



# חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2014

1

**מחברים:**

ישי טריגר, אנליסט בכיר

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

יובל סקורניק, אנליסט בכיר

[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל

[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## חברת החשמל לישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 2022
אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 22
אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה חדשה
אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרה 24
אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרה 25

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 2022 ו-22 בדירוג Aa3, על כן, באופק יציב.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 24 ו-25, שבערבות מדינה, בדירוג Aaa, על כן, באופק יציב.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3, באופק יציב, להנפקת סדרה, בהיקף כולל של עד 2 מיליארד ש"ח. (להלן: "סדרה חדשה"<sup>1</sup>), שתונפק ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י" או "החברה") במהלך חודש אפריל 2014 או בסמוך לכך. הסדרה החדשה תונפק עבור מחזור הלוואה בנקאית בערבות מדינה, אשר תיפרע במהלך חודש יוני 2014. תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה והתלות כגבוהות מאוד. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי שחיקה בהערכת התמיכה והתלות, בין היתר, כתוצאה משינוי מבני במשק החשמל שיש בו כדי להרע את מצבה של חח"י, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית. יצוין כי, להערכת מידרוג, הקשר בין החברה למדינה הינו גבוה מאד אך אינו מוחלט, ולא קיימת זהות אינטרסים מלאה.

הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 10/04/2014 וכפוף להשלמות, כמפורט בפרק 6 להלן.

להלן פירוט עיקרי התנאים לסדרות הקיימות, המדורגות ע"י מידרוג, נכון ל- 31/12/2013:

מס סדרה	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת התחייבויות בספרים (מ' ש"ח)	יתרת שנות פירעון הקרן
סדרה 2022	01/2011	6%	מדד המחירים לצרכן	3,909	2020-2023
סדרה 22	05/2002	6.5%	מדד המחירים לצרכן	3,147	2014-2015 <sup>2</sup>
סדרה 24	07/2012	0.65%	מדד המחירים לצרכן	2,039	2015
סדרה 25	07/2012	1.20%	מדד המחירים לצרכן	1,021	2017

<sup>1</sup> החברה בוחנת מספר חלופות להנפקת הסדרה החדשה.

<sup>2</sup> פירעון הסדרה החל בשנת 2012.

**תמצית נתונים כספיים של החברה, מ' ש:**

2010 <sup>3</sup>	2011	2012	2013	
19,843	25,386	28,320	27,656	הכנסות
3,154	4,630	4,878	3,400	רווח מהפעלת מערכת החשמל
1,712	2,826	1,393	1,362	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
1707	2,744	2,784	2,195	הוצאות מימון
2	(833)	(1,004)	(936)	רווח נקי (הפסד)
3,817	1,475	(215)	6,781	FFO
7,242	7,414	6,219	6,147	EBITDA
3,364	4,467	5,600	4,875	CAPEX

31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/13	
83,890	84,414	89,720	85,924	סך מאזן
62,168	62,136	64,673	64,721	מזה: רכוש קבוע, נטו
4,654	5,101	105	824	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו <sup>4</sup>
3,817	1,924	4,226	3,894	מזה: מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
62,836	66,784	74,253	71,113	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
42,013	48,260	56,672	54,543	מזה: חוב פיננסי
18,050	17,479	15,467	14,811	הון עצמי

• **לפירוט גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה הקישור לדו"ח הדירוג הראשוני (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**

• **לפירוט שיקולים עיקריים לדירוג, ראה הקישור לפעולת הדירוג מחודש דצמבר 2013 (רצ"ב קישור בסוף המסמך).**<sup>5</sup>

**1. פעולת הדירוג**

בכוונת החברה להנפיק סדרה חדשה, בלתי סחירה, בסך כולל של עד כ- 2 מיליארד ש"ח, עבור מחזור הלוואה בנקאית, בערבות מדינה, אשר נתקבלה במהלך חודש דצמבר 2012. ההלוואה הבנקאית נועדה לגשר על פער תזרימי שנבע ממשבר הדלקים במהלך השנים 2011-2012 ומנגנון פריסת עדכון תעריף החשמל. ההלוואה הבנקאית תיפרע במלואה במהלך חודש יוני 2014. הסדרה החדשה תונפק במהלך חודש אפריל 2014 או בסמוך לכך, ותהיה צמודה למדד המחירים לצרכן. תשלומי הריבית יהיו חצי שנתיים ופירעון הקרן יבוצע לשיעורין עד 15 שנים מיום ההנפקה.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> מותאם לשקל חדש של חודש דצמבר 2012.

