



קרגל בע"מ

דוח מעקב | ינואר 2010

1

מחברת :

עינת ירחי, אנליסטית בכירה

einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

קרגל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 לאגרות החוב שהנפיקה קרגל בע"מ ("קרגל" או "החברה"), תוך הצבת אופק דירוג שלילי.

אופק הדירוג השלילי נובע מירידה בשיעורי הרווחיות ובהיקפי התזרים מפעולות (EBITDA), על רקע קיטון בהיקף המכירות וירידה בשיעור הרווח הגולמי. כמו כן, חלה ירידה ברמת הנזילות לנוכח פירעונות בהיקפים מהותיים של חוב לז"א ביחס לתזרים מפעולות. לחברה אין יתרות מזומנים בהיקף משמעותי ונזילותה נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי לא מובטחות מהבנקים. הדירוג עשוי לרדת אם תחול פגיעה נוספת ברמת הנזילות. קביעת אופק דירוג יציב תתאפשר אם תהיה הלימה בין היקף פירעונות החוב לזמן ארוך, בכל אחת מהשנים הבאות, לבין התזרים החופשי הצפוי לחברה בשנים אלו.

הדירוג נתמך בעיקר באחיזת החברה בנתחי שוק משמעותיים בשני תחומי הפעילות: אריזות הקרטון ואריזות גמישות; פעילות החברה בשני תחומים סינרגטיים אשר תורמים באופן דומה לסך ההכנסות ולתזרים; מתקני הייצור של החברה חדישים - תוצאת השקעות מהותיות שביצעה החברה בשנים האחרונות; ניהול הדוק של אשראי לקוחות, המתבטא בהיקפים נמוכים ביותר של הוצאה לחומ"ס; חלוקת הדיבידנד לבעלי המניות הינה מתונה ביותר בשנתיים האחרונות לאחר שבראשית 2008 הוזרם הון לחברה; יחסי הכיסוי של החברה מאופיינים ביציבות. הסיכונים בתחום הפעילות כוללים: חשיפה לשחיקת הרווחיות על רקע עודף כושר ייצור והתנדדות של מחירי הגלם, בפרט בתחום האריזות הגמישות; ריכוזיות מסוימת בבסיס הלקוחות; צורכי השקעה גבוהים ברכוש קבוע; חשיפה מטבעית אינהרנטית, הנובעת מיצוא אריזות גמישות, בהיקף כספי של כ-15% מההכנסות. היצוא מבוצע במגוון מטבעות והחשיפה מגודרת באופן חלקי;

האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 30/9/09	הצמדה	ריבית שנתית	יתרת ע.ג. (מלש"ח)	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2014	132	מדד	6.1%	120	7/2007	2170041	סדרה 1

התפתחויות עיקריות¹

ירידה בהכנסות תוך שחיקה בשיעורי הרווח כתוצאה מקיטון בכמויות בסביבת מחירים יורדים

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 נרשמה ירידה בהכנסות, לאחר שבשנים 2004-2008 חל גידול מתמשך ומהותי בהכנסות, שנבע בעיקר מפעילות מיזוגים ורכישות. בניית רבעוני נרשם גידול בהכנסות ברבעון השלישי של 2009 לעומת הרבעון השני.

בשנת 2008 חלה ירידה בשיעור הרווח הגולמי לצד קיטון בכמויות המכירה. הירידה בשיעור הרווח הגולמי נובעת מירידת מחירי המוצרים בשעה שהחברה משתמשת במלאי היסטורי. במקביל, חלה עליה בהוצאות המכירה ובהוצאות הנהלה וכלליות, כתוצאה ממיזוג פעילות לחברה ומעלייה בהוצאות הובלה על רקע עליית מחירי הדלקים.

¹ התפתחויות עיקריות מאז דוח מעקב שנתי שפורסם במאי 2008 וניתן לצפיה באתר מידרוג www.midroog.co.il



בתקופה 1-9/09 נמשכה ירידה במחירי הגלם ובכמויות. יש לציין כי הנהלת החברה פעלה לצמצום הוצאות המכירה והוצאות הנהלה וניהלה באופן הדוק את חובות הלקוחות, כך שהיקפי הוצאה לחומ"ס נמוכים מאוד כבעבר (כ-200 אלפי ₪ בשנת 2009 כולה, לדברי החברה). סך הרווח מפעולות רגילות ירד בכ-25% בתשעת החודשים הראשונים של השנה בהשוואה לתקופה המקבילה.

