



# טמפו משקאות בע"מ

מעקב | דצמבר 2015

**אנשי קשר:**

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט  
[niri@midroog.co.il](mailto:niri@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## טמפו משקאות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו- ב') שהנפיקה טמפו משקאות בע"מ ("טמפו" או "החברה") מ-A2.il ל-A1.il. אופק הדירוג הינו יציב.

### סדרות האג"ח שהונפקו המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2015, במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1118306	מרץ-10	5.55	שקלי	60	2020-2016
ב'	1133511	14-טפ0	3.20	שקלי	112	2024-2016

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג משקפת את הירידה ברמת המינוף של החברה ואת השיפור ביחסי הכיסוי, שאנו צופים כי יישמרו יציבים בטווח הזמן הקצר והבינוני. העלאת הדירוג נתמכת גם בשיפור התוצאות התפעוליות, בין השאר לאור ההתייעלות שהושגה עם השלמת תוכנית ההשקעות, והערכתנו כי החברה תשמור על יציבות בתוצאות הכספיות בטווח הזמן הקצר והבינוני.

טמפו פועלת בשוק המשקאות בישראל עם מעמד חזק בתחום הבירה והמשקאות האלכוהוליים (כ-40% מהמכירות וכ-60% מהרווח המגזרי<sup>1</sup>) ובתחום היין (כ-15% וכ-21%, בהתאמה). מיצובה העסקי של החברה נתמך במעמדה המוביל בשוק הבירה, עם נתח שוק יציב של כ-47% בשוק המבורקד, ונתחי שוק משמעותיים בשוק האלכוהול (כ-17% בוודקה ו-13% בוויסקי) ובשוק היין (כ-13%). לחברה גיוון רחב בקטגוריות הפעילות, בסל המוצרים, בערוצי השיוק ובלקוחות. בתחום המשקאות הקלים והמים החברה הינה שחקנית קטנה יחסית עם נתח שוק של כ-15%, בשוק הנשלט בעיקר על ידי שתי מתחרות.

שוק הבירה בישראל מאופיין להערכתנו ברמת סיכון נמוכה יחסית, נוכח מוצר בסיסי יחסית, ביקושים יציבים לאורך זמן וחסמי כניסה גבוהים יחסית. שוק הבירה רווי מותגים, אולם קיימת ריכוזיות יחסית למותגים המרכזיים וערוצי ההפצה מהווים חסם כניסה למתחרים חדשים דומיננטיים. המוצרים נתונים למיסוי גבוה, והרגולציה שהשתנתה בשנים האחרונות השפיעה במידה מסוימת על הביקושים. לאורך זמן אנו מעריכים צמיחה מתונה ויציבה בתחום זה, בהתאם לגידול האוכלוסייה, ולמרות רמת צריכה לנפש נמוכה יחסית לעולם. שוק המשקאות החריפים הושפע מהרפורמה במיסוי שחלה בשנת 2013, אשר הוזילה באופן יחסי את המותגים היקרים על חשבון ייקור המותגים הזולים. הביקושים בענף מושפעים מתרבות הפנאי, הבילוי והתיירות, מוטים לטעמי הצרכנים ועם זאת יציבים לאורך זמן. תחום הבירות ותחום המשקאות החריפים מושפעים במידה גבוהה ממגמות בצריכה מחוץ לבית ומכאן שרגישים יותר לאירועים ביטחוניים ומשברים כלכליים, המשפיעים על הרגלי הבילוי מחוץ לבית ועל היקף תיירות הפנים והחוץ.

<sup>1</sup> רווח תפעולי מיוחס למגזרים לפני הוצאות לא מיוחסות. השיעורים מתייחסים לממוצע השנים 2013-2014 ותשעה חודשים ראשונים של שנת 2015.



הביקוש למשקאות קלים צומח בצורה מתונה עם הגידול באוכלוסייה ומושפע ממגמות צרכניות שבראשן ירידה משמעותית בביקושים למשקאות מוגזים וממותקים, וגידול בביקושים למשקאות בריאות ומשקאות שקופים. הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית, נוכח הצורך בהשקעות הוניות גבוהות, במותגים חזקים ובהסכמים עם ספקים בינלאומיים. בענף מספר מצומצם של מתחרים עיקריים.

