

מ.י.ו.ח.נ.ו.ף ו.ב.נ.י.ו (1988) בע"מ

מעקב | יוני 2024

אנשי קשר:

דנה קורנצקי
ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
dana.c@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
liatk@midroog.co.il

מ.יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק ואגרות החוב שהנפיקה מ. יוחננוף (1988) בע"מ (להלן "יוחננוף" או "החברה") על A1.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/07/2032	יציב	A1.il	1187418	א'

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה בעלת היקף פעילות בסדר גודל בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל, עם מחזור מכירות של כ-4.5 מיליארד ש"י במהלך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-31.3.2024 ונתח שוק של כ-7.5% בשוק קמעונאות המזון בישראל. לחברה פריסת חנויות רחבה המונה 43 סניפים נכון למועד הדוח. דירוג החברה מושפע לחיוב ממיצובה העסקי הבולט לטובה של רשת יוחננוף, הנובע מהצעת ערך מבודלת יחסית לרשתות מתחרות, סניפים בגדלים הנעים בעיקרם בין כ-900 ל-4,500 מ"ר, נוחות קנייה, דגש על קטגוריות הטרויות ומזון מוכן, וזאת בשילוב עם מחירי דיסקאונט. החברה מציגה פדיון למ"ר יחסית גבוה לענף (גבוה משופרסל וויקטורי, אך נמוך מרמי לוי), המצביע על הצעת ערך גבוהה. לשלילה אנו מציינים כי רשת יוחננוף אמנם רשמה שיפור בפריסתה הגיאוגרפית בשנים האחרונות נוכח ביצוע רכישות וחתימת הסכמי שכירות חדשים אך עודנה מוגבלת ביחס למתחרותיה, פרמטר המעיב על מיצובה התחרותי ביחס לשחקניות בענף. הרשת מנסה להעמיק את אחיזתה בתחום האון-ליין ובתחום המותג הפרטי אך אלו עודם חלשים.
- הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל הינו בינוני להערכת מידרוג והוא מושפע לחיוב מסביבת ביקושים יציבה, חסמי כניסה בינוניים בדמות עלויות השקעה ומימון, מיקומים עם הסכמי שכירות לטווח ארוך ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. מנגד, הסיכון מושפע לשלילה מתחרות בענף שמתבטאת באזורי תחרות, בשילוב כניסת רשתות מזון בינלאומיות חדשות לישראל, וכן פוטנציאל הצמיחה הענפי מוגבל לאורך זמן, העלאת מחירים ע"י ספקי המזון וגידול בעלויות התפעול, אלו מכבידים על הצמיחה הפנימית. על פי נתוני הלמ"ס², בשנים 2019-2023 צמח הפדיון של רשתות השיווק בתחום המזון בשיעור שנתי ממוצע של כ-1.4%, כאשר בשנים 2021-2022 הגדילה בצריכה הינה נומינלית בלבד.
- השנה וחצי האחרונות אופיינו בהעלאות מחירים נוכח סביבת מחירי חומרי הגלם ושערי חליפין אשר שחקו הרווחיות של היצרניות בענף. אלו הושתו על רשתות השיווק ועל הצרכן הפרטי. לאורך זמן אנו מצפים כי הענף יצמח בקצב צמיחת האוכלוסיה.
- המיצוב השיווקי של רשת יוחננוף ותוכניות ההתרחבות של החברה כרוכים בהשקעות הוניות כבדות שבוצעו בשנים האחרונות בקצב גובר ותרמו לגידול המואץ בפריסת הרשת ובהכנסות. אסטרטגיית ההשקעות מתמקדת בהקמה, קנייה ושיפוץ של סניפים וכן רכישת מקרקעין. בשנת 2022 ביצעה החברה השקעה מהותית חד פעמית בקרקע באור יהודה בהיקף של כ-410 מ' ש, אשר מיועדת לבניית שטחי לוגיסטיקה, תעסוקה, מסחר והקמת סניף של יוחננוף. להערכת מידרוג, השקעה בסדר גודל זה הינה חד פעמית וההשקעות השוטפות בסניפים קיימים וחדשים תעמודנה בשנות התחזית על 180-200 מ' ש בשנה.

¹ הכנסות בנטרול הטיפול החשבונאי בקונסיגנציה שמבצעת החברה בדוחותיה הכספיים, כלומר ההכנסות המוצגות כוללות מכירות בקונסיגנציה (הכנסות ברוטו).

² הלמ"ס - מדדי פדיון (מכירות) ברשתות שיווק, לפי קבוצות סחורה.