במוד"ס מציינים כי קיימת חולשה עולמית בביקושים לחומרי אריזה וצופים במקביל עודפי היצע, על רקע עודף בכומר הייצור ועל כן מצפים לענף אריזות הנייר אופק דירוג שלילי. להערכת החברה, בישראל חלה ירידה כמותית קלה וכן מעריכה החברה כי לא קיים עודף משמעותי בכומר הייצור. לדברי החברה, אין שינוי בנתח השוק בו היא אחזת בתחום אריזות הקרטון ומורגשת התאוששות בכמויות היצוא בתחום האריזות הגמישות.

קרגל (מאוחד), תמצית רווח והפסד ונתוני רווחיות, באלפי ₪

(**) FY 2006	(**) FY 2007	(**) FY 2008	(**) Q1-3 08	Q1-3 09	
464,679	683,640	781,148	587,536	493,127	הכנסות
74,078	117,536	115,108	88,549	76,177	רווח גולמי
21,729	42,060	52,797	37,951	32,529	הוצאות מכירה ושיווק
14,555	23,354	29,543	21,008	21,568	הוצאות הנהלה וכלליות
37,794	52,122	32,768	29,590	22,080	רווח מפעולות רגילות (*)
(2,242)	94,509	3,277	2,720	92	הכנסות (הוצאות) אחרות
0	0	(31,500)	0	0	הפסד מירידת ערך נכסים בלתי מוחשיים
35,552	146,631	4,545	32,310	22,172	רווח מפעולות
(31,206)	(27,833)	(33,951)	(24,023)	(20,872)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
771	32,742	(1,055)	562	(16,063)	תשלום (הטבת) מיסים על הכנסה
3,575	86,056	(28,351)	7,725	17,363	רווח נקי (הפסד) לתקופה
15.9%	17.2%	14.7%	15.1%	15.4%	% רווח גולמי
4.7%	6.2%	6.8%	6.5%	6.6%	% מכירה ושיווק
3.1%	3.4%	3.8%	3.6%	4.4%	% הנה"כ
8.1%	7.6%	4.2%	5.0%	4.5%	% רווח מפעולות רגילות (*)

* הרווח מפעולות רגילות מחושב מתוך הרווח מפעולות בנטרול פריטים חד פעמיים

** התוצאות הכספיות המאוחדות כוללות פעילויות שנרכשו במהלך התקופות ואוחדו ממועד רכישתן ואילך: פעילות טריפל קס מ-Q2 ואילך, פלסטו שק מ-Q3 07 ואילך וגלים מ-Q3 06 ואילך.

ירידה בתזרים התפעולי (EBITDA) ויציבות בתזרים מפעולות (FFO)

סך התזרים התפעולי (EBITDA) בשנת 2008 נמוך מזה שנרשם בשנת 2007. סך ה-EBITDA בתקופה 1-9/09 נמוך יותר בהשוואה לתקופה המקבילה בעקבות מגמות ברווח מפעולות רגילות. התזרים מפעולות (FFO) בתקופה 1-9/09 דומה בהיקפו לזה שנרשם בתקופה המקבילה, בעיקר בגלל הכנסות מס על רקע שומת מס סופית לשנים קודמות. היציבות בתזרים מפעולות, לצד הירידה בהיקף יתרות ההון החוזר (שירד לכ-35% מסך ההכנסות בקצב שנתי לעומת עד 47% בעבר), תמכו בתזרים מפעילות שוטפת (CFO), אשר הוסיף להיות חיובי. בשנה האחרונה הפחיתה החברה את היקף ההשקעה ברכישת רכוש קבוע לכדי כ-90% מהפחות, וזאת - לאחר השקעה בהיקפים ניכרים בכל אחת מהשנים 2005-2008 בשני מגזרי הפעילות. לדברי החברה, היקפי ההשקעה ברכוש קבוע בכל אחת מהשנים 2010-2011 לא יעלו על כ-20 מיליון ₪. היקפי הדיבידנד שחילקה קרגל לבעלי המניות בשנתיים האחרונות לא עלו על כ-4.0 מיליון ₪ בשנה קלנדרית, ולדברי החברה, גם בשנים 2010-2011 צפוי תשלום דיבידנד בהיקף דומה. יתרת העודפים בהון העצמי ליום 30/9/09 הינה כ-126 מיליון ש"ח.

