



# כרמל אולפינים בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2011

**מחברת:**

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

**אנשי קשר:**

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

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

## כרמל אולפינים בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ואופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה א') של כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל או "החברה"). הדירוג נתמך בגורמים הבאים: מעמד דומיננטי ויציב בשוק המקומי; פיזור הפעילות אל מחוץ לישראל בשיעור משמעותי ולשווקים בעלי ביקוש גבוה; ביקוש עולמי יציב לפולימרים. על פי תחזיות בינלאומיות, החל מחציון שני 2012 צפויה עלייה במרווחים אשר יתעצמו במהלך שנת 2013 בעיקר עקב עודף ביקוש על ההיצע; פיזור רחב של לקוחות מענפי תעשייה שונים, מרביתם מוטי ייצוא; ניהול שמרני של סיכונים אשראי לקוחות; אינטגרציה ורטיקאלית עם בז"ן אשר תורמת ליעול תהליכי הייצור והקצאת התשומות; הנהלה בעלת ניסיון וידע רב במיצוי השקעות, בשדרוג תהליכי הייצור וחסכון בעלויות.

גורמי הסיכון בפעילות החברה: סיכון עסקי גבוה של ענף הפטרוכימיה, המאופיין במחזורי עסקים אשר גורמים לתנודתיות גבוהה במרווח הייצור וכפועל יוצא - ברווחיות ובתזרים התפעולי; סיכון תפעולי גבוה, הנובע מתלות במתקן ייצור עיקרי בתהליך ייצור רציף ומורכב; מרכיב גבוה של הוצאות ייצור קבועות, המקשות על גמישות תפעולית בתקופות של מחזורי עסקים שליליים; צורך בהשקעות מהותיות בשיפור תהליכי הייצור וכן בקשר עם הגנה על איכות הסביבה; רמת מינוף גבוהה יחסית, הנובעת מתוכנית השקעות רחבה שהושלמה בשנת 2007 ומצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית חלשות. בספטמבר 2009, בעקבות המשבר הכלכלי חתמה החברה על הסכמים עם כלל הבנקים. במסגרת הסכמים אלו, שועבדו מרבית נכסי החברה לטובת הבנקים והחברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות מקלות מול הגורמים המממנים. החל ממועד זה, החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות המקלות. תוצאות החברה הושפעו לטובה, ברבעונים הראשון והשני השנה, מעלייה חדה וחריגה במרווח הייצור. ברבעון השלישי מרווח הייצור צנח חזרה לתוואי הנמוך שמאפיין את מחזור העסקים הנוכחי בענף. תוצאות החברה הושפעו לשלילה גם מתוצאותיה השליליות של חברת הבת ההולנדית: DUCOR petrochemicals BV.

אנו מעריכים כי רמת המרווחים הנמוכה המאפיינת את מחזור העסקים תמשך גם ברבעון הרביעי של השנה וברבעון הראשון של שנת 2012, בהם החברה עלולה להמשיך ולהציג תוצאות חלשות. התחזיות של הגורמים המובילים בענף צופות התאוששות של המרווחים במהלך חציון שני לשנת 2012 ובשנת 2013. התחזיות לשנת 2012 לוקחות בחשבון את המשבר בגוש האירו והשלכותיו. התחזיות לשנת 2013, נתמכות בעודף ביקוש על היצע ושיעור גידול שנתי ממוצע בביקוש ובהיצע של כ-3.5%, בדגש על שווקי צפון מזרח אסיה, סין וקוריאה. כמו כן לא צפויה כניסה של כושר ייצור חדש בשנים אלו נוכח המשבר בגוש האירו אשר מנע בין השאר תוכניות השקעות חדשות בתחום. מידרוג רואה בחשיפה של החברה, הן לכלכלות מדינות גוש האירו והן לתורכיה, פרמטרים המעלים את סיכון האשראי של החברה בטווח הזמן הבינוני.

