



חברת החשמל לישראל בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

אמיל גולדפרב - אנליסט
emilg@midroog.co.il

ישי טריגר - ראש צוות
yishait@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען-הלר - סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

חברת החשמל לישראל בע"מ

סדרה ¹	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת התחייבויות ל- 31/12/2014 (מ' שח)	יתרת שנות פירעון	דירוג	אופק
2022	6.0%	מדד	4,221	2020-2023	Aa3	חיובי
2029	6.0%	מדד	931	2015-2029	Aa3	חיובי
24	0.65%	מדד	2,037	2015	Aaa	יציב
25	1.20%	מדד	1,017	2015-2017	Aaa	יציב

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג סדרות 2022 ו- 2029 בדירוג Aa3, על כנו, אשר הונפקו ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או "חח"), ושינוי אופק הדירוג מאופק יציב לאופק חיובי. שינוי האופק משקף בעיקר את השיפור בפרופיל הנזילות של החברה, אשר משפר את יכולתה להתמודד עם עתות משבר. בד בבד, פתחה החברה מסגרות אשראי אל מול שני בנקים, המאפשרות לה נזילות וגמישות פיננסית.

מידרוג מותירה את הדירוג לסדרות 24 ו- 25, שבערבות מדינה, בדירוג Aaa, על כן, וקביעת אופק יציב. 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, בין היתר, לאור תמיכת המדינה בכל הקשור למשבר הדלקים שפקד את משק החשמל בשנים 2011-2012. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר מידת התמיכה והתלות ומדגישה כי, שחיקה בהערכת מידרוג את התמיכה והתלות 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 30/03/2015.

1. מתודולוגיית דירוג ושיקולים עיקריים

בדירוג חח"י, מיושמת מתודולוגיית מידרוג לדירוג חברות חשמל וגז, הפועלות תחת רגולציה עבור קביעת דירוג ה-BCA². במסגרת המתודולוגיה נבחנים 4 משתנים עיקריים: (1) המסגרת הרגולטורית בה פועלת החברה; (2) כיסוי הולם על עלויות והשגת רווחים; (3) נתח שוק ופיזור נכסי המנפיק; (4) יחסים פיננסיים. כמו כן, מיישמת מידרוג את מתודולוגיית דירוג מנפיק הקשור למדינה (Government Related Issuer, להלן: "GRI"³).

מידרוג מעריכה את התלות והתמיכה של המדינה כגבוהות מאוד. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה, הן בחשיפה לחוב זר, בהיקף משמעותי, והן בחשיפה למשברים גיאוגרפיים; בהישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי; בעלות מלאה של המדינה (כ-99.85%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בראש ובראשונה, בקריטיות החברה להתנהלות כלכלת המדינה (כספק שירות חיוני); בנכונות המדינה לספק ערבויות, בהיקפים משמעותיים, לגיוסי חח"י אל מול בעיית הנזילות (בשנים 2011-2012) ונכונותה לספק ערבות, במקרה הצורך, לחוב הזר של החברה; בהצהרת פקידים בכירים ברשויות המדינה על תמיכה בחברה, במידת הצורך; בחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה, בין היתר, לאור קיום ועד עובדים מאורגן וחזק, בעל השפעה פוליטית; היסטוריה של תמיכת מדינה והתערבות המדינה בעתות משבר. יצוין כי, שחיקה בהערכת מידרוג את הקשר בין המדינה לחח"י, עלולה להוביל להורדה משמעותית של

¹ ביום 20.02.2015 פרעה החברה את סדרה 22.

² Baseline Credit Assessment.

³ מצ"ב קישור למתודולוגיה הנ"ל בסוף מסמך זה.

הדירוג יש לציון כ, הקשר בין המדינה לחברה, הבא לידי ביטוי, בין היתר, במתן ערבות לחוב החברה, בהתאם לצורך, הינו גורם התומך בדירוג.

