



# כרמל אולפינים בע"מ

דוח מעקב | אוגוסט 2012

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

## כרמל אולפינים בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על הוצאת דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה") מרשימת מעקב והורדת הדירוג מ-A2 ל-A3, תוך הצבת אופק דירוג שלילי.

### שיקולים עיקריים לדירוג

בחודש יוני 2012, דירוג אגרות החוב של כרמל אולפינים הוכנס לרשימת מעקב נוכח הערכתנו כי החברה תחרוג במידה משמעותית מהתוצאות להן ציפינו לשנת 2012 על רקע רמת מרווחים נמוכים בענף הפטרוכימיה ומחסור בגז טבעי.

הורדת הדירוג נובעת מהערכתנו לסיכון האשראי המגולם בפעילות החברה, כפי שמשקף בתנודתיות הגבוהה בתוצאותיה הכספיות וביכולת נמוכה, להערכתנו, לאמוד תוצאות אלו גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. מאפיינים אלו קיבלו ביטוי חד בתוצאות הרבעון השני 2012 והמחצית כולה שהיו נמוכות משמעותית גם מתרחישי הרגישות של מידרוג ביחס לתחזיות החברה. התוצאות החלשות נבעו ממרווח ייצור נמוך בהשוואה לתקופות קודמות בשילוב עם הפחתת ערך מלאי בשל ירידה חדה במחירי המכירה של מוצרי החברה אשר הושפעו מהקיטון במחירי הנפט. תוצאות חלשות, אם כי במידה פחותה, אפיינו גם את שנת 2011. שנת 2010 לעומת זאת, אופיינה במרווחי ייצור גבוהים מאוד וברווחיות גבוהה.

חשיפת החברה למחירי הדלקים דרך רכש הנפטא קיבלה ביטוי עז במהלך רבעון שני 2012. מידרוג רואה את מדיניות החברה לאי ביצוע עסקאות הגנה על יתרות מלאי חומרי הגלם מחד ואי יכולתה לגדר בצורה אפקטיבית את המרווח הגולמי מאידך, כפרמטר שלילי בניהול הסיכון העסקי של החברה.

החברה ביצעה בשנים האחרונות השקעות מהותיות בהגדלת כושר הייצור ובשיפור היעילות האנרגטית בתהליכי הייצור. כמו כן החברה ממשיכה בתהליכים למיצוי הסינרגיה התפעולית עם החברה האם בז"ן, חרף זאת, יכולת החברה להציג לאורך זמן שיפור בתוצאותיה תלויה במידה ברבה בגורמים אשר לחברה שליטה מוגבלת לגביהם. מחד, המשך הגדלת זמינות הגז הטבעי במתקני החברה, אשר שופרה במהלך רבעון שלישי 2012, עשויה לתרום לרווח ולתזרים במידה מהותית על רקע מחירי המזוט הגבוהים. מאידך, תנודתיות במחירי הנפטא והחמרה בחולשה הכלכלית באירופה עלולות להוסיף ולפגוע בתוצאות. החל ממחצית שנת 2012, ניכרת התאוששות ברמת המרווחים, וקיים צפי לשיפור התוצאות במחצית השנייה של שנת 2012 לעומת המחצית הראשונה.

איתנותה הפיננסית של החברה נחלשה בעקבות הפסד נקי בסך של כ-57 מיליון דולר במחצית הראשונה של 2012 ובסך הכול הפסד נקי של כ-105 מיליון דולר בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.6.2012.

התנודתיות החדה ברווח ובתזרים התפעולי בשילוב עם רמת מינוף גבוהה מכבידים על גמישותה הפיננסית של החברה, אשר רכושה הקבוע משועבד לבנקים והיא מחויבת לשורה של אמות מידה פיננסיות כלפיהם. החל מרבעון שני 2012, החברה אינה עומדת באמות מידה פיננסיות למול המערכת הבנקאית בקשר עם יחס כיסוי חיובים והיחס השוטף. כתוצאה מכך התחייבויות החברה לזמן ארוך, בהיקף של כ-186 מיליון דולר, מוינו להתחייבויות לזמן קצר בדוחותיה הכספיים ליום 30.6.2012. לאחר תאריך המאזן קיבלה החברה מכתבי ויתור מהבנקים עד 31.3.2013 (כולל), וזאת בכפוף לעמידת החברה בתנאים מסוימים שנקבעו. לחברה מערכת יחסים מתמשכת עם בנקים אלו, ובעבר היא קיבלה מכתבי ויתור נוספים והוצבו לה אמות מידה פיננסיות מקלות.