על פי נתוני סטורנקסט לתקופה ינואר-נובמבר 2015 רשם שוק האלכוהול והיין גידול של כ- 3.8% במכירות הכספיות, זאת לאחר שנת 2014 שבה נרשמה חולשה בשוק נוכח השפעות הרפורמה במיסוי על הבירות והאלכוהול. בין השנים 2012-2015 רשמה טמפו גידול מתון של כ- 0.9% בממוצע לשנה במכירות האלכוהול וגידול משמעותי של כ- 5.7% במכירות היין. מכירות המשקאות הקלים רשמו גידול מינורי של פחות מ- 0.5%. תרחיש הבסיס שלנו מניח צמיחה שנתית של כ- 1.2% בהכנסות החברה שמגלמת שמירה על נתח השוק של החברה וצמיחה מתונה יחסית הנתמכת בעיקר בצמיחת האוכלוסייה ומושפעת לטובה ממגמת הצמיחה הצפויה בצריכה הפרטית, מהפחתת המיסוי על בירה ואלכוהול וממגוון רחב של מותגים שיאפשרו לחברה לעמוד במגמות צרכניות משתנות.

לחברה רווחיות טובה, הנשענת על חוזק מותגיה ומעמדה בשוק. שיעור הרווח התפעולי הממוצע עמד בשנים 2013-2015 על כ- 10% ונבע ברובו ממגזר האלכוהול והיין. הרווחיות התחזקה בשנת 2015 נוכח תחילת פעילות המבשלה החדשה של בירה היינן במפעלי החברה בנתניה והשפעת קצה של תחילת פעילות המרלו'ג בשנת 2013. אנו מעריכים כי ביכולתה של החברה לשמור על רמת הרווחיות הנוכחית.

בשנה האחרונה חל שיפור ברמת המינוף של החברה ובתזרים החופשי שלה. ליום 30.9.15 יחס החוב ל- Cap עמד על כ- 54.4% לעומת כ- 60% ליום 31.12.2014 וכ- 67% ליום 31.12.2013. החברה הציגה בשנת 2014 תזרים חופשי חיובי של כ- 87 מיליון ש"ח וזאת בעיקר הודות לשיפור בתזרים הפרמננטי (FFO) ולהורדת רמת ההשקעות ההוניות. בשנת 2015 הוסיפה החברה להציג תזרים חופשי חיובי שנתמך בהשקעות הוניות נמוכות ובשיפור בהיקף התזרימים הפרמננטיים.

בשנתיים האחרונות חל שיפור ביחסי הכיסוי של החברה כתוצאה מהקיטון בחוב והשיפור בתזרימים. להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני צפויים יחסי הכיסוי הנוכחיים להישמר ולעמוד על יחס חוב ל- EBITDA בטווח שבין 2.3-2.6 יחס חוב ל- FFO בטווח שבין 2.8-3.3, וזאת נוכח השקעות הוניות כבדות הצפויות בשנים הקרובות.

אנו מעריכים כי היקף השקעות של 90-110 מיליון ₪ בשנים הקרובות וחלוקת דיבידנד בהיקף של עד 50% מהרווח הנקי תותיר את החברה עם תזרים חופשי נמוך שיאפשר לשמור את רמת החוב הקיימת.

במהלך שנת 2014 פרעה החברה אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח באמצעות מקורותיה הפנימיים ומתקבולים שנבעו מהנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). כתוצאה מכך שופרה נזילותה של החברה וקטנה רמת הסתמכותה על מסגרות אשראי. לחברה אין יתרת נזילות מהותית והיא נסמכת בעיקר על מקורותיה הפנימיים ומסגרות אשראי פנויות מבנקים בהיקף של כ- 350 מיליון ש"ח שברובן אינן חתומות.

**טמפו (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:**

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	1-9 14	1-9 15	
1,036	1,067	1,092	1,081	847	879	<b>הכנסות</b>
428	441	463	450	361	369	<b>רווח גולמי</b>
59	69	99	101	89	100	<b>רווח תפעולי</b>
41%	41%	42%	42%	43%	42%	<b>% רווח גולמי</b>
6%	7%	9%	9%	11%	11%	<b>% רווח תפעולי</b>
129	146	185	187	154	168	<b>EBITDA</b>
30	35	52	58	54	64	<b>רווח נקי</b>
98	111	143	154	128	145	<b>FFO</b>
40	118	176	150	81	104	<b>CFO</b>
(171)	(117)	(83)	(63)	(48)	(37)	<b>CapEx</b>
(12)	(12)	(49)	0	0	(20)	<b>Div</b>
(143)	(11)	44	87	33	48	<b>FCF</b>
13	3	4	11	9	12	<b>יתרות נזילות</b>
234	257	260	320	314	363	<b>הון עצמי</b>
576	582	561	519	548	466	<b>חוב פיננסי</b>
70%	68%	67%	60%	62%	54%	<b>חוב פיננסי ל-Cap</b>
2.2	2.4	3.5	5.1	4.2	5.0	<b>EBIT למימון</b>
4.5	4.0	3.0	2.8	3.0	2.3	<b>חוב פיננסי ל-EBITDA</b>
5.9	5.2	3.9	3.4	3.7	2.7	<b>חוב פיננסי ל-FFO</b>

