

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

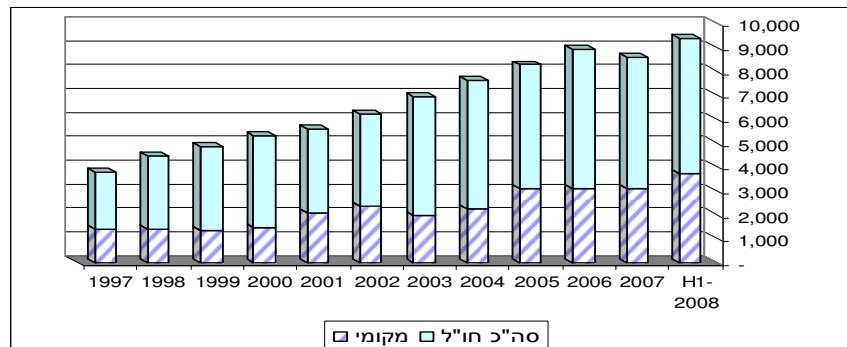
מידרוג מאשררת דירוג Aa1 לאג"ח (סדרות א' ו-ב') של רפאל באופק יציב. הצבת אופק הדירוג היציב נתמכת בגורמים הבאים: שמירה על צבר הזמנות גבוה; צמיחה בהכנסות לצד שחיקה ברווחיות בשל שחיקת שערי החליפין; שמירה על תזרימי מזומנים חזקים מפעילות ועל איתנות פיננסית גבוהה, על אף שחיקה מסוימת בה, ורמת נזילות טובה מאוד, עם יתרות נזילות גבוהות מאוד ביחס של כ-3.5 לחוב הפיננסי. להלן פרטים ביחס לסדרת האג"ח המדורגת אשר במחזור:

שנות פרעון	ריבית נקובה	יתרה בספרים 30.6.2008 מיליוני ש"ח	ע.נ במיליוני ש"ח	סדרה
2010-2013	4.5%	526.3	432.0	א'
2014-2018	4.7%		68.0	ב'

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

המשך מגמת הגידול בצבר ההזמנות של החברה במחצית הראשונה של שנת 2008 לאחד ירידה מסוימת בשנת 2007. בתוך כך ניכרת ירידה בשיעור צבר ההזמנות לייצוא

במחצית הראשונה של שנת 2008 חלה עלייה בצבר ההזמנות של רפאל והוא הסתכם בכ-9,372 מיליון ש"ח, לעומת כ-8,588 מיליון ש"ח לסוף שנת 2007 – עלייה של כ-784 מיליון ש"ח. העלייה בצבר נבעה מעלייה בהיקף ההזמנות החדשות במהלך המחצית הראשונה של שנת 2008 לכ-4,150 מיליון ש"ח מכ-3,052 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה בשנת 2007. עיקר הגידול בצבר ההזמנות במונחים שקליים נבע מהזמנות מהשוק המקומי. כ-60% מהצבר למחצית שנת 2008 מיועד לייצוא לעומת כ-64% לסוף שנת 2007. השחיקה בחלקן היחסי של ההזמנות לייצוא נובעת משחיקת שע"ח. במונחי מטבע מקור, שיעור צבר ההזמנות לייצוא הינו גבוה יותר. בשנת 2007 חלה ירידה של כ-390 מיליון ש"ח בצבר לעומת סוף שנת 2006, אשר נבעה מירידה בהיקף ההזמנות החדשות כתוצאה משחיקת שערי חליפין. להערכת החברה, מחזור הפעילות של צבר ההזמנות הוא בממוצע 3.5 שנים. להלן צבר ההזמנות בהתפלגות בין ישראל לבין חו"ל בשנים 1997-2008 (במיליוני ש"ח):



¹ התפתחויות עיקריות שחלו מהרבעון הראשון של שנת 2007 ואילך. להתפתחויות העיקריות טרם תקופה זו, ראה דוח דירוג ראשוני של החברה ודוחות מעקב.