<sup>4</sup> עודף נכסים על התחייבות בגין תוכנית הפנסיה לעובדים, לרבות כספים בנאמנות לצורך תשלום התחייבויות פנסיוניות של החברה בגין רכיבי שכר שאינם קצבתיים.

<sup>5</sup> במסגרת דוח מעקב מחודש דצמבר 2013 פורטו כלל ההתפתחויות העיקריות בקשר עם פעילות החברה במהלך שנת 2013.

<sup>6</sup> ייתכן ויהיה גרייס על הקרן.

להלן פירוט התפתחויות עסקיות עיקריות אשר התרחשו לאחר פרסום דוח מעקב חח"י מחדש דצמבר 2013:

**2.1 פרסום המלצות צוות ההיגוי בנושא רפורמה בחח"י ובמשק החשמל (להלן: "ועדת הרפורמה")<sup>7</sup>**

ביום 23/03/2014 פרסמו המלצות ועדת הרפורמה אשר הוגשו לאישור הממשלה, המרכזות, בין היתר, המלצות המתייחסות למשק החשמל, לחח"י, ליצרני חשמל פרטיים ולבעלי עניין אחרים במשק זה. להלן עיקרי המלצות ועדת הרפורמה:

**ניהול המערכת** - תוקם חברה ממשלתית חדשה אשר אליה תועבר יחידת ניהול המערכת על כלל מרכיביה<sup>8</sup>. חברת ניהול המערכת תעסוק במכלול הנושאים הקשורים בתכנון הפיתוח ובניהול מערכת החשמל במקטעי הייצור והמסירה, לרבות הניהול והאופטימיזציה של משק החשמל. במסגרת המלצות הרפורמה פורטו כלל נכסי חח"י הקשורים בניהול המערכת אשר מומלץ כי יועברו לחברה הממשלתית החדשה שתוקם.

**מקטע הייצור** - ועדת הרפורמה ממליצה על מכירת תחנות כוח קיימות של חח"י ליצרנים פרטיים, בהספק מותקן של כ-2,000 מגוואט, לרבות מכירת הקרקע וכל הקשור בה של המחז"מ הרביעי בתוכנית החירום באתר הייצור באלון תבור. בנוסף, הומלץ כי כלל אתרי חח"י, שבהם תחנות מחז"מ מדגם F יאוגדו בחברה בת אחת, בבעלות מלאה של חח"י. הבעלות על כל תחנות הכוח האלו תועבר לחברה הבת שתוקם, לרבות ההתחייבויות בגינן. בנוסף, תוכל חח"י להקים תחנת כוח גרעינית בבעלותה החל משנת 2025, בהתאם לצרכי משק החשמל. יש לציין כי מעבר להמלצות אלו, הוועדה ממליצה כי לא יבוצעו הקמה, שיחלוף או שדרוג של תחנות כוח ע"י חח"י בתקופת הסכם הרפורמה, כך שבתום תקופת ההסכם, שיעור הייצור הפרטי במשק החשמל לא יפחת מ-42%.

**נכסים** - נכסים המשמשים את חח"י במסגרת פעילותה בשרשרת ייצור ואספקת החשמל יישארו בבעלותה או בהסכמי החכירה הקיימים כיום. נכסים אשר דרושים לחח"י לצורך פיתוח עתידי של מקטעי פעילותה יקבעו עפ"י החלטות צוות ייעודי לנושא. נכסים אשר יאושרו ע"י הצוות הייעודי, יוחזרו מהמדינה לחח"י לתקופה של 49 שנים, ללא תמורה, או שייקבעו בגינים הסדרים הנהוגים כיום, כפי שיוחלט ע"י הצוות הייעודי.