אופק הדירוג היציב נתמך בצפי לשיפור משמעותי בתוצאות החברה החל מהמחצית השנייה של שנת 2012 עם ההתאוששות במרווחים, אשר יקדזו את התוצאות החלשות ברבעונים הקרובים. כמו כן מידרוג נותנת משקל לחסכון הצפוי בעלויות הייצור בעקבות הבשלתו של מתקן להפרדת גזים (CCR) אשר צפוי להוזיל את עלויות הזינה, בשילוב עם השפעת המעבר לייצור באמצעות גז טבעי. כל אלו תומכים בהצגת יחסי כיסוי הוולמים את רמת הדירוג הנוכחית בטווח אופק הדירוג. בתרחיש של התעצמות המשבר בגוש האירו אשר צפויה להביא ללחץ על מרווחי הפטרוכימיה מעבר להערכתנו ולשחיקה בתוצאות לאורך זמן, ו/או הצגת מספר רבעונים רצופים של הפסדים - תקשה החברה בהצגת יחסי כיסוי אשר הולמים את רמת הדירוג הנוכחית והדבר צפוי להוביל לבחינת הדירוג.

**סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:**

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך התחייבותי 30.09.2011 (מיליוני ש"ח)*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	1113091	מרץ 2007	4.69%	מדד	1,001	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 30.09.2011 יתרת הערך ההתחייבותי של האג"ח הנה כ- 269.5 מיליון דולר (כ- 1,001 מיליון ש"ח) לעומת יתרה בספרים עפ"י שווי הוגן של כ- 273.6 מיליון דולר (כ- 1,016 מיליון ש"ח).

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

FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	Q3 10	Q3 11	
950	828	1,012	772	930	237	315	הכנסות
(73)	71	118	98	78	38	3	רווח גולמי
(132)	16	65	57	40	27	(9)	רווח (הפסד) תפעולי
(80)	72	109	91	74	37	3	EBITDA
(12)	(24)	(6)	0	(18)	(2)	(12)	הוצאות מימון, נטו
(77)	22	73	58	11	31	(20)	רווח (הפסד) נקי
(8%)	9%	12%	13%	8%	16%	1%	% רווח גולמי
(14%)	2%	6%	7%	4%	11%	(3%)	% רווח תפעולי
5	39	23	34	28	34	28	מזומנים ושווי מזומן
578	462	581	535	565	535	565	חוב פיננסי
17	9	20	13	35	7	21	CAPEX
26%	28%	32%	30%	30%	30%	30%	הון עצמי למאזן
neg	6.5	5.1	5.0	6.1	5.0	6.0	חוב פיננסי ל-EBITDA
neg	8.6	6.5	6.4	7.8	6.4	7.7	חוב פיננסי ל-FFO

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**רווחיות תנודתית כתלות במרווח הפולימרים ועל רקע מרכיב גבוה של הוצאות קבועות**

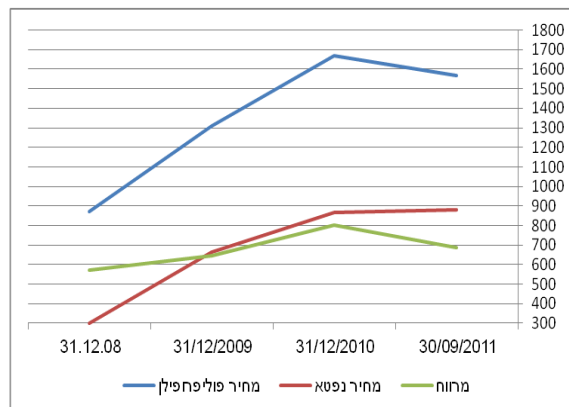
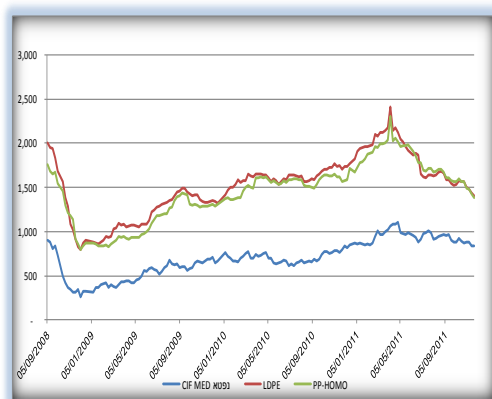
הגורם העיקרי המשפיע על תוצאות החברה הנו המרווח בין מחירי הפולימרים לבין מחיר חומרי הזינה (בעיקר נפטא). מרווח זה נגזר ממספר משתנים אשר כוללים את הביקוש לפולימרים בעולם, את כושר הייצור העולמי של פולימרים ואת מחיר הנפט, שהינו המרכיב התנודתי ביותר. גורם נוסף המשפיע על התוצאות הינו ניצולת הייצור והכמויות שנמכרו. כושר הייצור המצרפי של החברה הנו כ- 800 אלף טון לשנה (מתוכו כ-180 אלף טון בגין קו הייצור בחברה הבת ההולנדית). במהלך שנת 2010 אחוז הניצולת הממוצע של קווי הייצור עמד על כ-81%, בעקבות שיפוץ תקופתי שנערך במהלך רבעון רביעי 2010. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011, אחוז ניצולת קווי הייצור הממוצע עלה לכ-92%. במהלך תשעת החודשים הראשונים לשנת 2011, החברה מציגה גידול בהכנסות לעומת התקופה המקבילה, הנובע בעיקרו מעלייה במחירי המכירה ובמקביל - עלייה מתונה בכמויות. מחיר הפוליפרופילן הממוצע לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 היה כ- 1,840 דולר לטון (כ-1,520 דולר לטון בתקופה המקבילה אשתקד), כאשר במהלך התקופה ירד מרמה גבוהה וחריגה של כ- 2,000 דולר לטון בחודשים מרץ-מאי לרמה של כ- 1,566 דולר לטון בסוף התקופה. מחיר הפוליאתילן התנהג בצורה דומה.



