



# כרמל אולפינים בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2009

1

## מחברת:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה  
[einat.yarhi@midroog.co.il](mailto:einat.yarhi@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## כרמל אולפינים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של דירוג אג"ח (סדרה א') שהנפיקה כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה"), תוך הורדת הדירוג מ-A1 ל-A2 והצבת אופק דירוג יציב.

הכנסת הדירוג לרשימת מעקב נבעה מחולשה בתוצאות הכספיות של החברה, שהובילה לאי עמידה באמות מידה פיננסיות כלפי בנקים מממנים לגבי הלוואות לז"א בסך כולל של כ- 235 מיליון דולר. לאחרונה הסתיים המו"מ עם הבנקים במערכת הסכמים הכוללת בעיקר ויתור על זכותם להעמיד לפירעון מידי את חובות החברה, קביעת אמות מידה פיננסיות חדשות והטלת שעבודים קבועים על נכסי החברה לטובת הבנקים. כמו כן עלה שיעור הריבית על הלוואות והחברה נדרשה להפקיד פיקדונות כספיים לטובת הבנקים בהיקף החלויות השוטפות בטווח של 6-12 חודשים. ההתניות החדשות והשעבודים יחולו עד אשר תוצאות החברה ותחזיות המחירים יתמכו בעמידה באמות המידה המקוריות לאורך זמן.

הורדת הדירוג נובעת מעלייה מהותית בהיקפי החוב נטו בשנה החולפת אשר בצרוף עם המרווחים המתונים מביאה ליחסי כיסוי חוב באמצעות ה-EBITDA וה-FFO אשר אינם הולמים את רמת הדירוג הקודמת, בהתחשב גם באופי הפעילות התנועתית של ענף הפטרוכימיה. כמו כן נובעת הורדת הדירוג מהצרת הגמישות הפיננסית על רקע שעבוד הנכסים ויכולת נמוכה של בעלי המניות לתמוך פיננסית בחברה.

אופק הדירוג היציב ודירוג החברה נתמכים בגורמים הבאים: מעמד דומיננטי ויציב בשוק המקומי; קשרים עסקיים טובים התומכים בייצוא התוצרת למדינות באגן הים התיכון ובאירופה; מתקני ייצור חדישים בעלי קיבולת גבוהה המאופיינים בגמישות תפעולית הנובעת מייצור עצמי של מונומרים; פוליפרופילן הינו מוצר צומח שנהנה מהמשך גידול בביקושים לפי תחזיות CMAI לשנים הקרובות; המוצר העיקרי השני בחברה, פוליאיתילן בצפיפות נמוכה, מאופיין בשיעורי צמיחה נמוכים יחסית. גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: סיכונים הנובעים ממחזורי העסקים בענף הפטרוכימיה אשר גורמים לתנודות מהותיות בתזרימי המזומנים של החברה כתלות במחירי חומרי הגלם (נגזרי נפט וגז טבעי), בביקושים למוצרי פלסטיק ובקיבולת ייצור הפולימרים בעולם, אשר משתנה לאורך מחזור העסקים. בתוך כך, בטווח הקרוב צפויה הפעלת מתקני ייצור נוספים באזור המזרח התיכון, ועל כן צופים במודי"ס התארכות התהליכים הנוכחיים להתאמת קיבולת הייצור העולמית בענף; היקף ניצול מתקני הייצור תלוי באספקת חומרי הגלם ממתקני בית הזיקוק; מנוף פיננסי מהותי אשר מימן את תוכנית ההשקעות; חשיפה לתקלות ייצור המשביתות את תהליך הייצור הרציף; צורך בהשקעות להגנת הסביבה וחשיפה לתביעות בהקשר זה.

ביום 28/10/09 הודיעו בתי זיקוק לנפט בע"מ ("בז"ן) ומפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (מפ"ב) המחזיקות כל אחת 50% ממניות החברה, כי יפעלו להשלמת העסקה ביניהן עד סוף שנת 2009 לפיה תמכור מפ"ב את כל מניות החברה שבבעלותה לבז"ן ובתמורה תקצה בז"ן למפ"ב 17.75% מהון המניות שלה. לאחר השלמת העסקה תחזיק בז"ן 100% ממניות החברה. השלמת העסקה כפופה לאישור האסיפה הכללית של בז"ן ומפ"ב וכן להתקיימות תנאים מוקדמים הכוללים אישור רשויות ממשל, רגולציה וגורמים מממנים עד ליום 30/12/09.