קרגל (מאוחד), נתונים עיקריים על תזרימי המזומנים, באלפי ₪

FY 2005	(**) FY 2006	(**) FY 2007	(**) FY 2008	(**) 1-9/08	1-9/09	
44,395	62,764	84,961	75,209	61,207	53,491	EBITDA *
26,384	31,288	41,866	49,301	43,721	43,234	תזרים מפעולות (FFO)
(41,781)	11,417	(31,114)	36,023	(31,160)	35,680	סך שינויים בהון חוזר
(15,397)	42,705	10,752	85,324	12,561	78,914	תזרים מפעילות שוטפת (CFO)
55,984	75,244	55,609	51,763	42,856	26,383	רכישת רכוש קבוע (CapEx)
17952	14896	0	2912	2912	3897	דיבידנד ששולם לבעלי המניות
(89,333)	(47,435)	(44,857)	30,649	(33,207)	48,634	תזרים חופשי (FCF)

*EBITDA מחושב בניטרול פריטים חד פעמיים (הכנסות והוצאות אחרות, הפסד מירידת ערך נכסים לא מוחשיים). כמו כן נוטלה הוצאה לא תזרימית הנובעת ממתן אופציות על מניות החברה להנהלה הבכירה.

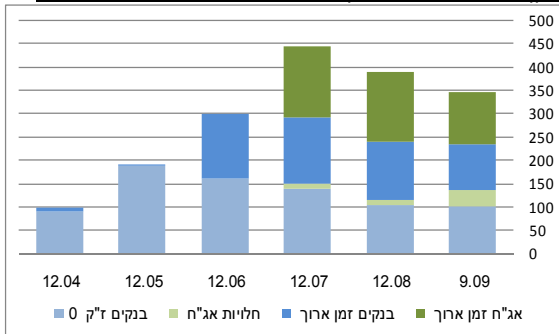
**התוצאות הכספיות המאוחדות כוללות פעילויות שנרכשו במהלך התקופות ואוחדו ממועד רכישתן ואילך: פעילות טריפלס-מ-08 Q2 ואילך, פלסטו שק-מ-07 Q3 ואילך וגלים מ-06 Q3 ואילך.

ירידה מתמשכת בהיקפי החוב הפיננסי לנוכח קיטון בצרכי ההון החוזר

יתרת החוב הפיננסי המאוחד ליום 30/9/09 הינה בסך כ-347 מיליון ₪, ובניכוי יתרות נזילות בסך כ-29 מיליון ₪, מתקבל חוב פיננסי נטו בסך כ-318 מיליון ₪. מקורות המימון של החברה כוללים יתרות אג"ח (שהנפיקה החברה ושהנפיקה החברה הבת, פלסטו-שק²) בסך כ-148 מיליון ₪ והיתר חוב בנקאי. מאז 1/2008 ועד 9/2009 ירד החוב הפיננסי בכ-112 מיליון ₪ לאחר שעלה בהתמדה בשנים 2004-2007. החוב הפיננסי מממן את צרכי ההון החוזר התפעולי (מלאי בתוספת לקוחות ובניכוי ספקים) ובנוסף - מממן נכסים לזמן ארוך בהיקף של כ-110 מיליון ₪. יחסי הכיסוי של החוב נטו נותרו סביב כ-5.0 שנים כבעבר, עקב שחיקת תזרימי המזומנים התפעוליים (EBITDA). יחסי הכיסוי איטיים מהמסגרת שהציבה מידרוג בדוח המעקב הקודם (עד 4.5 שנים). ליום 30/9/09 יחס הכיסוי הינו 4.7 שנים.

ההון העצמי של החברה חוזק נוכח הזרמת ההון בסך כ-68 מיליון ₪ בראשית שנת 2008. בהמשך שנת 2008 חלה ירידה בסך כ-30 מיליון ₪ בהון העצמי אשר נבעה מירידה בשווי רכוש לא מוחשי, שהוכר במסגרת רכישת מניות פלסטו שק. יחס ההון העצמי למאזן שופר בשל חיזוק ההון העצמי והירידה בסך הנכסים במאזן, על רקע צמצום היקפי הפעילות. בתוספת הירידה בחוב כאמור לעיל, שופר גם יחס החוב לקאפ.