במסגרת המעקב השנתי, נלקחו בחשבון, בין היתר, הגורמים הבאים: (1) שיפור משמעותי בנזילות החברה, כפי שמשקף בדוחות הכספיים לשנת 2014, ומשפר את יכולתה להתמודד עם עתות משבר. בנוסף, המשך יישום מדיניות דירקטוריון בנוגע לשמירה על כרית נזילות בהיקף שלא יפחת מ- 3 מיליארד ש"ח המורכבת מ- 2.2 מיליארד ש"ח מזומן ושווי של עד 0.8 מיליארד ש"ח במלאי דלקים; (2) החלטת הדירקטוריון בדבר הצורך בשיפור האיתנות הפיננסית של החברה ע"י הפחתת חוב בהיקף של 0.5 מיליארד ש"ח בשנה; (3) השפעתו של משבר הדלקים הצטמצמה משמעותית וזאת, לאור המשך הזרמה רציפה של הגז הטבעי ממאגר תמר; (4) פרסום הצעת החלטה של רשות החשמל ביחס לתעריפים עבור שירותי ניהול מערכת החשמל; (5) עדכון תעריף החשמל המשקף ירידה מסוימת בעלות המוכרת לחברה לאור ירידה בעלויות בכלל ובעלויות הדלקים בפרט; (6) העדר הסדר לחוב של הרשות הפלסטינית וחברת מזרח ירושלים לחברה (להלן: "חובות הרשות"); (7) הפסקת המשא ומתן בין המדינה וההסתדרות בנוגע להמשך קידום הרפורמה במשק החשמל; (8) כניסת יח"פים נוספים למשק החשמל וצמצום נתח השוק של החברה; (9) השפעת יישום מדיניות שוק עמוק אשר הוביל לגידול חשבונאי בהון דרך עליה בסעיף רווח כולל אחר. המעבר למדיניות של שוק עמוק, עלולה לחשוף את החברה במידה ותשואות האג"ח קונצרניות ימשיכו להצטמצם.

2. התפתחויות עסקיות עיקריות

2.1 עדכון תעריפי החשמל לשנת 2015

ביום 21/01/2015 פרסמה רשות החשמל את החלטתה בקשר עם עדכון תעריף החשמל לשנת 2015 (להלן: "החלטה הרשות"), בה הוחלט על הפחתת עלות הייצור המוכרת לחח", החל מיום 01/02/2015. עדכון עלות הייצור המוכרת לחח" נובע, בין היתר, מהגורמים הבאים: היקף הייצור של חח", תחזית עלות סל הדלקים, פיצוי בגין אי עדכון רציף של סל הדלקים בשנים 2013-2014, עלויות תפעול, ותחזית רכישות חשמל מיצרנים קונבנציונליים. תעריף החשמל המעודכן משקף קיטון ממוצע של כ- 11.84%.

2.2 תעריפים מערכתיים

ביום 28/07/2014 פרסמה רשות החשמל הצעת החלטה לשימוע ביחס לתעריפים עבור שירותי ניהול מערכת החשמל (להלן: "תעריפים מערכתיים").⁴ על פי הצעת ההחלטה, התעריפים המערכתיים יחולו רטרואקטיבית החל מה- 01/06/2013 נכון למועד הדוח, טרם נתקבלה החלטה סופית בקשר עם גובה התעריפים המערכתיים. נציין, כי במידה והתעריפים המערכתיים לא ישקפו באופן מלא את העלויות המערכתיות של חח", עלולה להיווצר חשיפה.