לדברי החברה מחירי רכישת חומרי הגלם מבז"ן לא ישתנו כתוצאה מהעסקה, וימשיכו להתבסס על ציטוט בינלאומי של מחיר הנפט. יחד עם זאת, ככל שיוביל המיזוג התפעולי להגברת כמות חומרי הגלם שתפנה בז"ן למתקני כאו"ל כך תגדל ניצולת מתקני הייצור של החברה. שיעורי הניצולת של מתקני הפוליפרופילן בשנים 2007-2009 נעו בטווח של כ-60% עד כ-85% ועומדים על כ-85% למועד הדוח. מתקני הפוליאתילן מנוצלים במלואם. יודגש כי הפניית חומרי הגלם כפופה לאופטימיזציה הכוללת של הייצור במתקני בית הזיקוק בהתאם למחירי חומרי גלם ומחירי מוגון התוצרים בחברה הממוזגת בז"ן-כאו"ל. על רקע זה ייתכנו תרחישים שונים להשפעה על היקפי ה-EBITDA של החברה בכל סט מחירים. מידרוג תעריך את השפעת המיזוג התפעולי עם בז"ן על יכולת הפירעון של החברה לאורך ציר הזמן. לדברי החברה, עם כניסת הגז הטבעי לבז"ן הוא צפוי להחליף גזים אחרים אשר משמשים כיום כמקור אנרגיה בבז"ן והפנייתם לחברה תביא לחיסכון בהוצאות לעומת המצב הנוכחי.

**האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:**

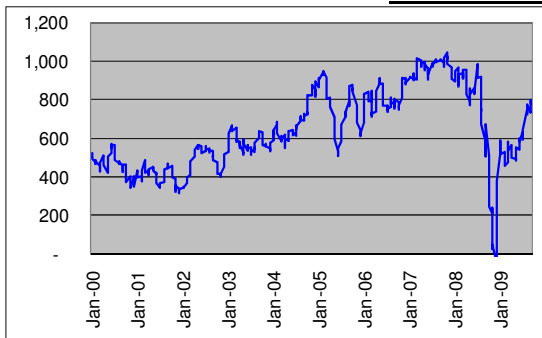
שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 30/9/09 (מיליוני ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. (מיליוני ₪)	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2020	949	מדד	4.69%	850	3/2007	1113091	א'

**התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>**

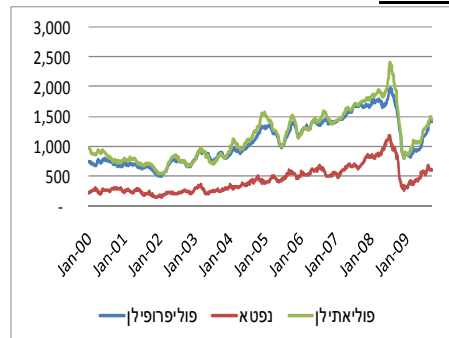
**התזרימים שיוצרו ברבעונים האחרונים מייצגים את החלק הנמוך של מחזור העסקים בענף הפטרוכימיה. ניצולת הייצור במגמת עלייה**

החברה רשמה שיפור ברווחיות בתקופה 1-9/09 לעומת התקופה המקבילה לנוכח מגמת המרווח העולה והעלייה בשיעורי הניצולת במתקני הפוליפרופילן, לעומת התקופה המקבילה. עיקר השיפור נרשם ברבעון השלישי השנה. ניצולת מתקני הפוליאתילן ממשיכה להיות מלאה כבעבר. בד בבד חלה ירידה בהוצאות הקבועות, עקב פיחות בשקל לעומת הדולר והשלמת תהליכי התייעלות שהובילו להפחתה בשיעור של כ-15% בהיקף ההוצאות הקבועות הנקובות בשקלים. יש לציין כי לעומת תזרימי המזומנים החיוביים השנה, ברבעון הרביעי אשתקד נרשם גירעון בהיקף מהותי על רקע צניחת מחירי חומרי הגלם ומחירי התוצרים.

**מחיר פוליפרופילן בניכוי מחיר נפטא (דולר/טון) 1/2000-10/2009**



**מחירי נפטא ופולימרים (דולר/טון) -1/2000-10/2009**



<sup>1</sup> התפתחויות עיקריות מאז פרסום פעולת דירוג קודמת בדצמבר 2008 הניתנת לצפייה באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). מידרוג מפנה גם לדוח מידי (רשימת מעקב) ממרץ 2009.