היקף החוב הפיננסי בתקופה 2004-2009, נתונים במיליוני ₪



נתוני מקורות ושימושים 2004-2009, באלפי ₪

2004-2007	1/2008-9/2009	מקורות
236,003		גידול בחוב
116,690	92,535	מקורות מפעולות - FFO
	71,703	ירידה בצרכי ההון החוזר
	68,561	הנפקת זכויות
		שימושים
	(112,979)	קיטון בחוב
(74,533)		גידול בצרכי הון חוזר
(225,950)	(94,176)	רכישת והשקעות ברכוש קבוע, נ
(32,848)	(6,809)	דיבידנד לבעלי המניות
(19,362)	(18,835)	אחר

² דורת האג"ח שהנפיקה פלסטו שק מדורגת ע"י מידרוג בדירוג A3 באופן דירוג יציב. ראה דוח מעקב מיוני 2009 באתר מידרוג.

קרגל (מאוחד), יחסי מינוף ואיתנות, במיליוני ש"ח

12.05	12.06	12.07	12.08	9.09	
NA	161	150	115	137	חוב זמן קצר
NA	138	292	274	210	חוב זמן ארוך
189	299	447	389	347	סך חוב פיננסי
0	0	15	25	29	יתרות נזילות
189	299	432	364	318	חוב נטו
110	99	228	279	292	הון עצמי
404	545	1,001	962	886	סך נכסים
27%	18%	23%	29%	33%	הון עצמי לסך נכסים
59%	72%	56%	50%	47%	חוב לקאפ
4.3	4.8	5.3	5.2	5.1	חוב פיננסי / LTM EBITDA
4.3	4.8	5.1	4.8	4.7	חוב נטו / LTM EBITDA
7.2	9.6	10.7	7.9	7.2	חוב / LTM FFO
7.2	9.5	10.3	7.4	6.6	חוב נטו / LTM FFO

LTM EBITDA - LTM FFO מחושב על פי נתוני ארבעת הרבעונים האחרונים.

נזילות נמוכה וגמישות פיננסית צרה לנוכח עומס פירעונות הקרן

החברה אינה נוהגת להחזיק יתרות נזילות בהיקף מהותי וליום 30/9/09 היקפן הינו בסך של כ-29 מיליון ש"ח. ליום 30/9/09 מנצלת החברה כ-60 מיליון ש"ח, מתוך מסגרות אשראי לזמן קצר בסך כולל של כ-250 מיליון ש"ח. המסגרות אינן חתומות. לדברי החברה, לתום שנת 2009 נפרע כל האשראי לזמן קצר.

לוח הסיליקון של החוב הפיננסי לשנים הבאות כולל חלויות כ-72 מיליון ש"ח במהלך שנת 2010 וחלויות בסך כ-65 מיליון ש"ח בשנת 2011. חלויות אלו עולות על היקפי התזרים מפעולות (FFO), שרשמה החברה בשנים האחרונות. אمدן התזרים החופשי של החברה בשנים אלו, המתקבל מתוך ה-FFO ובניכוי השקעות ברכוש קבוע וחלוקת דיבידנד, נמוך מזה.

שעבודים קבועים ושוטפים לטובת בנקים רובצים על נכסי החברה וחברות מוחזקות. השעבודים הינם ללא הגבלת סכום, וניתנו להבטחת הלוואות ומסגרות אשראי לז"ק. לצד זאת, נדרשת החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות בקשר עם סך ההון העצמי ושיעורו מסך המאזן, היחס שבין סך החובות כלפי בנקים לבין ה-EBITDA, והיחס בין ה-EBITDA לבין סך הריבית לתשלום. לדברי החברה, למועד הדוח, עומדת הקבוצה בהתניות הפיננסיות במרווח מספיק. לדברי החברה, נגישותה למערכת הבנקאית הינה טובה מאוד. כמו כן, לדברי החברה, מגבלת קבוצת לווים, הנובעת מהבעלות של קבוצת אי.די.בי., אינה אפקטיבית.