2.3 שינוי מבני במשק החשמל

ביום 23/03/2014 פורסמו המלצות צוות ההיגוי בנושא רפורמה בחח" ובמשק החשמל (להלן: "ועדת הרפורמה"). המרכזות, בין היתר, המלצות המתייחסות למשק החשמל, לחח", ליצרני החשמל הפרטיים ולבעלי עניין נוספים במשק זה.⁵ החל ממועד פרסום המלצות וועדת הרפורמה, התקיימו מגעים בין הסתדרות העובדים הכללית החדשה (להלן: "ההסתדרות") לגורמים בועדת הרפורמה ומשרד האוצר בנוגע ליישום המלצות הרפורמה. נכון למועד דוח זה, קיימים פערים מהותיים בין עמדת המדינה לעמדת ההסתדרות בהקשר השינוי המבני אשר הובילו להפסקת המשא ומתן בין הצדדים. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנושא.

⁴ הצעת החלטה לשימוע - "שימוע ביחס לתעריפים של שירותי ניהול מערכת החשמל (תעריפים מערכתיים)"

⁵ לפירוט, נא ראה דוח פעולת דירוג - אפריל 2014

2.4. פילוח ייצור החשמל במשק

בהתאם להערכות חח", בשנת 2014, לאחר תחילת הפעילות המסחרית של תחנת הכוח דוראד בחודש מאי, שיעור כושר הייצור המותקן של היח"פים ללא אנרגיות מתחדשות הינו כ- 12% (כ-16% כולל אנרגיות מתחדשות). בשנת 2015 צפויות להיכנס לפעולה שלוש תחנות כח פרטיות נוספות, כך ששיעור כושר הייצור המותקן של היח"פים ללא אנרגיות מתחדשות צפוי להגיע לכ- 18% (כ-25% כולל אנרגיות מתחדשות).

2.5. חתימת הסכם קיבוצי מיוחד

ביום 25/02/2015 נחתם הסכם קיבוצי מיוחד בין החברה להסתדרות וארגון עובדי החברה, אשר במסגרתו הוסכם, בין היתר, על פרישות מוקדמות של עד 440 עובדים קבועים בשנת 2015, ניכוי שכר בגין השתתפות העובדים בעיצומים, שביתות ושקט תעשייתי בנושאים שונים. ההסכם כפוף לאישור הממונה על השכר ורשות החברות הממשלתיות. להערכת החברה, הפרישה המוקדמת עשויה להוביל לקיטון בעלויות השכר בטווח הארוך, אולם בטווח הקצר צפויות עלויות חד-פעמיות מהותיות.

2.6. יישום מדיניות שוק עמוק

בנובמבר 2014, פרסמה הרשות לניירות ערך עמדת סגל חשבונאית (להלן: "העמדה") בדבר קיומו של שוק עמוק באגרות החוב קונצרניות באיכות גבוהה בישראל.⁶ לאור פרסום העמדה, ביצעה החברה שינוי בשיעור ההיוון המחויבות בגין הטבות לעובדים, כך שהיא עשתה שימוש בשיעור היוון המתאים לתשואות השוק על אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה במקום בשיעור היוון המתאים לתשואות השוק של אגרות חוב ממשלתיות. כתוצאה מכך, בשנת הדיווח 2014, הכירה החברה בקיטון במחויבות בגין תכנית להטבה מוגדרת המיוחס לעליה בשיעורי ההיוון כאמור.

2.7. התקשרויות עם מאגרי גז

ביום 23/12/2014 הודיעה הרשות להגבלים עסקיים לדלק קידוחים ש.מ, לאבנר נפט ש.מ ול- Noble Energy Mediterranean כי היא החליטה לבטל את הצו המוסכם בקשר עם מכירת מאגרי הגז הטבעי "תנין" ו"כריש" וכי היא שוקלת להוציא קביעה לפיה כניסת החברות למאגר "לווינת" הינה הסדר כובל אשר לא קיבל את אישור בית הדין.⁷ הודעת הרשות יצרה חוסר וודאות מסוים בענף, ועלולה לעכב את פיתוח מאגר לווינת אשר מהווה גורם ממתן לסיכויי אספקת הגז במשק הישראלי, בהיותו אלטרנטיבה פוטנציאלית למאגר תמר. בהתאם להסכם אספקת הגז של החברה עם מאגר תמר, היא צריכה למסור הודעה בנוגע למימוש האופציה השנייה עד ליום 15/04/2015.⁸ ביום 05/03/2015, כהמשך לדין ודברים קודם בנושא, שלחה החברה פנייה לממונה בבקשה לדחות את מועד ההודעה על מימוש האופציה. נכון למועד הדוח, טרם נקבל אישור הממונה לדחיית מועד מימוש האופציה.