הגידול בתזרים התפעולי בתקופה 1-9/09 לווה בגידול בהיקף דומה בתזרים מפעולות (FFO). הקיטון בהוצאות המימון התזרימיות, על רקע סביבת ריביות נמוכות, לא התבטא בעלייה ב-FFO על רקע הכנסות תזרימיות מס ב 1-9/08 לעומת אי-תשלום מס בתקופה 1-9/09. התזרים מפעילות שוטפת (CFO) היה שלילי בתקופה עקב עלייה בצרכי ההון החוזר, לנוכח עליית המחירים. בתקופה המקבילה היתה מגמה הפוכה. החברה נמנעה מחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות במהלך שנת 2008. חלוקה עתידית כפופה לאישור הבנקים המממנים כל עוד חלות ההתניות הפיננסיות החדשות. מדי שנה נהגת החברה לבצע השקעות בסך כ-10 מיליון דולר ברכוש קבוע לצורך שיפור מתקני הייצור ובנוסף, אחת לחמש שנים נערך טיפול תקופתי במתקנים שעלותו הישירה הינה בסך כ-15 מיליון דולר. לצורך הטיפול מתחייבת הדממת המתקנים למשך 2-4 שבועות. מועד הטיפול התקופתי הקרוב יחול בשנת 2011.

**כא"ל, תמצית נתוני רווח ותזרים, במיליוני דולר**

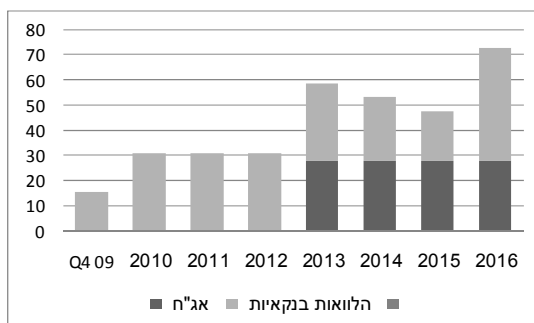
FY 07	FY 08	Q1 08	Q2 08	Q3 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	
685.1	950.4	215.3	267.5	283.5	168.6	184.9	223.0	הכנסות
97.2	(73.2)	11.1	4.8	23.9	14.5	9.8	28.1	רווח גולמי
18.4	28.8	6.7	7.3	7.4	6.4	7.4	8.4	הוצאות מכירה ושיווק
19.7	30.4	5.1	7.5	6.6	4.2	5.2	5.4	הוצאות הנהלה וכלליות
59.1	(132.5)	(0.7)	(10.0)	10.0	3.9	(2.8)	14.4	רווח (הפסד) תפעולי*
(49.5)	(11.8)	(4.8)	(2.5)	(14.5)	(2.3)	(9.4)	(1.5)	הוצאות מימון, נטו
		2.6	3.0	1.1	0.1	4.9	19.2	הכנסות (הוצאות) מסים
12.8	(77.1)	(3.0)	19.7	(3.4)	1.6	(7.3)	32.1	רווח (הפסד) נקי
101.1	(80.6)	11.1	3.0	23.9	17.1	11.1	27.7	תזרים תפעולי* (EBITDA)
73.9	(100.6)	11.1	6.0	10.7	1.5	10.2	28.3	תזרים מפעולות (FFO)
(17.9)	65.8	20.3	(19.9)	39.9	(42.7)	15.5	(37.7)	שינויים בהון חוזר
56.0	(34.8)	31.4	(13.9)	50.6	(41.2)	25.8	(9.4)	תזרים מפעילות שוטפת (CFO)
76.6	29.2	8.3	10.7	5.7	3.6	4.7	2.2	השקעות ברכוש קבוע (CapEx)
26.3	0.0	-	-	-	-	-	-	דיבידנד לבעלי המניות (Div)
(46.9)	(64.0)	23.1	(24.6)	44.9	(44.8)	21.1	(11.6)	תזרים חופשי (FCF)