התנדודיות במרווחים קיבלה ביטוי חד בתוצאות החברה בשנים האחרונות. החל מהרבעון השלישי של שנת 2009, חל שיפור במרווחים ומגמות חיוביות מצד הביקושים, כאשר החל מרבעון שני 2010 ניתן לראות רמת מרווחים גבוהה, עקב עלייה בביקושים וקיטון בכושר הייצור העולמי על רקע המשבר בגוש האירו - אשר ירדה בחדות ברבעון השלישי של שנת 2011. ליום 30.9.2011 הציגה החברה מרווח (פ.פ לעומת נפטא) של כ- 686 דולר לטון לעומת כ- 878 דולר לטון ליום 30.9.2010.

להערכת החברה, בהתבסס על תחזיות חברת הייעוץ הבינלאומיות CMAI, מרווחי הפטרוכימיה במהלך שנת 2012 צפויים לעלות וכנגזרת - צפויה החברה להציג שיפור בתוצאות התפעוליות. בנוסף, החברה משקיעה במהלך שנת 2011 במתקן להפרדת גזים (CCR), שצפוי להזיל את עלויות הזינה ולהשפיע לחיוב במידה מהותית על הרווח הגולמי והתפעולי החל משנת 2012. ברבעון השלישי של שנת 2011 החלה החברה להשתמש בגז טבעי במתקניה וזאת לעתים על בסיס אספקה מ-ים-תנטיס, בהסכם מסגרת אשר נחתם כגיבוי להסכם עם ספק הגז המצרי. להערכתנו, תרומת הגז הטבעי תתבטא באופן מלא בשנת 2012 ותתרום אף היא לשיפור בתוצאות בטווח אופק הדירוג.

**מחירי הפוליפרופילן והנפטא למול המרווח בין התקופות התפתחות מחירי הפולימרים והנפטא<sup>1</sup> (בדולר)**

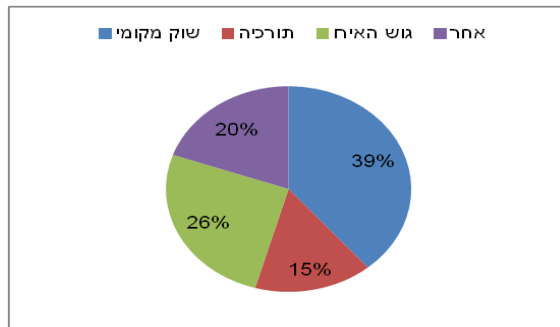


**מחד, מעמד עסקי חזק ובלעדי בשוק המקומי מאידך, חשיפה להחלשות כלכלות מדינות גוש האירו והתערערות היחסים הדיפלומטיים מול תורכיה**

החברה הינה יצרן יחיד בישראל של פולימרים ומוגדרת כמונופול בייצור LDPE בישראל. הכנסות החברה מהשוק המקומי מהוות כ- 40% מסך הכנסותיה. לחברה יתרון בשוק המקומי בשל זמינות אספקה, שירות טכני צמוד וקירבה לצרכנים. מידרוג מציינת לחיוב את גיוון ופיזור לקוחות החברה על פני כלל ענפי המשק. מרבית הלקוחות הגדולים בעלי ותק של למעלה מ-10 שנים ומרביתם חברות גדולות מובילות בתחומן.