נזילות החברה על בסיס עצמאי הינה חלשה, אולם היא נתמכת כיום בהזרמת מקורות מבז"ן, הכללים הארכת ימי אשראי ספקים, אשר בוצעה ברבעון השני לשנת 2012. הארכת ימי הספקים הובילה עפ"י הערכת החברה לשיפור התזרים התפעולי בסכום של כ- 60 מיליון דולר נכון ליום 30.06.12. מקור נוסף הינו החזר הלואה לז"א בסך של כ-63 מיליון דולר שהעמידה החברה לבז"ן ברבעון הראשון של 2012, וצפויה להיפרע בפירעון מוקדם עד ליום 30.9.2012. בנוסף, הסכימה בז"ן לפעול במידת הצורך על מנת לסייע בהשגת מקורות מימון בהיקף שיאפשר לכאול לעמוד בהתחייבויותיה הכספיות.

הורדת הדירוג המתונה יחסית הנה נוכח כך שהדירוג מביא בחשבון את התמיכה שמקבלת החברה וכן עתידה לקבל מחברת האם בז"ן, אשר מהווה מקור עיקרי לשירות החוב בשנה הקרובה. בנוסף, מידרוג נותנת משקל רב בדירוג לחסכון הצפוי בעלויות הייצור של החברה נוכח שימוש בגז הטבעי כחומר זינה.

הדירוג נתמך במעמדה הדומיננטי של החברה בשוק המקומי. כ-50% מהמכירות מופנות ליצואנים מקומיים. כאמור, החברה השלימה השקעות גבוהות בשנים האחרונות והיא בעלת כושר ייצור גבוה ומתקדם. האינטגרציה הורטיקאלית עם בז"ן תורמת לייעול תהליכי הייצור והקצאת התשומות.

הצבת אופק דירוג שלילי נובעת מהנזילות החלשה של החברה על רקע שחיקה מתמשכת בתוצאות הכספיות של החברה הנובעת גם מחולשה מתמשכת בענף. הצבת האופק השלילי נובעת גם מאי וודאות גבוהה לגבי התייצבות מחירי הנפט והשפעתם על ערך מלאי מוצרי החברה. הדירוג עשוי לרדת אם לא יחול שיפור בפרמטרים הפיננסיים של החברה, הנובע מעלייה במרווחי הפטרוכימיה והזרמת גז טבעי בהיקפים משמעותיים במהלך הרבעונים הקרובים.

**סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:**

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים ליום 30.06.2012 (מיליוני ש"ח)*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	4.69%	מדד	952	2013-2020

\* החל מיום 1.1.2011 החברה מציגה את יתרת האג"ח בספרים לפי שווי הוגן בעקבות אימוץ מוקדם של תקן IFRS 9. שינויים נזקפים לסעיף עודפים או לסעיף קרן הון. ליום 30.06.2012 יתרת הערך התחייבותי של האג"ח הנה כ- 257.8 מיליון דולר (כ- 1,011 מיליון ₪)