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**מעמד עסקי חזק בישראל, בעיקר בתחום האלכוהול**

החברה הינה המובילה בישראל בתחום המשקאות האלכוהוליים, ונכון לשנת 2014 החזיקה בנתח שוק של כ- 40% משוק היין, הבירה והמשקאות החריפים, כאשר נתח השוק משוק הבירה בלבד עמד על כ- 47% מהשוק המבורקד. מותגי החברה נתמכים בהוצאות שיווק ופרסום גבוהות מדי שנה. לטמפו שיתוף פעולה אסטרטגי עם היינקה העולמית (בעלת מניות בחברה) וכן עם פפסיקו, אשר טמפו מייצרת ומשווקת את מותגיה. הסכמי הזיכיון של החברה הינם ארוכי טווח. הבעלות של היינקה בחברה מבצרת את מעמדה במוצר זה. לחברה פיזור רחב של לקוחות וערוצי שיווק, הכוללים את השוק החם (רשתות השיווק, חנויות פרטיות ומפיצים עצמאיים, כ-67% מהמכירות בשנת 2014), השוק הקר (מסעדות, בתי מלון, קיוסקים, חנויות נוחות ומרכזי בילוי, כ-28%) וייצוא (כ-5%). לחברה סל מותגים רחב בתחומי הבירה, המשקאות החריפים, היין והמשקאות הקלים. הפיזור העסקי נתמך בשרשרת הפצה כלל ארצית רחבה ומהווה יתרון יחסי משמעותי בשימור מעמדה של החברה בענף. בתחום הבירה לחברה מעמד שוק חזק, לצד המתחרה העיקרית - "החברה המרכזית". הביקוש למשקאות חריפים, יין ובירה מושפע מהיקף הצריכה הפרטית וההכנסה החופשית, מהמצב הביטחוני והשפעתו על התיירות בארץ ועל צריכת מוצרי תרבות הפנאי ושינויים במדיניות המיסוי.



בשנת 2014 חלה ירידה במכירות מגזר המשקאות האלכוהוליים שנבעה בין היתר מהשפעת הרפורמה במיסוי המשקאות החריפים שנכנסה לתוקף עוד בשנת 2013 ומהשפעת מבצע צוק איתן. נראה כי בשנת 2015 חלה התאוששות ומכירות המגזר בתשעת החודשים שהסתיימו ב- 30.9.2015 צמחו בכ- 10% אל מול התקופה המקבילה בשנת 2014.

במגזר המשקאות הקלים והמים לחברה נתחי שוק משמעותיים אך היא מתחרה בשתי שחקניות בעלות נתחי שוק גדולים יותר. ענף המשקאות הקלים חווה מזה מספר שנים מגמה של שינוי טעמים, המתבטאת במעבר לצריכה של משקאות בריאות כגון תה קר, סודה ומים בטעמים, וזאת על חשבון משקאות שחורים, משקאות דיאט וממותקים. מגמה זו המשיכה גם בשנה האחרונה ופגעה בטמפו, אשר לה נוכחות חלשה בקטגוריות הצומחות. תרחיש הבסיס שלנו מניח צמיחה שנתית של כ- 1.3% במכירות מגזר האלכוהול וצמיחה שנתית של כ- 4.8% במגזר ברקן עקב הגדלת נתחי שוק של החברה והגבה של השקעות בכרמים. שיעורי צמיחה אלו צפויים להיתמך במגמת הצמיחה הצפויה בצריכה הפרטית, בהפחתת המיסוי על בירה ואלכוהול, ובמגוון רחב של מותגים שיאפשרו לחברה לעמוד במגמות צרכניות משתנות. תרחיש הבסיס מניח צמיחה שנתית אפסית במשקאות הקלים כתוצאה מנתח שוק מצומצם, מגמות צרכניות שליליות בצריכת משקאות מוגזים ומיצים ומחסור במותגים מובילים.