<sup>1</sup> מקור: CMAI

פילוח מכירות החברה לפי אזורים גיאוגרפיים לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011:



החברה חשופה דרך שוקי היעד השונים למדינת תורכיה ולמדינות ה-PIIGS.

סך המכירות של החברה לתורכיה היוו כ- 15% מסך המכירות לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011. מידרוג מציינת כי על אף השינויים הפוליטיים בסביבה הגיאופוליטית של ישראל ותורכיה, החברה הציגה עלייה של כ- 25% (עלייה כמותית של כ-6%) בהכנסות מתורכיה במהלך התקופה לעומת תקופה המקבילה אשתקד. מידרוג תמשיך לבחון את דירוג

החברה על רקע רגישות היחסים הדיפלומטיים למול תורכיה. לחברה גם חשיפה גבוהה למדינות ה-PIIGS (בעיקר איטליה), המהוות כ- 19% מסך המכירות לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011. יש לציין כי כלל המכירות מבוטחות בביטוח סיכונים סחר חוץ ואחוז ההפרשה לחובות מסופקים לשנים האחרונות הנו נמוך. סך המכירות של כאו"ל למדינות גז האירו מהוות כ-26% מסך מכירותיה. בתרחיש החרפת המשבר בגז האירו, לטענת החברה, הגמישות המסחרית מאפשרת לה הסטת מכירות לשווקים אחרים.

לחברה החזקה (49%) בחברה הולנדית: DUCOR petrochemicals BV, העוסקת בייצור ושיווק פוליפרופילן. החברה מאחדת את תוצאות החברה ההולנדית בדוחותיה הכספיים. ברבעון השלישי לשנת 2011 נפגעה פעילות החברה ההולנדית כתוצאה בעיקר משחיקת המרווחים והיא הציגה הפסד תפעולי של כ- 6 מיליון דולר לעומת איזון ברבעון המקביל אשתקד.

**מינוף גבוה יחסית**

החוב הפיננסי של החברה (בניכוי נגזר פיננסי) ליום 30.09.2011 הסתכם בסך של כ- 565 מיליון דולר בהשוואה לסך של כ- 581 מיליון דולר, לסוף שנת 2010. במהלך שנת 2010 נרשמה עליית מדרגה בחוב הפיננסי נוכח צורכי הון חוזר בהיקף של כ- 180 מיליון דולר (ירידה בספקים לצורך היערכות לשיפוץ), השקעה ברכוש קבוע בסך של כ- 20 מיליון דולר וטיפול בעקבות השיפוץ התקופתי במתקנים בסך של כ- 22 מיליון דולר. יחס החוב הפיננסי ל- CAP עמד על כ- 58% ליום 30.09.2011 (כ- 60% ליום 31.12.2010). יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA עמד על כ-6.0 לעומת כ-5.0 בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה ביחס הכיסוי נבעה בעיקר מהשחיקה ברווח התפעולי בין התקופות. מידרוג מביאה בחשבון שהחברה פועלת בענף תנודתי, המשליך על הרווחיות ועל היקף ההון החוזר ומצפה כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מיחס חוב פיננסי ל-EBITDA של כ-6.0.