**כרמל אולפינים - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר**

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	H1 2011	H1 2012	
950	828	1,012	1,219	615	554	הכנסות
(73)	71	118	61	75	(28)	רווח (הפסד) גולמי
(132)	16	65	6	49	(56)	רווח (הפסד) תפעולי
(81)	71	109	52	72	(33)	EBITDA
(12)	(24)	(6)	(26)	(7)	(20)	הוצאות מימון, נטו
(77)	22	73	(16)	32	(57)	רווח (הפסד) נקי
-8%	9%	12%	5%	12%	-5%	% רווח גולמי
-14%	2%	6%	0%	8%	-10%	% רווח תפעולי
5	39	23	34	28	22	מזומנים ושוי מזומן
563	464	581	563	583	537	חוב פיננסי
17	9	20	43	13	16	CAPEX
26%	28%	32%	30%	30%	26%	הון עצמי למאזן
neg	6.5	5.3	10.9	4.6	neg	חוב פיננסי ל-EBITDA
neg	8.0	6.8	19.8	4.8	neg	חוב פיננסי ל-FFO

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**סיכון ענפי שהתעצם בשנת 2012, שחיקת התוצאות והצגת הפסד גולמי לתקופה**

ענף הפטרוכימיה הינו בעל סיכון עסקי גבוה, המאופיין במחזורי עסקים אשר גורמים לתנודתיות גבוהה במרווח הייצור וכפועל יוצא - ברווחיות ובתזרים התפעולי. במהלך השנה האחרונה התעצם הסיכון הענפי, בעקבות החרפת המשבר בגוש האירו ותנודתיות מחירי הדלקים. במהלך ששת החודשים הראשונים לשנת 2012, החברה הציגה קיטון בהכנסות לעומת התקופה המקבילה, הנובע בעיקרו מירידה במחירי המכירה. מחיר הפוליפרופילן הממוצע לששת החודשים הראשונים לשנת 2012 היה כ- 1,550 דולר לטון (כ-1,900 דולר לטון בתקופה המקבילה אשתקד).

יש לציין כי לחברה חשיפה לתנודתיות מחיר השוק של מלאי המוצרים ומלאי חומרי הגלם, אשר ככלל אינם מגודרים. חשיפה זו קיבלה ביטוי עז ברבעון שני 2012.

החברה הציגה הפסד גולמי של כ- 28 מיליון דולר למחצית הראשונה לשנת 2012 לעומת רווח גולמי של כ- 75 מיליון דולר לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר ההפסד נבע מהפרשי עיתוי ומירידת ערך של המלאי הגמור של החברה בהיקף של כ- 35 מיליון דולר ברבעון השני של שנת 2012 אשר נגרם עקב ירידת מחירי הנפטא בשיעור של למעלה מ- 30% במהלך אותו רבעון (מרמת מחירים של כ- 1,080 דולר לטון לרמת מחירים של כ- 730 דולר לטון) וירידה דומה במרווח סל המוצרים. מגמה זו, בשילוב עם המחסור בגז טבעי והעלייה במחירי המזוט הרעו את תנאי הייצור של החברה. בנוסף במהלך הרבעון השני של 2012, החברה זכתה לתרומה מועטה מהשקעתה במתקן להפרדת גזים (PSA), נוכח מחסור בגז טבעי. עפ"י הערכות החברה, בתחילת הרבעון השלישי 2012, עלתה אספקת הגז הטבעי במתקני החברה לכדי 60% וזאת עם קבלת גז טבעי ממאגר נועה וממאגר הפינקלס. יכולת החברה לחיזוי התוצאות הכספיות והתאמתן למחזוריות העסקית בה פועל הענף הינה נמוכה נוכח פרמטרים שונים אשר לחברה שליטה מוגבלת לגביהם. להערכת



מידרוג, החברה תחרוג במידה משמעותית מהתוצאות להן ציפנו לשנת 2012, אשר אמורות היו לבטא שיפור משמעותי לעומת שנת 2011 (זאת בהתבסס על תחזיות של הגורמים המובילים בענף - חברת הייעוץ הבינלאומית (CMAI). הערכתנו מסתמכת על התוצאות בפועל במחצית הראשונה ועל הצפי לתוצאות חלשות בחציון שני 2012.