\*רווח תפעולי וכן EBITDA מחושבים בנטרול הכנסות (הוצאות) אחרות

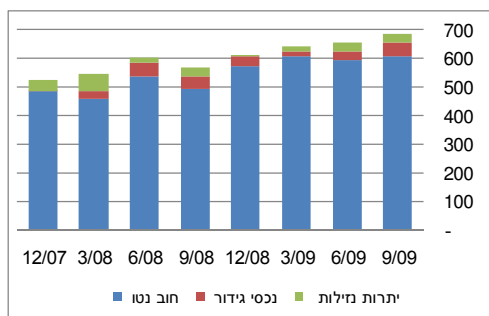
**גידול בהיקפי החוב בשנה החולפת**

סך החוב הפיננסי ליום 30/9/09 הסתכם בכ-684 מיליון דולר ובניכוי יתרות נזילות חופשיות ונכסי גידור, היקף החוב נטו הינו כ-611 מיליון דולר. מגמת עלייה בהיקפי החוב הפיננסי בשנה האחרונה נבעה מהחולשה בתוצאות הכספיות, כשבמקביל חל קיטון בצרכי ההון החוזר, אשר מיתן את עליית צורכי המימון. מרבית החוב צפוי להיפרע בטווח הזמן הארוך. העלייה בהיקפי החוב מומנה בחוב לז"ק מתוך מסגרות אשראי שאינן חתומות ומנוצלות בחלקן הגדול: למועד הדוח מנצלת החברה כ-120 מיליון דולר מתוך מסגרות בסך כ-185 מיליון דולר. הסדר המימון החדש עם הבנקים לא שינה את היקף הפירעונות השנתי אך קבע חוזרים רבעוניים לכל ההלוואות. עומס הפירעונות (קרן) בגין הלוואות מבנקים ובגין האג"ח צפוי להתגבר במידה ניכרת החל בשנת 2013, כשיתחיל פירעון קרן האג"ח.

לוח פירעונות קרן חוב פיננסי לזמן ארוך, במיליוני דולר



התפתחות החוב הפיננסי 1/08-9/09, במיליוני דולר



כאול, יחסי מינוף ואיתנות, במיליוני דולר

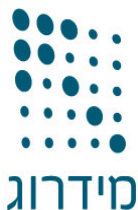
12/07	3/08	6/08	9/08	12/08	3/09	6/09	9/09	
523	547	602	567	613	642	655	684	חוב פיננסי
37	58	14	31	5	16	27	26	יתרות נזילות
3	26	49	41	32	17	31	47	נכסי גידור
483	463	539	494	576	609	597	611	חוב נטו
363	360	379	374	282	283	277	310	הון עצמי
1,083	1,111	1,225	1,245	1,089	1,070	1,102	1,150	מאזן
52.2%	50.2%	51.3%	49.9%	61.4%	63.6%	62.8%	61.5%	חוב נטו לקאפ נטו
33.6%	32.4%	31.0%	30.1%	25.9%	26.5%	25.2%	26.9%	הון למאזן
4.8	5.1	7.7	7.4	15.1	13.8	11.5	10.9	חוב נטו ל-LTM EBITDA*
6.5	6.8	9.9	11.5	20.7	33.5	26.6	15.2	חוב נטו ל-LTM FFO*

\*LTM EBITDA ו-LTM FFO\* חושבו על פי נתוני ארבעת הרבעונים האחרונים.

תזרימי המזומנים של Q4 08 נלקחו כ-0. יחסי כיסוי החוב, בהתעלם מהרבעון הרביעי ותוך גילום שנתי של התזרימים, הינם מהירים יותר ועומדים לתאריך 9/2009 על כ-8.2 שנים באמצעות LTM EBITDA וכ-11.4 שנים באמצעות LTM FFO.

### יחסי הכיסוי יוותרו נמוכים בשנת 2010 וישתפרו ככל שתתרחק החברה משנות ביצוע ההשקעה

חرف השיפור בתזרימי המזומנים התפעוליים במהלך 2009, הרי שהמרווחים הנמוכים יחסית להיסטוריה, בשילוב עם החוב הגבוה שמימן את הרחבת כושר היצור והחוב שנצבר על רקע הגירעון התזרימי בשנת 2008, מוסיפים להעיב על יחסי הכיסוי. תחזיות CMAI, מצביעות על המשך הלחץ על המרווחים ולהערכת מידרוג, החולשה ביחסי הכיסוי צפויה להימשך גם בשנת 2010. מידרוג מצפה לשיפור יחסי הכיסוי, ככל שתתרחק החברה משנות ההשקעה, תגדיל את



שיעורי הנצילות של מתקני הייצור ותקטין את היקף החוב הפיננסי. להערכת מידרוג, יחס כיסוי החוב נטו באמצעות ה-EBITDA יעמוד בתום שנת 2011 על כ- 6.0 שנים לכל היותר.

### **גמישות פיננסית נמוכה הנובעת משעבוד מרבית הנכסים להבטחת החובות כלפי בנקים והתניות פיננסיות**

הסדר המימון החדש קובע הטלת שיעבוד על הרכוש הקבוע לטובת הבנקים בגובה החוב הפיננסי כלפיהם; מגבלות על חלוקת דיבידנד והשקעות בסך שעולה על 10 מיליון דולר כך שיהיו כפופות לאישור הבנקים; התניות פיננסיות חדשות הכוללות: יחס שוטף מינימאלי 0.8 (במקום 1.1 בהסכמים המקוריים); שיעור הון עצמי בניכוי רכוש אחר ("הון עצמי מוחשי") לסך מאזן גבוה מ-22% (במקום 29%), הון עצמי מוחשי מעל ל-138 מיליון דולר (ללא שינוי), חוב בנקאי להון עצמי מוחשי נמוך מ-2.4 (במקום 1.8), ממוצע על פני 8 הרבעונים האחרונים של יחס שירות החוב (קרן+ריבית) בתוספת תשלומי המס בפועל ל-EBITDA לא יפחת מ-1.1 (ללא שינוי). התניות פיננסיות מול מחזיקי האג"ח כוללות מגבלות על חלוקת דיבידנד, דירוג האג"ח בקבוצת ה-A ואי העמדה לפירעון מוקדם של חובות פיננסיים אחרים. ליום 30/9/09 החברה עומדת בהתניות.