מחבר:
יובל זינרייך
אנליסט
yuvalz@midroog.co.il

אנשי קשר:
סיגל יששכר
ראש צוות בכיר
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל
בכירה

ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

החברה עוסקת כיום במספר פרויקטים אסטרטגיים למדינת ישראל בהם: מערכות הגנה על שדרות מפני טילים קצרי טווח (בעיקר קאסמים), פרויקטים להגנה בפני קטיושות לנהריה, מיגונים אקטיביים לטנקים (מערכות שאמורות למנוע פגיעה מאסיבית בטנקים). המתחרות העיקריות של החברה בפרויקטים אלו הינן החברות אלביט, התעשייה האווירית ותעש. לטענת החברה, הפרויקטים אמורים לתרום לחיזוק פורטפוליו הייצוא שלה בעתיד.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

רפאל: דוח רווח והפסד ויחסי רווחיות*

FY-2006	FY-2007	H1-2007	H1-2008	באלפי ש"ח
				הכנסות
1,773,819	1,975,046	881,465	1,064,142	מערכת הביטחון
162,511	202,821	102,121	143,848	לקוחות אחרים בארץ
2,513,198	3,105,665	1,383,438	1,376,979	חו"ל
4,449,528	5,283,532	2,367,024	2,584,969	סה"כ הכנסות
883,596	917,439	498,159	504,971	רווח גולמי
295,379	328,283	129,651	146,370	הוצאות מחקר ופיתוח
219,118	238,315	113,652	113,874	הוצאות מכירה ושיווק
204,702	213,364	110,012	113,370	הוצאות הנהלה וכלליות
<u>164,397</u>	<u>137,477</u>	<u>144,844</u>	<u>131,357</u>	רווח תפעולי
<u>285,041</u>	<u>245,848</u>	<u>197,749</u>	<u>190,518</u>	EBITDA
29,589	27,649	31,862	27,436	הכנסות (הוצאות) מימון
(17,117)	12,753	8,904	(7,970)	הכנסות (הוצאות) אחרות
31,096	33,188	39,934	32,176	מסים
25,645	8,036	5,737	24,133	חלק החברה בהפסדי תאגידי מוחזקים
120,128	136,655	139,939	94,514	רווח נקי
19.9%	17.4%	21.0%	19.5%	רווח גולמי %
6.6%	6.2%	5.5%	5.7%	הוצאות מחקר ופיתוח %
4.9%	4.5%	4.8%	4.4%	הוצאות מכירה ושיווק %
4.6%	4.0%	4.6%	4.4%	הוצאות הנהלה וכלליות %
3.7%	2.6%	6.1%	5.1%	רווח תפעולי %
6.4%	4.7%	8.4%	7.4%	% EBITDA
2.7%	2.6%	5.9%	3.7%	רווח נקי %

* החברה מדווחת על פי תקני החשבונאות הישראליים וטרם אימצה את כללי ה-IFRS

צמיחה בהכנסות אשר התמתנה במחצית הראשונה של שנת 2008 ובמקביל שחיקה ברווחיות

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2008 רשמה החברה גידול של כ-9.2% בהכנסותיה בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2007, כאשר הגידול כולו נובע מגידול בהכנסות בש"ח מהשוק המקומי, בעוד בהכנסות מחו"ל במונחי ש"ח חלה ירידה קלה, בעיקר בשל שחיקת שערי מט"ח. בשנת 2007 כולה צמחו הכנסות החברה בכ-18.7%, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי במכירות לחו"ל. בחתך חטיבתי, נבע הגידול במכירות מגידול ניכר במכירות חטיבת הטילים, החטיבה הגדולה ביותר ברפאל.

**התפלגות מכירות חיצוניות על פי חטיבות – החברה סולו
במיליוני ש"ח**

2006		2007		H1-2007		H1-2008		
%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	
52.6%	2,112	64.2%	3,081	55.9%	1,161	72.6%	1,745	טילים
22.5%	905	4.9%	236	11.4%	236	0.0%	-	מערכות*
21.4%	860	25.4%	1,219	27.9%	580	22.5%	540	חימוש
3.4%	138	5.0%	238	4.0%	83	4.6%	109	מנור
0.1%	4	0.5%	22	0.8%	16	0.3%	8	שונות
100.0%	4,019	100.0%	4,795	100.0%	2,076	100.0%	2,402	סה"כ

* החטיבה פורקה בתחילת חודש מאי, הופסק הדיווח בגינה ופעילותה אוחדה בשאר החטיבות

בחתך גיאוגרפי חלה במהלך שנת 2007 עלייה משמעותית בעיקר בהכנסות מהשוק האירופאי ומישראל, בעוד מכירות לשאר העולם שמרו על יציבות יחסית.