2.8. מינויים וסיימי כהונה עיקריים

- ביום 22/09/2014 הודיע מנכ"ל החברה, מר אלי גליקמן, על כוונתו לסיים את תפקידו על רקע אי קידום הרפורמה במשק החשמל. ביום 15/03/2015 החליט דירקטוריון החברה לאמץ את החלטת ועדת האיתור ולמנות את מר עופר בלוך למנכ"ל החברה. המינוי טעון אישור שר האוצר ושר התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים. בתפקידו האחרון שימש מר בלוך כמנכ"ל נייר חדרה בע"מ.

⁶ עמדת סגל חשבונאית מספר 1-21

⁷ לפירוט נוסף ראה Sector Comment - דצמבר 2014

⁸ לפירוט נוסף ראה דוח מעקב - דצמבר 2013

- ביום 25/12/2014 דיווחה החברה כי מר יעקב חאין, משנה למנכ"ל וסמנכ"ל לקוחות, יסיים את תפקידו עקב מצבו הבריאותי. ביום 31/12/2014 חדל חאין לכהן בתפקידיו בחברה.
- ביום 06/01/2015 מסר תמיר פוליקר, סמנכ"ל כספים וכלכלה בחברה, הודעה מוקדמת על סיום תפקידו, וזאת לאור מינויו למנכ"ל אספן גרופ בע"מ.
- ביום 28/02/2015 סיים מר צבי חרפק את תפקידו כסמנכ"ל חטיבת ארגון, לוגיסטיקה, בטחון ומל"ח.
- ביום 30/06/2014 סיים מר יצחק יכין את תפקידו כסמנכ"ל משאבי אנוש. ביום 14/07/2014 מונה מר עמית אוברקוביץ למנהל אגף משאבי אנוש בחברה.

3. ניתוח כמותי

3.1 ניתוח פעילות החברה

תמצית נתונים כספיים של החברה (במונחי מ' ש"ח 2014):

2012	2013	2014	
28,263	27,601	25,195	הכנסות
4,868	3,394	5,051	רווח מהפעלת מערכת החשמל
1,390	1,360	3,011	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
2,685	2,167	2,787	הוצאות מימון, נטו
-1,002	-934	151	רווח (הפסד) נקי
-213	6,768	8,138	FFO
6,206	6,135	7,590	EBITDA
5,588	4,865	4,213	CAPEX

31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	
89,720	85,752	87,517	סך מאזן
64,673	64,591	63,517	מזה: רכוש קבוע, נטו
105	823	3,289	מזה: נכסים בגין הטבות לאחר סיום העסקה, נטו
4,226	3,394	4,504	מזה: מזומנים ושווי מזומנים
0	492	2,559	מזה: השקעות לז"ק
74,253	70,971	71,433	התחייבויות (שוטפות ולא שוטפות)
56,672	54,434	54,902	מזה: חוב פיננסי
15,467	14,781	16,084	הון עצמי