אמות המידה החדשות יוותרו על כנן עד אשר תעמוד החברה במשך ארבעה רבעונים רצופים באמות המידה הפיננסיות המקוריות ותציג לבנקים תוכנית פיננסית המבוססת על תחזיות מחירים של CMAI, לפיה יש באפשרותה לשרת את חובותיה לפי הסכמי האשראי עם הבנקים עד לתום זמן הפירעון. על החברה חלות מגבלות לווה בודד וקבוצת לווים, בשל השתייכותה לקבוצת החברה לישראל ומפעלים פטרוכימיים, וחברות קשורות של כל אחת מקבוצות אלו. לדברי החברה, מצב זה טרם מהווה מגבלה אפקטיבית על יכולת קבלת האשראי של החברה.

6

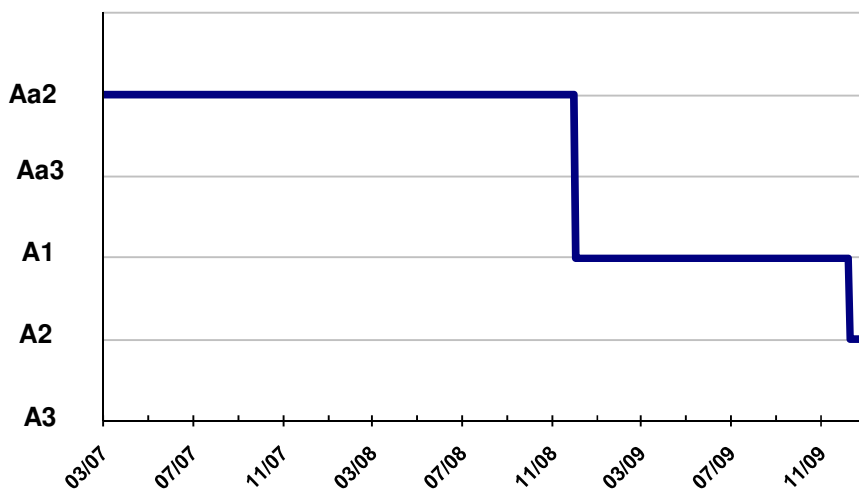
## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג**

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

### **גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג**

- היעדר שיפור ביחס כיסוי החוב. מידרוג מצפה שיחסי הכיסוי החוב באמצעות ה-EBITDA החל מטווח הזמן הבינוני לא יעלו על 6-7 שנים.
- הרעה במצב הנזילות והגמישות הפיננסית, ביחס לדרישות פירעון חובותיה בשנים הבאות
- חלוקת דיבידנד שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה
- התממשות תביעות העומדות נגד החברה ו/או תביעות עתידיות, באופן שיש בו לפגוע במידה משמעותית באיתנות הפיננסית, לרבות תביעות בקשר עם ההגנה על איכות הסביבה



### אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") עוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן. תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"מ), 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 350 מיליון דולר במהלך השנים 2004-2007. מתקני החברה בישראל פועלים כתשלובת אחת, מחוברים ביניהם בצנרת ומקבלים שירותים ממערך מרכזי בבז"ן - ספק עיקרי לחומרי זינה לחברה. יתר חומר גלם מסופק מבית הזיקוק באשדוד. עיקר המכירות נובע מיצוא, והיתר ממכירות לשוק המקומי. החברה מצויה בבעלות פרטית משותפת, בחלקים שווים, של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) ושל מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (מפ"ב). ככל שיושלמו הסכמים בין בז"ן למפ"ב צפויה החברה להיות בבעלות מלאה של בז"ן כשבתוך כך יהיה מיזוג תפעולי בין בז"ן לחברה.

**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

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



## סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<b>Aaa</b>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<b>Aa</b>	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<b>A</b>	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<b>Baa</b>	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<b>Ba</b>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<b>B</b>	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	<b>Caa</b>	
התחייבויות המדורגות 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 המדורגות 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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 ביעוץ 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.