**נזילות וגמישות פיננסית מוגבלות**

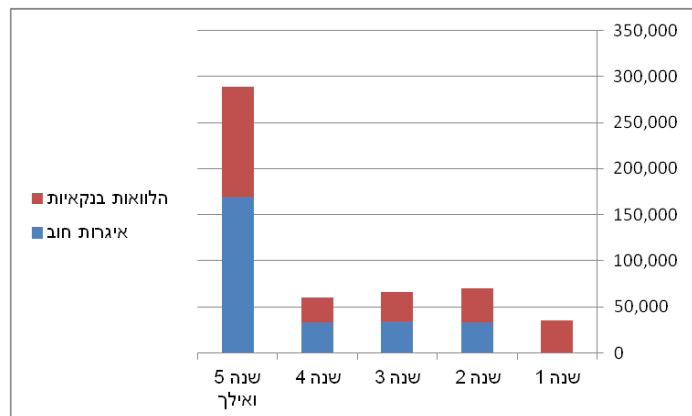
ליום 30.9.2011 לחברה יתרות נזילות בסך של 28 מיליון דולר, כאשר כ-70% הינו פיקדון המשועבד לבנקים. אף כי לחברה יכולת גבוהה בייצור מזומנים מפעילות, התנודתיות הגבוהה בהון החוזר יוצרת תנודתיות בתזרים מפעילות שוטפת, והחברה נשענת בעיקר על מסגרות אשראי מבנקים כמקור לוויסות צורכי התזרים. ליום 30.09.2011 לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 22 מיליון דולר, רובן חתומות. החברה מציגה תזרים מפעילות (FFO), אשר הסתכם בכ- 60 מיליון דולר לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 ובכ- 85 מיליון דולר בכל שנת 2010. החברה הציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) של כ- 34 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים ותזרים מזומנים חופשי שלילי

של כ- 118 מיליון דולר בשנת 2010. תזרים המזומנים החופשי השלילי נבע מעריכת שיפוץ תקופתי במהלך רבעון רביעי 2010 והשלכותיו על צרכי ההון החוזר כמתואר לעיל. קרן החוב לזמן ארוך (בנקים ואג"ח) לשנים 2012 ו-2013 הינה כ- 40 מיליון דולר ו- 70 מיליון דולר, בהתאמה.

מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים. לחברה אמות מידה פיננסיות מול הבנקים המממנים, הכוללות עמידה בהון עצמי מינימאלי, עמידה ביחס הון עצמי למאזן וביחסי כיסוי שונים. ליום 30.09.11 החברה עומדת במרווח מספק באמות המידה הפיננסיות.

מידרוג מציינת לטובה את מערכת היחסים הארוכה והמוכחת של החברה מול המערכת הבנקאית.

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



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים בסך של כ-115 מיליון דולר ליום 30.9.2011

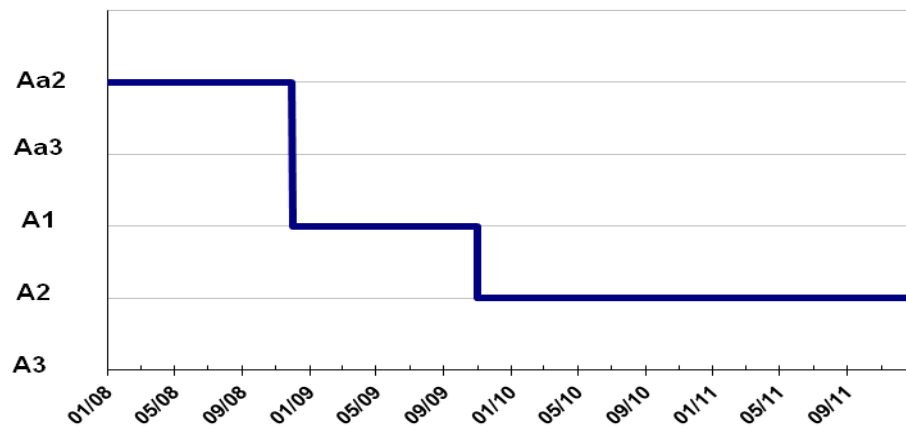
**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג**

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

**גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג**

- חריגה מתמשכת ביחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA מעל 6.0 שנים
- הרעה במצב הנזילות והגמישות הפיננסית ואי עמידה בדרישות ההתניות הפיננסיות המקוריות
- חלוקת דיבידנד שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה



#### 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"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 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.

**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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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.



**סולם דירוג התחייבויות**

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 מאד.	<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") 2011.

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 לסיכוני 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 מניפק, 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 שהמניפקים 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.