הכנסות החברה ירדו בהשוואה ל-2013, המשך מגמה לאחר ירידה מסוימת בהכנסות בשנת 2013 בהשוואה ל-2012. הירידה בהכנסות נובעת בעיקרה מכניסת היח"פים לתחום ייצור החשמל, וכן עקב ירידה בביקושים עקב מתינות היחסית של עונות הקיץ בשנים 2013-2014 בהשוואה ל-2012. במקביל לירידה בהכנסות, הרווח מהפעלת מערכת החשמל (הכנסות בניכוי עלויות ישירות להפעלת מערכת החשמל) בשנת 2014 עלה בצורה משמעותית בהשוואה ל-2013. העלייה נובעת בעיקרה מקיטון בעלויות הדלקים ב-2014. הוצאות המימון נטו עלו ב-2014 בעיקר בשל רישום חשבונאי של שחיקת התחייבות שנבעה מתנודות מט"ח. הרווח הנקי ב-2014 עלה על 100 מ' ש"ח לעומת 2013 ו-2012 בהן הציגה החברה הפסד נקי בסדר גודל של כמיליארד ש"ח. השיפור ברווח הנקי ב-2014 נובע בעיקר מהירידה בעלויות הדלקים במהלך השנה.

סך המאזן של החברה ב-2014 עלה לעומת 2013 בעיקר עקב גידול בהון העצמי ובחוב הפיננסי. הגידול בהון העצמי נבע בין היתר, מיישום תקנות שוק עמוק, כמתואר לעיל. כפי שניתן לראות, יתרת המזומנים, שווי המזומנים וההשקעות לז"ק עלו באופן משמעותי ב-2014. מגמה זו הולמת את החלטת דירקטוריון החברה בדבר שמירה על היקף יתרת נזילות

מינימאלית של כ- 3 מיליארד ש"ח, אשר מהווה כרית בטחון לעתות משבר⁹. בד בבד, ב- 2014 פתחה החברה מסגרות אשראי אל מול שני בנקים בסכום כולל של כ- 800 מ' ש"ח, המאפשרות לחברה נזילות וגמישות פיננסית.

3.2. ניתוח יחסים פיננסיים

2010	2011	2012	2013	2014	
2.46	1.48	0.81	3.56	3.93	יחס FFO להוצאות מימון ¹⁰
8.0%	2.6%	-0.9%	11.9%	14.3%	FFO לחוב הפיננסי
67.4%	67.7%	73.6%	73.3%	71.7%	חוב פיננסי ל-Cap
53%	46%	27%	57%	62%	Gross Margin % ¹¹
13%	11%	5%	5%	12%	Operating Margin % ¹²

יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה השתפרו ב- 2014 בהשוואה ל- 2013 בהמשך לשיפור אותו הציגה החברה בין 2013 ל- 2012. השיפור ביחסי הכיסוי נובע, בין היתר, מסימום של משבר הדלקים אשר השפיע על המשק בכלל ועל החברה בפרט, ועשוי להעיד על חזרה לסביבה של טרום משבר הדלקים. ניתן לראות כי יחסי הרווחיות של החברה בשנים 2013-2014 דומים ואף טובים יותר מהיחסים ב- 2010, טרום המשבר.

4. פרופיל החברה

חברת החשמל לישראל בע"מ הינה חברה ממשלתית (מדינת ישראל מחזיקה בכ- 99.85% ממניותיה¹³), 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 הגדול של צריכת החשמל בישראל. החברה כפופה למסגרת רגולטורית, המנוהלת באמצעות הרשות לשירותים ציבוריים-חשמל, על פי חוק החשמל, התשנ"ו 1996, קיימת כ- 17 שנה.

5. אופק הדירוג¹⁴

סדרות 2022 ו- 2029

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- חיזוק מבנה ההון והחוב של החברה (הורדת מינוף החברה)
- שמירה על פרופיל נזילות ההולם את פעילות החברה באופן פרמננטי
- יציבות בענף מבחינה רגולטורית, לרבות מבנה משק החשמל והסכמים עם ועדי העובדים

⁹ לפירוט נא ראה דוח פעולת דירוג - [אפריל 2014](#)

¹⁰ ההוצאה התזרימית בפועל.

¹¹ רווח גולמי מוגדר כהכנסות פחות עלויות דלקים ורכישות חשמל.

