב אשר תומך במיצובה העסקי. מנגד, הפרופיל העסקי של מג'יק מושפע לשלילה מהיותה חשופה באופן משמעותי יותר לשינויים טכנולוגיים וכן לשינויים בטעמי הצרכנים. מיצובה העסקי של מג'יק מתבטא בשיעורי רווחיות תפעולית גבוהים בטווח של 9.5%-10.5% ונכון למועד דוח זה נמצא בתחתית הטווח נוכח תמהיל הכנסות בעלות רווחיות נמוכה יותר. למג'יק מינוף נמוך כפי שמתבטא בשיעורי חוב ל-CAP של כ-11% וגמישות פיננסית גבוהה, לצד יתרות נזילות משמעותיות.

אחזקות נוספות פחות מהותיות של פורמולה, גם הן בתחום טכנולוגיית המידע, היו בעלות השפעה נייטרלית על הדירוג. אלו הן TSG, Insync staffing solutions Inc. ומיכפל מיקרו מחשבים בע"מ.

אסטרטגיה וניהול ממוקדים בתחום טכנולוגיית המידע ובאחזקות שליטה

הנהלת פורמולה פעילה ומעורבת בפיתוח העסקי והאסטרטגי של מטריקס, מג'יק וסאפיינס, אולם ניהול החברות נעשה באופן עצמאי בידי הנהלות ותיקות, שמרניות ומנוסות. לא קיימת זיקה מימונית בין חברות הקבוצה ובין לבין פורמולה וכל אחת מהחברות ממומנת בצורה עצמאית. לאורך השנים הגדילה החברה את שיעורי האחזקות במוחזקות על מנת לבצר את שליטתה. החברה בוחנת השקעות נוספות בתחומי טכנולוגיית המידע, הן באמצעות פורמולה והן באמצעות המוחזקות, תוך מתן דגש לרכישות משלימות ותומכות לפעילותן הקיימת. גיא ברנשטיין הנו כאמור מנכ"ל החברה ובעל מניות מהותי. להערכתנו מר ברנשטיין הנו דמות מרכזית בחברה, בפיתוח העסקי ובהחלטות ההשקעה ולחברה תלות באיש מפתח זה.

נראות דיבידנדים טובה מהמוחזקות תומכת ביחסי שירות החוב

לאורך השנים האחרונות מציגות החברות המוחזקות שיפור בביצועים הפיננסיים, צמיחה אורגנית וצמיחה אנאורגנית לעבר מוצרים ושוקים חדשים, תוך יישום מהלכי התייעלות. לחברות המוחזקות תזרימי מזומנים יציבים יחסית, רמת מינוף מתונה של המוחזקות והיעדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת רווחים. מדיניות דיבידנדים של חלק מהמוחזקות וחלוקה עקבית לאורך השנים תומכות בנראות הכנסות החברה מדיבידנדים גם בעתיד. לחברות המוחזקות מדיניות דיבידנדים מוצהרת לחלוקה כאשר מג'יק ומטריקס מחלקות עד כ-75% מהרווח הנקי, ואילו סאפיינס מחלקת עד כ-50%. לסאפיינס אמנם אין מדיניות חלוקה אולם היא בעלת טרק רקורד יציב של חלוקה לאורך השנים ולראיה אף בשנה חלשה כדוגמת שנת 2017 חילקה סאפיינס דיבידנד בהיקף דומה לשנים הקודמות. מידרוג מעריכה כי גמישותה הפיננסית הגבוהה, בזכות מינוף מתון, תומכת ביכולתה לשאת בחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.

מידרוג מעריכה כי היקף הדיבידנדים השנתי הצפוי לחברה מהמוחזקות יעמוד בשנות התחזית 2019-2020 בטווח שבין 25 - 30 מיליון דולר לשנה (חלקה של פורמולה), כאשר מטריקס צפויה לתרום כ-55% מהיקף הדיבידנדים הצפויים והיתר צפוי לנבוע ממג'יק וסאפיינס בחלקים דומים. מידרוג מניחה כי לאור המינוף המתון גם ביתר המוחזקות, קיימת גמישות נוספת לעמוד בחלוקת הדיבידנד גם במידה ואחת המוחזקות תספוג שחיקה מסוימת בתוצאות באחת השנים.

תרחיש הבסיס של מידרוג צופה כי יחס כיסוי הריבית (ICR) של פורמולה (סולו) בשנים 2019-2020 ינוע בטווח של 5.0-7.0. יחס זה הינו מהיר ומבטא את רמת המינוף המתונה יחסית להיקף הדיבידנדים (אולם מבלי להביא בחשבון את הדיבידנדים המשולמים לבעלי

המניות בחברה). יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH) נאמד ליום 30.09.2018 לכ-1.3 וצפוי בשנת 2019 להיות נמוך מ-1.0 בשל הפרעון הגבוה בחודש מרץ 2019 ובשנת 2020 לשוב לרמה של כ-1.5.