**התפלגות המכירות על פי אזור גיאוגרפי - החברה סולו *
במיליוני ש"ח**

2005		2006		2007		
%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	
42.5%	1,495	47.4%	1,904	45.4%	2,179	ישראל
17.0%	598	18.4%	739	25.9%	1,243	אירופה
13.3%	469	11.1%	447	8.9%	429	צפון אמריקה
20.2%	711	16.1%	647	12.4%	594	המזרח הרחוק
6.9%	243	7.0%	283	7.3%	350	שאר העולם
100.0%	3,516	100%	4,019	100.0%	4,795	סה"כ

* לחברה אין נתוני חתך למחצית הראשונה של שנת 2008

לאורך התקופה הנסקרת חלה שחיקה ברווחיות הגולמית של החברה, שמוסברת בעיקר בשחיקת שערי החליפין, ואשר הביאה לשחיקה של כ-85 מיליון ש"ח ברווח התפעולי למחצית הראשונה של שנת 2008. עם זאת, עסקאות הגנה שערכה החברה הביאו להכנסות מימון בסך כ-48 מיליון ש"ח אשר גרמו להפחתת הפסד זה. יציבות יחסית בשיעור הוצאות המחקר והפיתוח, ההנהלה והכלליות והשיווק והמכירה וגידול בחלק החברה בהפסדי חברות מוחזקות במחצית הראשונה של שנת 2008 הובילו לשחיקה של כ-2.2% ברווחיות הנקייה. בשנת 2007 חל שיפור בשיעורי הוצאות אלו וכן חלק החברה בהפסדי חברות מוחזקות היה נמוך יותר, וכל אלה תרמו ליציבות בשיעור הרווחיות הנקייה.

יש לציין כי בשנים האחרונות ניכרת שחיקה ברווחיות הגולמית של רפאל, אשר עמדה על מעל 20% בשנים 2003-2005 ואילו בשנים האחרונות עומדת מתחת ל-20%. לדברי החברה, הגורם העיקרי לכך, מעבר לשחיקת שערי החליפין בתקופה האחרונה, הינה שינוי בתמהיל הפרויקטים, תוך מתן משקל גבוה יותר בשנים האחרונות למכירות של ידע ופיתוח למדינות מפותחות, המאופיינות ברווחיות נמוכה יותר יחסית למכירות של ציוד לחימה למדינות מתפתחות. להערכת החברה, מהלך זה אמור לשאת פירות לטווח הארוך.

התפלגות הרווח התפעולי (החברה סולו) על פי חטיבות (במיליוני ש"ח):

FY-2006		FY-2007		H1-2007		H1-2008		החטיבה
%	רווח תפעולי	%	רווח תפעולי	%	רווח תפעולי	%	רווח תפעולי	
6.5%	137	5.8%	178	8.0%	92	6.2%	108	טילים
(4.7%)	(43)	(23.3%)	(55)	(23.3%)	(55)	-	-	מערכות
4.9%	42	(2.5%)	(31)	13.1%	76	3.2%	17	חימוש
1.3%	2	0.3%	1	6.3%	5	6.8%	7	מנור
	(30)	59.0%	13		(6)		(13)	שונות
2.7%	109	2.2%	106	5.4%	112	5.0%	119	סה"כ

בחתך חטיבתי, חלה ירידה ברווחיות התפעולית של כלל החטיבות. לטענת החברה, חלק מהפסדי חטיבת המערכות, אשר נסגרה בחודש מאי 2007 במסגרת שינוי ארגוני בחברה ופעילותה פוזרה בין שאר החטיבות, פוזרו בין החטיבות השונות, ואילו חלק מההפסדים נמנעו, פועל יוצא של השינוי הארגוני. חטיבת החימוש רשמה במחצית השנייה של שנת 2007 הפסד ניכר של למעלה מ-100 מיליון ש"ח כתוצאה מביטול פרויקט. עם זאת, לטענת החברה, סיכויים גבוהים מאוד שהפרויקט יתחדש בחודשים הקרובים, ובהתאם צפוי להירשם רווח בגינו בשנת 2009, כך שהחברה צופה שתחזיר חלק גדול מההפסד שנגרם לה כתוצאה מביטולו.