- בשנת 2023 יישמה החברה אסטרטגיה לצורך הגדלת נתח השוק של על חשבון שיעור הרווח הגולמי, בין היתר באמצעות הקפאת חלק מעלויות המחירים של הספקים ומתן מבצעים ללקוחות, כך שבשנה זו נתח השוק של יוחנוף גדל מכ-7.3% ב-2022 לכ-7.5% ב-2023, ונתח השוק בדיסקאונט גדל מ-11% ב-2022 ל-11.3% ב-2023.
- בשנת 2023 רשמה החברה עליה במכירות חנויות זהות (SSS) בשיעור של 3.7% (4.5% בנטרול סניפים בקו העימות), לעומת ירידה של 1.3% בשנת 2022. ב-2023 כל הרשתות הקמעונאיות הגדולות רשמו SSS חיובי הן כתוצאה מעלויות מחירים שביצעו הרשתות בעקבות העלאות מחיר מצד הספקים, והן כתוצאה מהרבעון האחרון שהיה חזק בעקבות מלחמת "חרבות ברזל". הגידול בנתח השוק של יוחנוף תרם גם הוא ל-SSS החיובי של החברה.
- ברבעון ראשון 2024 הציגה החברה צמיחה בחנויות זהות של כ-5.3% (7% בנטרול סניפים בקו העימות) למול כ-4.9% בתקופה המקבילה אשתקד. הצמיחה החיובית נרשמה על רקע העלאות מחירים בענף, כאשר בשנה קודמת יוחנוף נמנעה מהעלאת מחירים במטרה להגדיל את נתח השוק, וכן בעקבות מלחמת חרבות ברזל. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על צמיחה בחנויות זהות של כ-2%-3% בהתאם לקצב גידול האוכלוסיה ועלויות מחירים בענף המזון, אולם על בסיס ניתוח פרטני של הסניפים, הסניף בקריית שמונה צפוי להערכתנו להציג ירידה משמעותית בשנת 2024 בעקבות המלחמה, ובשנת 2025 אנו צופים כי הסניף יחזור להיקפים דומים לאלו שנרשמו בשנים קודמות. כמו כן, אנו מניחים צמיחה בהכנסות בעקבות פתיחת סניפים חדשים. להערכתנו החברה תציג בשנת 2024 צמיחה במכירות בשיעור של כ-4.0%-5.0% ובשנת 2025 בשיעור של כ-6.0%-7.0%, לעומת כ-9.9% בממוצע בשנים 2021-2023, בעיקר נוכח גידול ממספר סניפים של 35 ב-2021 ל-47 ב-2025. ההכנסות בשנות התחזית תעמודנה בטווח של 4.5-4.9 מיליארד ₪ (כולל קונסיגנציה³).
- שיעור הרווח התפעולי⁴ של החברה בולט לטובה למול השחקניות בענף בין היתר נוכח פדיון למ"ר חזק, הצעת הערך ומבנה עלויות רזה. בשנת 2023 חלה שחיקה בשיעור הרווח התפעולי בעקבות הירידה בשיעור הרווח הגולמי (כחלק מאסטרטגיית החברה להגדלת נתח השוק). השיעור עמד על כ-6% לעומת כ-7.2% בממוצע בשנים 2020-2022. מידרוג מניחה כי שיעור הרווח התפעולי של החברה יעמוד סביב 6.0%-6.5% בשנים 2024-2025.
- החוב הפיננסי המותאם ברוטו⁵ עמד ב-31.3.2024 על כ-1.8 מיליארד ₪ (כ-1.5 מיליארד ₪ מתוכם מיוחסים להתחייבויות חכירה) לעומת כ-1.8 מיליארד ₪ ב-31.12.2022 (כ-1.4 מיליארד ₪ מתוכם מיוחסים להתחייבויות חכירה), עליה אשר נובעת בעיקר מגידול בהתחייבויות חכירה. יחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-4.0⁶ ב-31.3.2024 בדומה לממוצע של כ-4.0 ב-2023-2022. להערכתנו, היחס צפוי לעמוד בשנים 2024-2025 על 3.5-4.0, עקב פירעון חוב בהתאם ללוח הסילוקין וכן גידול ב-EBITDA. יחס ההון למאזן ליום ה-31.03.2024 עמד על כ-33.7%. בשנות התחזית אנו צופים שיפור ביחס לטווח של 35%-37%.
- נזילות החברה בולטת לטובה והחברה שומרת על כרית נזילות גבוהה. יתרת המזומנים של החברה ליום 31.3.2024 מסתכמת לסך של כ-330 מיליון ₪. לחברה מסגרות אשראי פנויות שאינן מחייבות בסך של כ-330 מ' ₪ ב-31.3.2024. לחברה מספר אמות מידה פיננסיות הן מול הבנקים המממנים והן לאג"ח בהן היא עומדת במרווח גבוה נכון ליום 31.3.2024.
- במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג גילמה לשלילה את פעילות ייזום הנדל"ן שבשנים הקרובות עדיין לא תניב תזרים, הפעילות מאופיינת באי וודאות, מרתקת הון וגוררת עלויות ריבית בגין החובות שנלקחו לצורך הרכישה. בנוסף, גילמה מידרוג לשלילה את הערכתה כי בחברה קיימת תלות באיש מפתח שהנו מנכ"ל ובעלים - מר איתן יוחנוף. כמו כן, נציין כי מספר בני