#### **רווחיות טובה הנגזרת בעיקר ממגזרי המשקאות האלכוהוליים**

החברה מציגה רווחיות תפעולית חזקה, עם רווח תפעולי של מעל ל-9% מההכנסות בשלוש השנים האחרונות וזאת לאחר שיפורים תפעוליים שנעשו בשנים האחרונות וביניהם השקעות גבוהות במרל"ג ובמבשלת בירה היינקה. עיקר הרווח התפעולי של החברה נובע מתחום המשקאות האלכוהוליים (כולל יינות ברקן), המאופיין בשיעורי רווחיות תפעולית גבוהים הנובעים מהמותגים החזקים (היינקה, גולדסטאר, גיימסון, שיבאס וכו'), ההסכמים בלעדיים ורווחיות גולמית טובה בייצור עצמי של בירה. רווחיות החברה הושפעה לטובה מירידה במחירי חומרי הגלם העיקריים וכן ממעבר לבישול בירת היינקה בישראל. הרווחיות נתמכת בשיעור גבוה של הוצאות פרסום ושיווק. להערכתנו, רמת התחרות בינונית ואינה צפויה להוות גורם לחץ משמעותי על מחירי המכירה.

תרחיש הבסיס שלנו מניח שמירה על רווחיות טובה ויציבה במגזר האלכוהול וברקן נוכח המעמד המשמעותי של החברה בענפים אלו, השפעת הפחתות המס שהתרחשו בספטמבר השנה ומגמת הצמיחה הצפויה בצריכה הפרטית.

#### **שיפור בתזרימי המזומנים החופשיים הביא לירידה במינוף ולשיפור ביחסי הכיסוי**

החברה הציגה בשנת 2014 תזרים חופשי חיובי של כ- 87 מיליון ש"ח שנבע משיפור הרווחיות, צמצום בהשקעות הכבדות שאפיינו את השנים הקודמות ומאי-חלוקת דיבידנד באותה שנה. בשנת 2015 המשיכה החברה להציג תזרים חופשי חיובי שנתמך בשיפור התזרים מפעולות ובהשקעות הוניות מתונות. התזרים החופשי הופנה להקטנת החוב הפיננסי ולשיפור משמעותי ברמת המינוף, עם יחס חוב ל- CAP שעמד על כ 54.4% ליום 30.9.2015, לעומת כ- 60% ליום 31.12.2014 וכ- 65% ליום 31.12.2013, וכן לשיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים, עם יחס חוב ל-EBITDA של 2.3 ויחס חוב ל- FFO של 2.7.

בהנחת תזרים מפעולות (FFO) של כ- 167-143 מיליון ₪ בתרחיש הבסיס שלנו, השקעות הוניות של כ- 110 מיליון ש"ח (היקף השקעות גבוה מהרמה שאפיינה את השנתיים האחרונות) וחלוקת דיבידנד של כ- 30 מיליון ש"ח (מדיניות החברה היא לחלק עד 50% מהרווח הנקי) צפוי התזרים החופשי בטווח הקצר והבינוני להיות נמוך עד אפס. התזרים החופשי עלול להיות מושפע לשלילה מצרכי הון חוזר מוגברים, אך הפחתת המס מספטמבר צפויה להקטין את צרכי ההון החוזר.

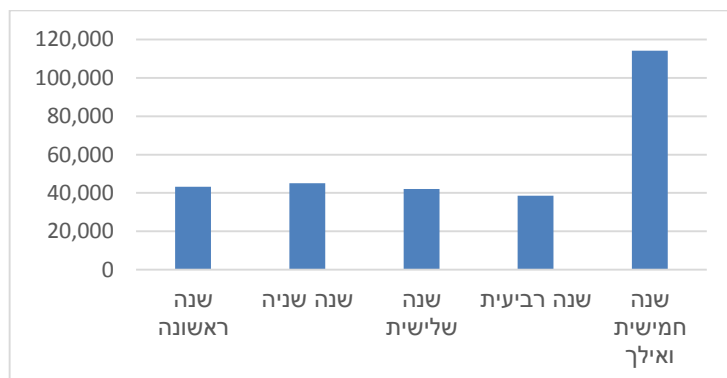


להערכתנו, תחת ההנחות שתוארו לעיל, החברה אינה צפויה להגדיל את חובה הפיננסי במידה מהותית, חרף הגידול הצפוי ברמת ההשקעות כמתואר לעיל, ויחסי הכיסוי צפויים להישמר בטווח ההולם את רמת הדירוג הנוכחית, עם יחס חוב ל- EBITDA בטווח שבין 2.3-2.6 ויחס חוב ל- FFO בטווח שבין 2.8-3.3. יחס EBIT ל- מימון צפוי להשתפר ולעמוד בטווח שבין 5.3 ל- 6.8 בטווח הזמן הקצר והבינוני.