**שינוי מבני** - חח"י תעבור תהליך מהותי של שינוי ארגוני שיכלול, בין היתר, צמצום וייעול מבנה המחוזות, ארגון מחדש של חטיבות המטה והשירותים, צמצום מהותי בהיקפי כוח אדם קבועים וצמצום מוטת השליטה ותפקידי הניהול. בנוסף, תפעל חח"י במקטעי ההולכה והחלוקה ובאגפי המטה, באמצעות מרכזי רווח מבוקרים אשר יאפשרו שקיפות מלאה ושייך עלויות, במודל שיוסכם בין החברה, משרד האוצר, רשות החברות ומשרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים.

**מבנה ההון של חח"י** - בהתאם להמלצות ועדת הרפורמה, בשנים 2015 ו-2018 תנפיק חח"י מניות לציבור, כאשר עד ליום 30/06/2014 תיקבע מפת דרכים לביצוע הנפקת מניות או אג"ח להמרה של החברה<sup>9</sup>. נקבע יעד של העלאת יחס הון עצמי למאזן של חח"י לשיעור של 35% עד לשנת 2025<sup>10</sup>.

במסגרת המלצות שנקבעו ע"י ועדת הרפורמה הומלץ כי, לאחר אישור המלצות ע"י הממשלה, תמשיך ועדת הרפורמה לפעול במשך 18 חודשים נוספים, כצוות מעקב ובקרה על יישום המלצות, לרבות טיפול בבעיות מרכזיות שיעלו עם יישומן.

<sup>7</sup> קישור למסמך [המלצות ועדת הרפורמה - מרץ 2014](#).

<sup>8</sup> כיום, יחידת ניהול המערכת על כלל מרכיביה נמצאת בבעלות מלאה של חח"י.

<sup>9</sup> יש לציין, כי בהתאם להמלצות ועדת הרפורמה, השליטה בחח"י תישאר בידי המדינה, גם לאחר הנפקת מניות לציבור.

<sup>10</sup> נכון ליום 31/12/2013 עמד יחס הון עצמי למאזן של שיעור של 17.2%.

## 2.2 יתרת מזומנים

לאור משבר הדלקים שפקד את המשק החל משנת 2011 והגיע לשיאו בשנת 2012, החליט דירקטוריון חח"י להגדיל את יתרת המזומנים המינימאלית של החברה לכ- 3 מיליארד ₪, במטרה לשמש כרית בטחון בעיתות משבר. ביום 27/02/2014 החליט דירקטוריון חח"י כי יתרת המזומנים המינימאלית של החברה תעמוד על כ- 2.2 מיליארד ₪, ובנוסף לכך, תחזיק החברה במלאי דלקים מינימאלי בשווי של כ- 800 מ' ₪. יש לציין כי, נכון ליום 31/12/2013, שווי מלאי הדלקים עומד על כ- 2.8 מיליארד ₪.

## 3. ניתוח כמותי

### 2.3 ניתוח פעילות החברה<sup>11</sup>

ההכנסות נטו ממכירת חשמל (להלן: "הכנסות נטו") בשנת 2013 בגין מכירת 53,506 מ' קוט"ש, המשויות למקטע הייצור, הסתכמו בכ- 21.3 מיליארד ₪<sup>12</sup>, לעומת הכנסות של כ- 22.5 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד<sup>13</sup>, בגין מכירת 57,085 קוונט"ש. השינוי בהכנסות נובע כתוצאה מגידול בסך של כ- 0.2 מיליארד ₪ בגין עלייה ריאלית בתעריף החשמל אשר קוזזה עקב ירידה בצריכה בשיעור של כ- 6.3%, אשר הובילה לקיטון במכירות נטו בסך כ- 1.4 מיליארד ₪. עם זאת, סך הכנסות החברה בשנת 2013 הציגו קיטון בכ- 0.6 מיליארד ₪ בלבד וזאת, בעיקר, כתוצאה מגידול בהכנסות נטו בשנת 2013, המשויות למקטע ההולכה וההשנאה, אשר הסתכמו בכ- 3.1 מיליארד ₪, גידול בשיעור של כ- 17% ביחס לשנת 2012. בשנת 2013 עלות צריכת הדלקים הסתכמה בכ- 10.9 מיליארד ₪, לעומת כ- 19.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, קיטון בסך כ- 9 מיליארד ₪, המהווה קיטון בשיעור של כ- 45%. הקיטון בעלות צריכת הדלקים נובע, בעיקר, מהגדלת השימוש בגז טבעי בתחנות הכוח של החברה, הן באמצעות הפעלת המצופ הימי (Buoy) במהלך חודש ינואר 2013 והן באמצעות גז טבעי המסופק ממאגר תמר החל מחודש מרץ 2013, אשר הובילה לגידול בצריכה של גז טבעי בשיעור של כ- 173% וקיטון בצריכת מזוט וסולר בשיעור של כ- 92% ו- 84%, בהתאמה, ביחס לשנת 2012. ההפסד הנקי בשנת 2013 הסתכם בכ- 0.9 מיליארד ₪, בדומה להפסד הנקי בשנת 2012. יתרת המזומנים ושווי המזומנים<sup>14</sup> של החברה הסתכמה בכ- 3.4 מיליארד ₪ לעומת 4.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד וזאת בהתאם למדיניות החברה שהייתה קיימת בסוף שנת 2013, בדבר שמירה על היקף יתרת נזילות מינימאלית של כ- 3 מיליארד ₪<sup>15</sup>. החוב הפיננסי של החברה מציג קיטון בסך כ- 2.1 מיליארד ₪, וזאת לאור גידול משמעותי בתזרימי המזומנים הנובעים, בעיקר, מקיטון בעלויות הדלקים, אשר מאפשרים לחברה להקטין את היקף החוב הפיננסי שלה על פני זמן.