אופק הדירוג

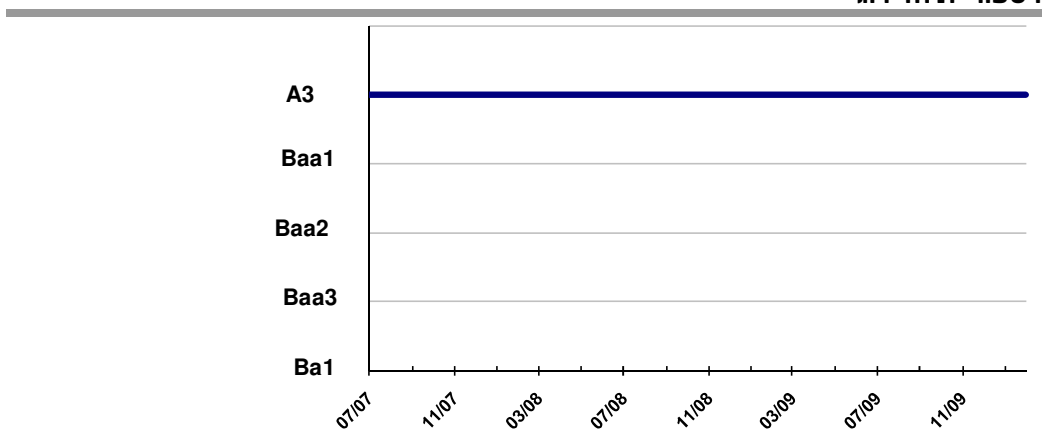
גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות החברה הנמדדת ביחסי כיסוי החוב באמצעות תזרימי המזומנים
- שיפור משמעותי ברווחיות ובתזרימי המזומנים, לרבות כתוצאה מעליה בהיקפי הפעילות ושיעורי הרווחיות

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- אי שיפור ביחס כיסוי החוב ל-EBITDA
- חלוקת דיבידנד שעשויה להביא לפגיעה באיתנות הפיננסית של החברה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קרגל בע"מ (להלן "קרגל" או "החברה") עוסקת בשני תחומי עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, החל מחודש מאי 2008, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור ושיווק של שרוולים ויריעות פוליאיתילן, המשמשים, בין היתר, כחומר גלם לאריזות הגמישות ולשימושים תעשייתיים וכן ייצור ושיווק של שקים, שקיות ואריזות גמישות אחרות המשווקות בעיקר למגזר התעשייתי וללקוחות אחרים. תחום זה התפתח בחברה בעיקר על רקע פעילות רכישות ומיזוגים עם חברות וותיקות בתחום זה: פלסטו-שק בע"מ³ (81.16% מהון המניות) ביולי 2007, תמורת כ-114 מיליון ₪, א. גליס ובניו בע"מ ביולי 2006 תמורת כ-26 מיליון ₪, וינה (א.ל.) תעשיות בע"מ בחודש יוני 2005 תמורת כ-26 מיליון ₪. גם בתחום הקרטון הגלי נעשתה פעילות רכישות: מיכלי טריפלֶקס (2003) בע"מ נרכשה בפברואר 2008 תמורת כ-25 מיליון ₪. הקבוצה מעסיקה 773 עובדים, מרביתם עובדי ייצור במפעלי החברה בתחום הקרטון הגלי הממוקמים בלוד (קרגל) וחבל יבנה (טריפלֶקס) וכן במפעלי תחום האריזות הגמישות במשמר השבעה (יאנה וגליס), יבנה (פלסטו שק) ושדרות (מור).

החברה הינה חברה פרטית ותאגיד מדווח, לאחר מחיקת מניותיה ממסחר בעקבות הצעת רכש בשנת 2005. בעלת השליטה בחברה הינה סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ (54.7% מהון המניות) - שעל בעלי מניותיה נמנים יו"ר הדירקטוריון מר ניר דור ומנכ"ל החברה, מר גבריאל נגר. יתר מניות החברה מוחזקות ע"י כלל תעשיות והשקעות בע"מ (26.4%), לאחר שהגדילה את השקעתה בחברה בסך של כ-18.8 מ.ס.ה. סקיי שירותי ניהול בע"מ (15.1%), שהשקיעה בחברה סך של כ-50 מיליון ₪, בהתאמה, במהלך אפריל 2008.

³ סדרת האג"ח שהנפיקה פלסטו שק מדורגת ע"י מידרוג בדירוג A3 באופן יציב. ראה דוח מעקב מיוני 2009 באתר מידרוג.

רשימת 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) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

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

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
© 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. 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.