## **מינוף גבוה יחסית והרעה משמעותית ביחסי הכיסוי. צפי להצגת יחסי כיסוי חלשים בארבעת הרבעונים הבאים**

החוב הפיננסי של החברה (בניכוי נגזר פיננסי) ליום 30.06.2012 הסתכם בסך של כ- 537 מיליוני דולר בהשוואה לסך של כ- 563 מיליוני דולר, לסוף שנת 2011. יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA עלה ל-10.9, לסוף שנת 2011, והנו שלילי ליום 30.06.2012. יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-FFO עלה ל-19.8, לסוף שנת 2011, והנו שלילי ליום 30.06.2012. אנו מעריכים כי רמת המרווחים הנמוכה המאפיינת את מחזור העסקים תמשך עד סוף המחצית הראשונה של שנת 2013, אם כי אנו צופים שיפור מסוים בתוצאות וביחסי הכיסוי בטווח של ארבעת הרבעונים הקרובים.

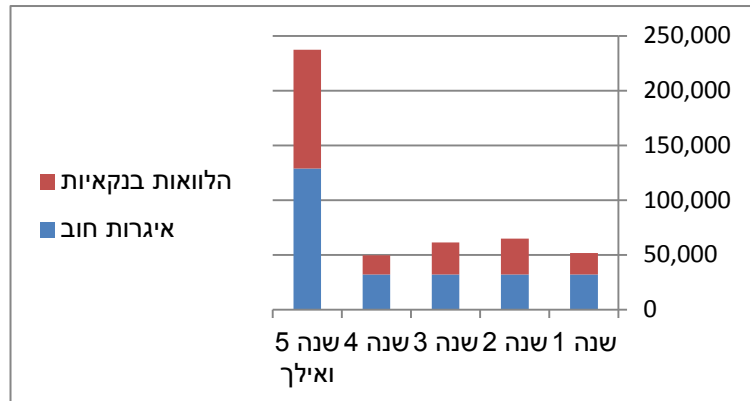
## **נזילות וגמישות פיננסית חלשות – אי עמידה באמות מידה פיננסיות. תמיכת החברה האם משפרת את הנזילות בארבעת הרבעונים הקרובים**

ליום 30.6.2012 לחברה יתרות נזילות בסך של 22 מיליון דולר, מתוכן כ- 19 מיליון דולר מהוות פיקדון משועבד לבנקים. החברה מציגה תזרים מפעילות (FFO) שלילי אשר הסתכם בכ- 48 מיליון דולר למחצית ראשונה 2012 (מכך, תזרים מפעולות שלילי של כ- 60 מיליון דולר לרבעון שני 2012) וכ- 28 מיליון דולר בכל שנת 2011. החברה הציגה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת של כ- 40 מיליון דולר לחציון ראשון 2012 (כ-32 מיליון דולר לרבעון שני 2012), הנובע בעיקרו מהארכת ימי אשראי הספקים אשר בוצעה ברבעון השני לשנת 2012 והובילה עפ"י הערכות החברה לשיפור התזרים התפעולי בסכום של כ-60 מיליון דולר נכון ליום 30.06.2012.

רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה יחסית לצורכי שירות החוב ונסמכת על הזרמת מקורות מחברת האם, אשר קיבלו ביטוי ברבעון שני 2012 דרך הארכת ימי אשראי וכן נסמכת על החזר הלוואה לז"א במהלך רבעון שלישי 2012, בסך של כ-63 מיליון דולר אשר הועמדה לבז"ן ברבעון הראשון של שנת 2012. צרכי פירעון קרן החוב (בנקים ואג"ח) למחצית שנייה 2012 ולשנת 2013 הינם כ- 22 מיליון דולר ו-64 מיליון דולר, בהתאמה. מכאן, מעריכה מידרוג, כי במחצית השנייה לשנת 2012 שירות החוב ימומן מהחזר הלוואה מבז"ן. בשנת 2013 אנו מעריכים כי שירות החוב ימומן בעיקר מהתזרים החופשי מפעולות, בעיקר נוכח הצפי לשיפור תוצאות החברה החל מהמחצית השנייה של שנת 2013.