גידול בתזרימי המזומנים של החברה במחצית הראשונה של שנת 2008 לאחר ירידה בהם בשנת 2007 כולה

במחצית הראשונה של שנת 2008 חלה ירידה בתזרים התפעולי (EBITDA) בשל הירידה ברווחיות הגולמית והתפעולית. חרף זאת ניכרת עלייה ב-FFO (תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר) בשל עלייה בהכנסות המימון נטו התזרימיות ובשל ירידה בהוצאות למס. הירידה בצורכי ההון החוזר, תוך עלייה בקבלת מקדמות מלקוחות וירידת יתרת הלקוחות, הובילה לעלייה נוספת בתזרים מפעילות שוטפת CFO בניכוי השקעות ברכוש קבוע ובהיעדר חלוקת דיבידנד במחצית שנה זו (אם כי דירקטוריון החברה אישר תשלום דיבידנד למדינה בסך כ-68 מיליון ש"ח, כמחצית מהרווח הנקי לשנת 2007), הסתכם התזרים החופשי (FCF) בכלמעלה מ-400 מיליון ש"ח. בשנת 2007 כולה תורגמה השחיקה ברווח וברווחיות לקיטון ב-CFO וב-FFO. הוצאות CAPEX וחלוקת דיבידנד הקטינו את ה-FCF לכ-213 מיליון ש"ח בשנה זו.

רפאל: תזרימי מזומנים והון חוזר

31.12.2006	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008	באלפי ש"ח
288,455	245,848	197,749	190,518	EBITDA
252,862	245,223	158,085	174,631	FFO
468,643	460,832	78,509	482,563	CFO
(184,486)	(189,653)	(58,174)	(71,729)	CAPEX
(27,147)	(58,167)	(58,167)	-	DIV
257,010	213,012	(37,832)	410,834	FCF

תיק השקעות גדול המורכב ברובו מהשקעות באג"ח קונצרניות וממשלתיות

נכון ליום 30.6.2008 לחברה יתרות מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-727 מיליון ש"ח ויתרת השקעות לזמן קצר בהיקף של כ-1.1 מיליארד ש"ח. מדיניות ההשקעות של החברה הינה כדלקמן:

1. השקעה של עד 20% במניות מהמדדים ת"א 25 ות"א 100.
 2. השקעה באג"ח בישראל המדרגות A ומעלה.
 3. השקעה באג"ח בחו"ל במטבעות דולר, ליש"ט ואירו בלבד, המדרגות A ומעלה.
- להלן התפלגות תיק ההשקעות של החברה לסוף חודש ספטמבר 2008 (במיליוני ש"ח):

הצמדה למדד	סה"כ השקעה	שיעור מסד התיק	אפיק ההשקעה
לא	144	11%	אג"ח חו"ל
לא	105	8%	מניות
כן	39	3%	אג"ח קונצרני מדרג A
כן	418	32%	אג"ח קונצרני מדרג AA ו-AAA
כן	78	6%	גליל
לא	13	1%	גילון
לא	196	15%	אג"ח שקלי
לא	314	24%	מזומן בפקדונות
	1,307	100%	סה"כ תיק השקעות
	536	41%	סה"כ צמוד מדד

לחברה אין הגנות מובנות כנגד החשיפה המדדית של האג"ח אולם יש לה מדיניות להשקיע את התיק באפיקים צמודים בהיקף דומה לאג"ח.

במהלך הרבעון הראשון והשני של שנת 2008 רשמה החברה רווחים על תיק ההשקעות בהיקף של כ-1.1 מיליון ש"ח וכ-27.8 מיליון ש"ח, בהתאמה, ואילו ברבעון השלישי רשמה הפסד בגינו בסך כ-35.7 מיליון ש"ח. החברה חילקה דיבידנד בסך כ-58 מיליון ש"ח בשנת 2007 בגין רווחי שנת 2006 והכריזה על דיבידנד בסך כ-68 מיליון ש"ח בגין רווחי שנת 2007, כל זאת בהתאם למדיניות הדיבידנד של חלוקת 50% מהרווח הנקי.