#### שיפור בנזילות כתוצאה משינוי בתמהיל החוב

לאורך השנים האחרונות החברה מומנה בעיקר באשראי לזמן קצר מהבנקים, חרף מרכיב גבוה של נכסים לטווח ארוך במאזנה. אשראי קצר מימן גם חלק מההשקעות ההוניות שבוצעו בשנים האחרונות. במהלך שנת 2014 פרעה החברה אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח באמצעות מקורותיה הפנימיים ותקבולים שנבעו מהנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). כתוצאה מכך שופרה נזילותה של החברה וקטנה רמת הסתמכותה על מסגרות אשראי, כפי שבא הדבר לידי ביטוי בשיפור ביחס השוטף ל- 1.1 נכון ליום 30.9.15. כבעבר, לחברה אין יתרות נזילות מהותיות והיא נסמכת בעיקר על מקורותיה הפנימיים ומסגרות אשראי פנויות מבנקים (שברובן אינן חתומות). היקף המסגרות הפנויות גדל משמעותית להיקף של כ- 350 מיליון ש"ח כתוצאה מהשינוי בתמהיל החוב. לחברה שעבוד שוטף על כלל נכסיה לטובת הבנקים ושעבדים ספציפיים על חלק גדול מנכסיה. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות לטובת בנק ישראלי בגין הלוואה לזמן ארוך של כ-50 מיליון ש"ח ולטובת מחזיקי אגרות חוב סדרה ב'. החברה עומדת כיום באמות המידה במרווח גבוה.

#### לוח סילוקין לז"א ליום 30.09.2015 במיליוני ש"ח (\*)



(\*) לא כולל אשראי בנקאי לז"ק בהיקף של כ-185 מיליון ש"ח

#### אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה לאורך זמן מיחס חוב ל-Cap של 30%
- הגדלה של היקף הפעילות תוך שמירה על רמת הרווחיות התפעולית

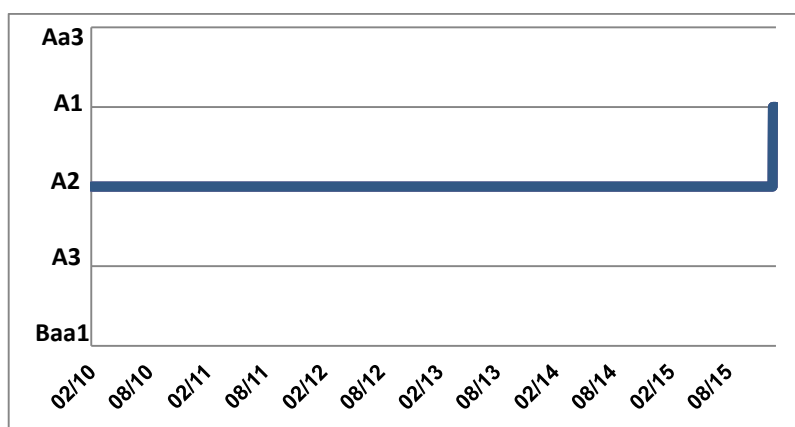
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה לאורך זמן מעל ליחס חוב ל-Cap של 55%
- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA מעל 3.5

## אודות החברה

טמפו משקאות בע"מ הינה חברה פרטית, אשר הוקמה בשנת 2005 ועוסקת בייצור, יבוא, שיווק והפצה של מגוון רחב של משקאות, באמצעות חברות בבעלותה המלאה. החברה פועלת בשלושה תחומים: תחום המשקאות האלכוהוליים, הכולל מוצרי בירה ומשקאות אלכוהוליים קלים ואת מגוון מוצרי פרנו ריקארד; תחום פעילות ברקן, באמצעות חברת יקבי ברקן; תחום המשקאות הקלים, הכולל גם משקאות מוגזים, מיצים, מים מבוקבקים, משקאות אנרגיה ועוד. בעלת השליטה בחברה (60% מהון המניות) הינה טמפו תעשיות בירה בע"מ - חברה פרטית, שבעלי מניותיה העיקריים הם משפחת בר (60.6%) ומשפחת בורנשטיין (39.4%). יתרת מניות טמפו (40% מהון המניות) מוחזקות על ידי HEINEKEN INTERNATIONAL B.V.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[טמפו משקאות בע"מ - מעקב ופעולת דירוג, ספטמבר 2014](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

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

תאריך הדוח: 23.12.15

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)



Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום<sup>2</sup>, בקרת שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

<sup>2</sup> להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 בסולמם 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 לגבי 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 אמין, 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 אמין, 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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 נושא 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 שהחוק לא 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 ועודת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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 עבודת ועדת הדירוג שלה.