ליום 30.06.2012 לחברה מסגרות אשראי בהיקף של כ- 140 מיליון דולר, מתוכן מנוצל סך של כ- 120 מיליון דולר. גמישותה הפיננסית של החברה חלשה. כל רכושה הקבוע של החברה משועבד לבנקים. כאמור, החל מרבעון שני 2012, החברה אינה עומדת בחלק מאמות המידה הפיננסיות למול המערכת הבנקאית והיא קיבלה מכתבי ויתור מהבנקים עד לתום רבעון ראשון 2013, בכפוף לעמידת החברה בתנאים מסוימים שנקבעו, הכוללים הגדלת הפיקדון הכספי לטובת הבנקים בסך כולל של כ- 15 מיליון דולר, תוספת ריבית כוללת של כ- 1%, עמידה בחוב פיננסי מקסימאלי כולל (בנקים+אג"ח) של כ-623 מיליון דולר וכן מסירת מכתב נוחות מטעם חברת האם הנותנת את הסכמתה כי תפעל במידת הצורך לסייע בהשגת מקורות מימון לטובת החברה. לחברה מערכת יחסים מתמשכת עם בנקים אלו, ובעבר היא קיבלה מכתבי ויתור נוספים.

כרמל אולפינים: לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (באלפי דולר) ליום 30.06.2012\*



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים בסך של כ-120 מיליון דולר ליום 30.06.2012

## אופק הדירוג

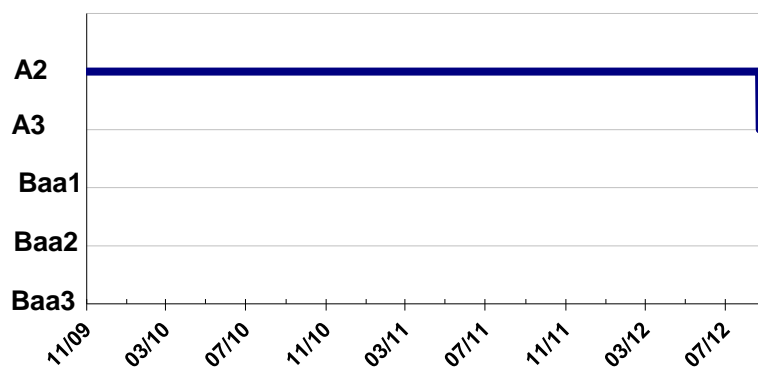
### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- ירידה מהותית ופרמננטית ברמת המינוף של החברה, תוך שיפור מתמשך ביחסי הכיסוי

### גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- אי שיפור בפרמטרים כלכליים ביניהם עלייה בסביבת מרווחים והזרמת גז טבעי בהיקפים משמעותיים במהלך הרבעונים הקרובים
- אי שיפור במצב הנזילות והגמישות הפיננסית

### היסטוריית הדירוג (החל מינואר 2009)





## אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") הנה חברה פרטית, העוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן. תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"ס), מהם מיוצרים בשלב הראשון מונומרים (אתילן ופרופילן) ולבסוף פולימרים. הפולימרים משמשים כחומר גלם עיקרי בתעשיית הפלסטיקה. כושר ייצור הפוליפרופילן הוגדל במהלך יולי 2007 כתוצאה מהפעלת מתקנים חדשים, שנבנו בהשקעה ישירה בסך של כ- 350 מיליון דולר במהלך השנים 2004-2007. מתקני החברה בישראל פועלים כתשלובת אחת, מחוברים ביניהם בצנרת ומקבלים שירותים ממערך מרכזי של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) - ספק עיקרי לחומרי זינה לחברה ובעלת השליטה (100%) בחברה. יתר חומר הגלם מסופק מבית הזיקוק באשדוד. עיקר המכירות נובע ממכירות מחוץ לישראל והיתר ממכירות לשוק המקומי.

## פרסומים קשורים:

כרמל אולפינים, רשימת מעקב, יוני 2012

כרמל אולפינים, דוח מעקב, דצמבר 2011

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

תאריך הדו"ח: 26.08.2012

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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.



התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<b>Aaa</b>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<b>Aa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<b>A</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<b>Baa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<b>Ba</b>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<b>B</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<b>Caa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	<b>Ca</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	<b>C</b>	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.