יציבות יחסית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי

יתרת החוב הפיננסי של החברה נכון ליום 30.6.2008 עמדה על כ-526 מיליון ש"ח, כולו חוב לזמן ארוך באגרות חוב נשוא דירוג זה. במקביל, לחברה יתרות מזומנים, שווי המזומנים והשקעות לזמן קצר בהיקפים גבוהים מאוד. בתקופת הדוח חלה שחיקה מסוימת ביחס ההון למאזן, בעיקר כתוצאה מגידול בהתחייבויות שוטפות ללקוחות תוך עלייה קלה בהון העצמי. יחסי כיסוי החוב ברוטו נפגעו כתוצאה מעלייה ברמת החוב עם גיוס האג"ח הנוסף במסגרת הרחבת סדרה א' בחודשים נובמבר-דצמבר 2007 במקביל לשחיקה ברווח.

רפאל: חוב פיננסי ויחסי איתנות וכיסוי

מיליוני ש"ח	30.6.2008	31.12.2007	31.12.2006
חוב פיננסי	526,266	529,768	394,809
מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר	1,828,393	1,482,668	1,167,409
חוב נטו (עודף מזומן על חוב)	(1,302,127)	(952,900)	(772,600)
הון עצמי	1,336,402	1,328,634	1,306,467
הון עצמי/סך מאזן	26.0%	27.6%	30.5%
חוב פיננסי/CAP	27.9%	28.2%	22.7%
חוב פיננסי ל-EBITDA	1.4	2.2	1.4
חוב פיננסי ל-FFO	1.5	2.2	1.6

אופק הדירוג

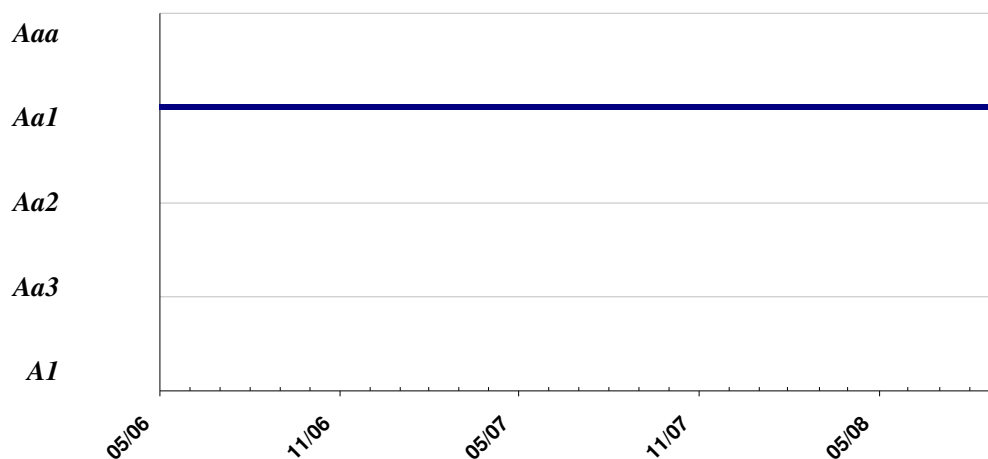
גורמים שעשויים לפגוע בדירוג

- פגיעה במוניטין של החברה ושל מערכות מתוצרתה;
- החלשות הקשר האסטרטגי בין מדינת ישראל לבין רפאל אשר יכול לבוא לידי ביטוי גם בקיצוץ ההזמנות ממשרד הביטחון;
- ירידה משמעותית בתקציב הביטחון בארץ ובעולם;
- הרעה משמעותית ברווחיות, ביכולת ייצור תזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי;

אודות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ התאגדה כחברה בינואר 2002. רפאל החלה פעילותה עוד בשנת 1948 במסגרת חיל המדע בצה"ל. בשנת 1958 הפעילות עברה ליחידת סמך של משרד הביטחון ובשנת 2002 הפעילות אוגדה כחברה ממשלתית, שמלוא הונה המונפק והנפרע מוחזק בידי מדינת ישראל. בעת המעבר מיחידת סמך לחברה, לקחה על עצמה המדינה מחויבויות מסוימות שעיקרן זכויות סוציאליות של עובדים בתקופת עבודתם כעובדי מדינה ומחויבויות בגין פגיעה באיכות הסביבה עד למועד שינוי התאגדות רפאל כחברה. החברה הינה יצרנית הטילים העיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגים בעיקר בתחום הביטחוני. החברה מעסיקה כ-5,195 עובדים נכון לסוף שנת 2007.

היסטוריית דירוגים



מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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 משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CIR081008000M

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") 2008

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 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 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 מודייס אינבסטורס סרוויס לטד (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.