רמת מינוף נמוכה הבולטת לטובה

היקף החוב הפיננסי של החברה ליום 30.09.2018 הסתכם בכ-115 מיליון דולר. בניכוי מזומנים יתרת החוב נטו נאמדה לכ-80 מיליון דולר. אנו מניחים עלייה מסוימת ברמות החוב לאורך שנות התחזית אשר תופנה בעיקר למיזוגים ולרכישות. רמת המינוף (LTV) הנגזרת מכך בהתבסס על שווי השוק של האחזקות הסחירות בסמוך למועד דוח זה הינה כ-18% ולאורך זמן מידרוג מביאה בחשבון טווח מינוף שבין 15% - 25% בהתחשב גם בתנודתיות שווי השוק של המניות. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ-560 מיליון דולר על בסיס מחירי שוק בסמוך למועד דו"ח זה. מניות אלו מהוות כ-80% משווי אחזקות החברה. החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה. כגורם המחליש את גמישותה הפיננסית נציין כי על אף שליטתה של החברה בחברות המוחזקות קיים מרכיב משמעותי של זכויות מיעוט במאזני החברה.

נזילות סבירה המתבססת על יתרות נזילות ומיחזור חוב

נזילות החברה מושפעת לשלילה מפירעון של אג"ח המיר למניות במרץ 2019 בסך של 32 מיליון דולר. תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג מביא בחשבון את המקורות והשימושים העיקריים לחברה הצפויים החל מ-30.09.2018 ועד לתום שנת 2019 (חמישה רבעונים) וללא הנחת רכישות עתידיות. כך, כנגד מקורות הכוללים יתרת מזומנים הנאמדת לסך של 35 מיליון דולר ליום 30.09.2018 ותקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ-30 מיליון דולר, לחברה שימושים בסך של כ-70 מיליון \$ כדלקמן: הוצאות ריבית בסך של כ-5 מיליון דולר, פירעונות הלוואות לז"א בסך כ-55 מיליון דולר וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-10 מיליון דולר. אנו מניחים כי עודף השימושים על המקורות ימומן דרך מחזור חוב ושימוש ביתרות המזומנים. בטווח הבינוני, אנו מניחים כי מחצית מכל גיוס חוב שיבוצע יופנה למחזור חוב והיתרה לביצוע מיזוגים ורכישות.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מתמשך בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות

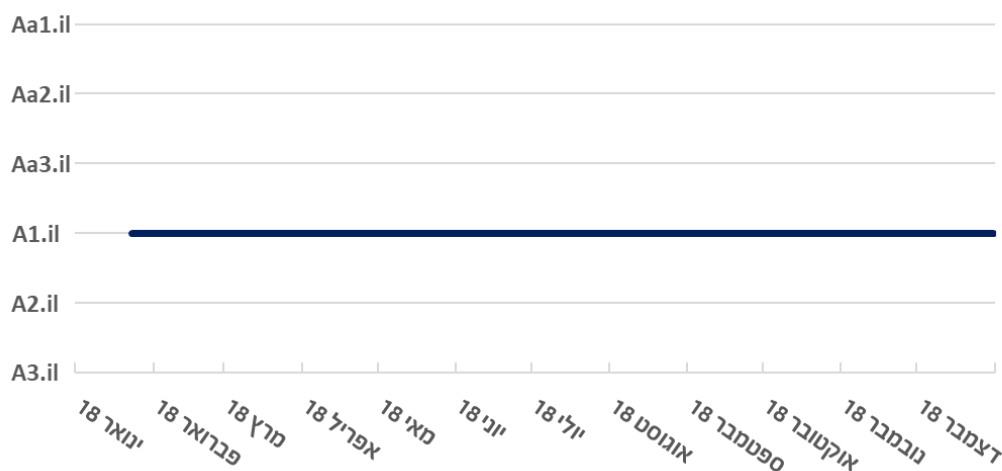
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- פגיעה ביחסי שירות החוב של החברה כתוצאה, בין היתר, מהחלשות המוחזקות כך שתפגע נראות הדיבידנדים מהן
- עלייה מתמשכת ברמת המינוף של החברה

אודות החברה

פורמולה מערכות הינה חברת אחזקות ציבורית השולטת במספר חברות המתמחות בתחום התוכנה ושירותי תוכנה. לחברה אחזקות מהותיות בשלוש חברות טכנולוגיות מידע מובילות בתחומן בישראל ובחו"ל: **מטריקס אי.טי בע"מ** ("מטריקס", Aa3.il, שיעור אחזקה של 49.18%), **סאפיינס אינטרנשיונל קורפוריישן N.V** ("סאפיינס", שיעור אחזקה של 48.16%) **מג'יק תעשיות תוכנה בע"מ** ("מג'יק", שיעור אחזקה של 45.21%) בעלת המניות העיקרית בפורמולה הינה Asseco Poland S.A. ("קבוצת Asseco") המחזיקה 26.31% מהון המניות של פורמולה, כאשר מר גיא ברנשטיין מנכ"ל פורמולה מחזיק ב-13.4% נוספים מהון המניות של החברה (בדילול מלא). בין קבוצת Asseco ומר גיא ברנשטיין קיים הסכם הצבעה המעניק לקבוצת Asseco זכויות הצבעה משותפת להון המניות של הקבוצה ושל מר גיא ברנשטיין.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[פורמולה מערכות בע"מ דירוג ראשוני ינואר 2018](#)

[מטריקס אי.טי. בע"מ - מעקב פברואר 2018](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2017](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

31.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
23.01.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
23.01.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
פורמולה מערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
פורמולה מערכות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ 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 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 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>