³ הכנסות בנטרול הטיפול החשבונאי בקונסיגנציה שמבצעת החברה בדוחותיה הכספיים, כלומר ההכנסות המוצגות כוללות מכירות בקונסיגנציה (הכנסות ברוטו).

⁴ שיעור הרווח התפעולי מחושב בנטרול הטיפול החשבונאי בקונסיגנציה שמבצעת החברה בדוחותיה הכספיים, כלומר רווח תפעולי כפי שמוצג בדוח הכספי, חלקי הכנסות אשר כוללות מכירות בקונסיגנציה.

⁵ לרבות התחייבויות חכירה ודיבידנד שהוכרז.

⁶ החוב הפיננסי המותאם כולל חוב פיננסי, התחייבויות חכירה ודיבידנד שהוכרז וטרם שולם.

משפחה נוספים מחזיקים בהון המניות של החברה ומכהנים בתפקידי ניהול בכירים בחברה. מנגד, מידרוג גילמה לחיוב בשיקולים הנוספים את גמישותה הפיננסית הגבוהה של החברה, הנסמכת בין השאר על החזקתה בנכסי נדל"ן לא משועבדים בבעלות מלאה או חלקית המשמשים בחלקם לפעילותה ובחלקם מהווים נדל"ן להשקעה, שערכם במאזן החברה ליום 31.3.2024 הסתכם בכ-1.0 מיליארד ₪ (לפי חלק החברה).

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיסי כי החברה תשמור על מעמדה העסקי בענף הקמעונאות תוך שמירה על יציבות ברווחיות התפעולית ועל רמת מינוף מתונה. ביום 19.6.2024 דיווחה החברה כי קיבלה מכתב מרשות התחרות לפיו הרשות שוקלת הגשת כתב אישום, בכפוף לשימוע, נגד החברה, מנכ"ל החברה והמשנה למנכ"ל. כתב החשדות שהוגש נגד החברה ונגד המשנה למנכ"ל מתייחס לחשד להסדר כובל לכאורה בין החברה לבין מתחרה (ביחס למנכ"ל החברה כתב החשדות מתייחס לעבירה לכאורה על סעיף אחריות מנהל למניעת עבירה). בשלב זה להערכת החברה לא קיימת השפעה. עם התקדמות ההליכים, מידרוג תבחן את השפעתם על סיכון האשראי של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול בהיקף הפעילות ושמירה על רמת הרווחיות התפעולית.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה מתמשכת בצמיחה הפנימית וברווחיות החברה.
- שחיקה לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA מעבר לתרחיש מידרוג.

מ. יוחנון ובניו (1988) בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	Q1 2023	Q1 2024	
2,967	3,301	3,715	3,970	4,368	1,048	1,133	הכנסות, במיליוני ₪ ^[1]
5.4%	7.7%	7.3%	6.5%	6.0%	6.1%	6.8%	שיעור רווח תפעולי ^[2]
2.4	4.1	4.3	3.5	3.1	3.2	3.7	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו LTM ^[3]
3.8	3.5	3.2	4.1	3.9	4.1	4.0 ^[4]	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA LTM
32.2%	30.4%	40.3%	35.4%	35.9%	33.4%	33.7%	הון עצמי למאזן

[1] הכנסות בנטרול הטיפול החשבונאי בקונסיגנציה שמבצעת החברה בדוחותיה הכספיים, כלומר ההכנסות המוצגות כוללות מכירות בקונסיגנציה.
 [2] שיעור הרווח התפעולי מחושב בנטרול הטיפול החשבונאי בקונסיגנציה שמבצעת החברה בדוחותיה הכספיים, כלומר רווח תפעולי כפי שמוצג בדוח הכספי, חלקי הכנסות אשר כוללות מכירות בקונסיגנציה.
 [3] היחסים בשנים 2020-2023 חושבו בנטרול שערך נכס פיננסי.
 [4] החוב כולל דיבידנד לשלם בסך 90 מיליון ₪ אשר שולם בפועל באפריל 2024.