¹² רווח מפעילות בנטרול הפרשה בגין אי הכרה בעלויות רכוש קבוע.

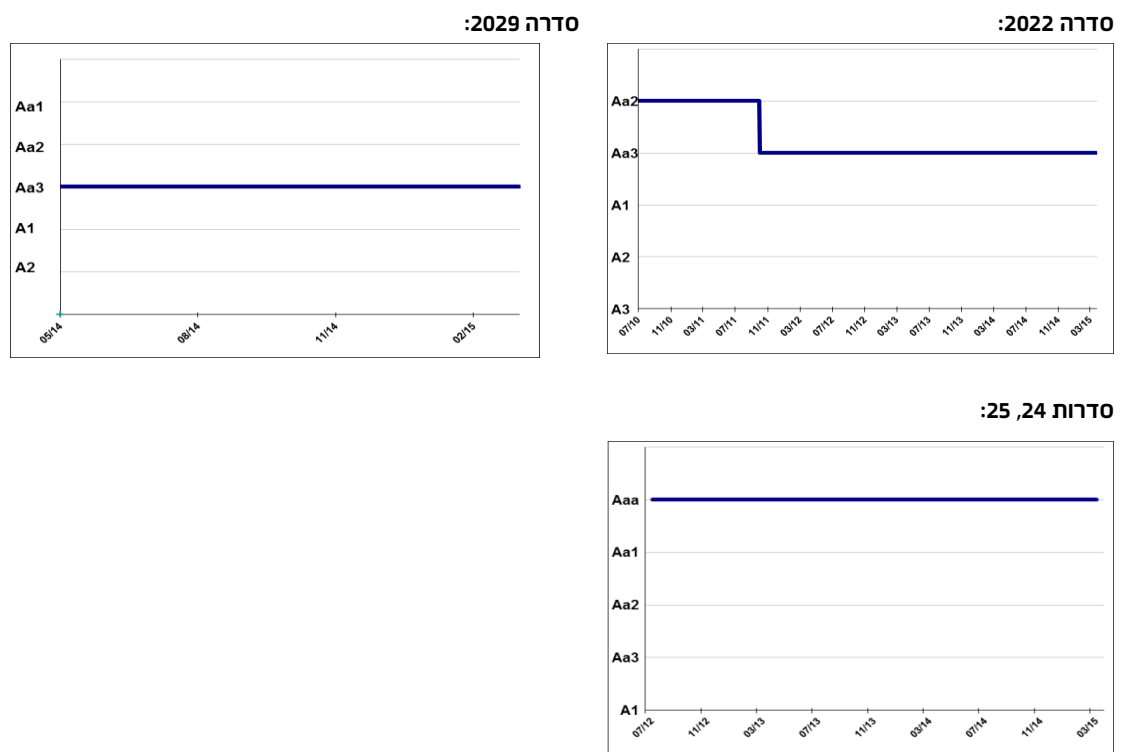
¹³ להערכת החברה, יתרת המניות מפוזרות בקרב הציבור, כאשר לא ניתן לזהות חלק מבעליהן.

¹⁴ אופק הדירוג הינו עבור הסדרות ללא ערבות. דירוג הסדרות בערבות הינו כדירוג המדינה.

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. היסטוריית דירוג



7. דוחות קשורים

- חברת החשמל לישראל בע"מ - פעולת דירוג - [אפריל 2014](#)
- דירוג חברות חשמל וגז טבעי הפועלות תחת רגולציה - דוח מתודולוגי - [ינואר 2015](#)
- דירוג מנפיק הקשור למדינה (GRI) - דוח מתודולוגי - [אוקטובר 2013](#)
- חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח מעקב - [דצמבר 2013](#)
- חברת החשמל לישראל בע"מ - דוח דירוג ראשוני - [יולי 2010](#)

סולם דירוג

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

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") 2015.

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. 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 להיעיד 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.