<sup>11</sup> ראה לעיל (עמוד 3), תמצית נתונים כספיים של החברה.

<sup>12</sup> לחברה קיימות הכנסות אחרות, אשר הסתכמו בכ- 6.3 מיליארד ₪.

<sup>13</sup> לחברה קיימות הכנסות אחרות, אשר הסתכמו בכ- 5.8 מיליארד ₪.

<sup>14</sup> ללא ההשקעות לז"ק אשר גדלו בכ- 0.5 מיליארד ₪.

<sup>15</sup> כפי שצוין בתת-פרק 2.2, דירקטוריון החברה שינה את מדיניות זו במהלך חודש פברואר 2014.

## 2.4 ניתוח יחסים פיננסיים

2010	2011	2012	2013	2013P <sup>16</sup>	
2.46	1.48	0.81	3.57	3.57	יחס FFO להוצאות מימון <sup>17</sup>
8.0%	2.6%	-0.9%	11.9%	11.5%	FFO לחוב הפיננסי
67.4%	67.7%	73.6%	73.3%	74.0%	חוב פיננסי ל-Cap
53%	46%	27%	57%	57%	Gross Margin % <sup>18</sup>
13%	11%	5%	5%	5%	Operating Margin % <sup>19</sup>

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה נותרו חלשים, אולם יש לציין כי חל שיפור מהותי ביחסים אלו בשנת 2013, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, הן כתוצאה מגידול ברווחיות החברה והן כתוצאה מקיטון בהיקף החוב הפיננסי. במהלך שנת 2013 הציגה חח"י שיעור רווחיות גולמית גבוה מהותית מהתקופה המקבילה אשתקד, ואף עברה את רמת הרווחיות שהייתה בשנים 2010-2011.

בשנת 2013 נרשמה עליה משמעותית בתזמ"ז הפרמננטי (FFO), אשר הסתכם בכ- 6.8 מיליארד ₪, לעומת FFO שלילי של כ- 0.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בתוצאות התזרימיות בשנת 2013, נובע בעיקר מקיטון בעלויות הדלקים (כפי שניתן לראות ברווחיות הגולמית, המוצגת בטבלה לעיל).

## 4. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה<sup>20</sup>), העוסקת בייצור, הולכה, חלוקה, הספקת חשמל, סחר בחשמל והקמת התשתיות הנדרשות לפעילויותיה אלו. החברה נתאגדה בישראל בשנת 1923. פעילות החברה מוסדרת ומפוקחת במסגרת חוק החשמל, אשר החליף את פקודת זכינות החשמל. לפי חוק החשמל, רשות החשמל קובעת את תעריפי החשמל ודרכי עדכונם וכן קובעת את אמות המידה שעל פיהן החברה צריכה לפעול. בנוסף, רשות החשמל מעניקה רישיונות מותנים וקבועים בתחום הייצור, החלוקה והאספקה במשק החשמל לכלל היצרנים ומפקחת עליהם על פי אמות המידה שקבעה. החברה הינה מונופול במשק החשמל בישראל, מייצרת, מוליכה, מחלקת ומספקת את הרוב המוחלט של צריכת החשמל בישראל.

<sup>16</sup> הפרפורמה חושבה על בסיס הדוחות הכספיים ליום 31/12/2013 בתוספת גיוס החוב המדובר, קרי 2 מיליארד ₪.

<sup>17</sup> ההוצאה התזרימית בפועל.

<sup>18</sup> רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

<sup>19</sup> רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

<sup>20</sup> להערכת החברה, יתרת המניות מפורזות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

**סדרות 2022, 22 והסדרה החדשה**

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים
- שיפור משמעותי ומתמשך בתוצאותיה הפיננסיות של החברה, לרבות נזילותה
- השתתפות נרחבת מצד מקורות מימון חיצוניים לחברה ושיתוף הסקטור הפרטי בתוכנית ההשקעות והפיתוח של החברה

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

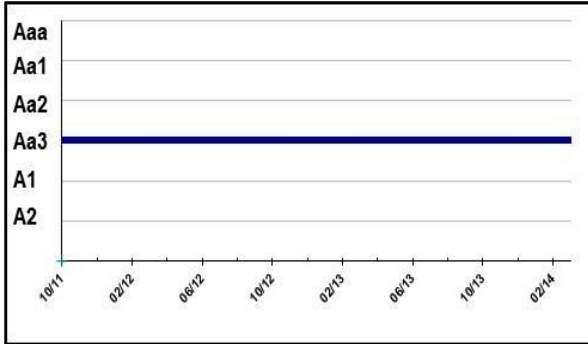
- שינוי לרעה בתמיכת המדינה בחברה, לרבות סוגיית הכרה בהוצאותיה והשקעותיה של החברה בתעריף ושינוי מבני
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בתוצאותיה הכספיות של החברה, לרבות אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת לדירוג, ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות הצפוי
- קושי בגיוס מקורות מימון ו/או עלייה משמעותית בעלויות הגיוס

**6. השלמות**

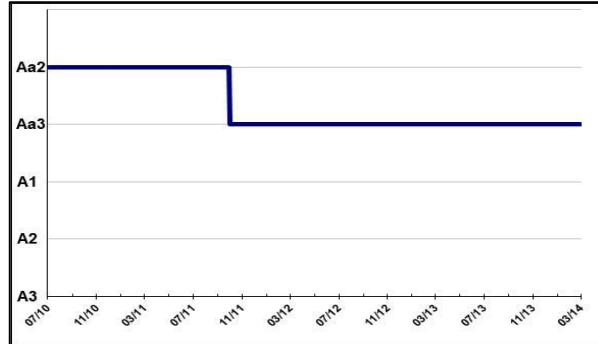
- שטר נאמנות חתום להנפקת הסדרה החדשה

<sup>21</sup> אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרות בערבות הינו כדירוג המדינה.

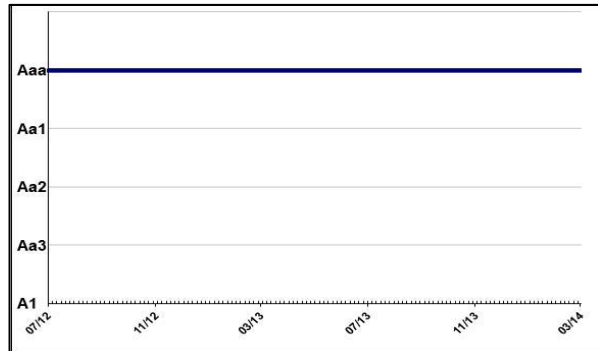
סדרה 22:



סדרה 2022:



סדרות 25, 24:





מועד דירוג אחרון: דצמבר 2013

[חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח דירוג ראשוני](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(מאי 2012\)](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג \(נובמבר 2012\)](#)

[חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח מעקב \(דצמבר 2013\)](#)

מתודולוגיות Moody's בנושא: [דירוג חברות חשמל וגז הפועלות תחת רגולציה \(אנגלית\)](#)

מתודולוגית [דירוג מנפיק הקשור למדינה \(Government Related Issuer\)](#) - אוקטובר 2013

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ ("להלן: "מידרוג") 2014.

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 צריכה 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 (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.