מ. יוחנון ובניו (1988) בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	Q1 2023	Q1 2024	
26	28	35	38	42	40	42	מספר סניפים (סוף תקופה)
8.5%	6.8%	(2.5%)	(1.4%)	3.7%	5.1%	5.3%	צמיחה במכירת חנויות זהות (SSS)
48,000	50,600	49,000	48,100	49,800	12,100	12,700	מכירות למ"ר, ₪

מקור: הדוחות הכספיים של החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

צמיחה בשנת 2023 בענף ה-FMCG בעקבות עליית מחירים בענף המזון בשנה האחרונה והשפעות המלחמה ברבעון האחרון; צפי לעליית מחירים גם בשנת 2024

הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל הינו בינוני להערכת מידרוג והוא מושפע לחיוב מסביבת ביקושים יציבה, חסמי כניסה בינוניים בדמות עלויות השקעה ומימון, מיקומים עם הסכמי שכירות לטווח ארוך ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. מנגד, הסיכון מושפע לשלילה מתחרות בענף שמתבטאת באזורי תחרות, בשילוב כניסת רשתות מזון בינלאומיות חדשות לישראל, וכן פוטנציאל הצמיחה הענפי מוגבל לאורך זמן, העלאת מחירים ע"י ספקי המזון וגידול בעלויות התפעול, אלו מכבידים על הצמיחה הפנימית.

הענף מבזר יחסית בין מספר רב של שחקניות, אולם מספר מועט של רשתות גדולות בקנה מידה ארצי מחזיקות בנתח שוק משמעותי והן בעלות השפעה ניכרת על המגמות בענף: רשת שופרסל (23.5%)⁷ ורמי לוי (16.5%)⁸. בשנתיים האחרונות בוצעו מספר עסקאות גדולות בענף, ובעיקר כניסת קארפור בתחילת 2023 (זכיינות של אלקטרה מוצרי צריכה בע"מ אשר הסבה את סניפי יינות ביתן למוטג קארפור) וכן עסקת רכישת 24.99% ממניות שופרסל ע"י האחים שלום ויוסי אמיר שבוצעה בפברואר 2024. בחנויות במרכזי הערים רשת סבן אילבן צפויה להיסגר זמן קצר לאחר שנפתחה וגם סניפי ה"סיטי" של רשת ויקטורי במרכז העיר תל אביב צפויים להיסגר. בשנים האחרונות התעצמה הריכוזיות בענף קמעונאות המזון לאחר שחלק מסניפיה של יינות ביתן נמכרו לרשתות גדולות ובינוניות, ולהערכתנו צמצום סניפי החנויות השכונתיות צפוי להגדיל את כוחן של רשתות השיווק הגדולות.

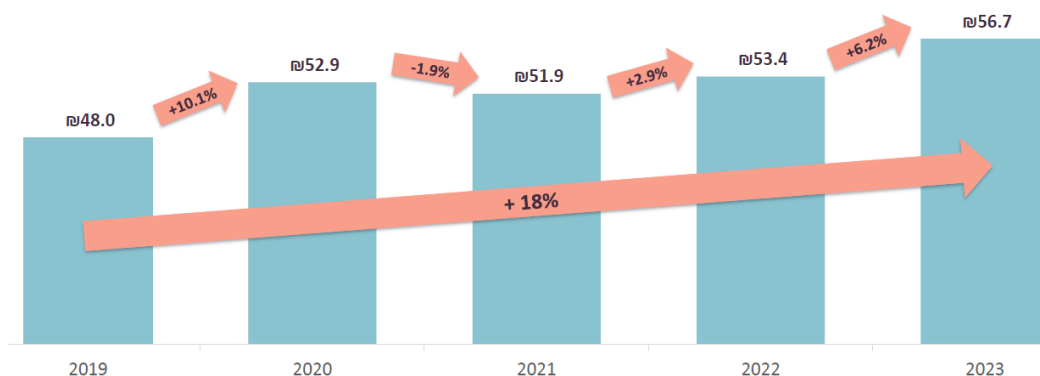
עד שנת 2022 אופיין שוק המזון ביציבות מחירים יחסית, אולם מאז שנת 2022 ספקי מזון רבים (בהם שטראוס, תנובה, יונילור, אסם, דיפלומט ונטו) העלו במספר פעימות את מחירי המוצרים בשל עליית מחירי חומרי הגלם בעולם, התייקרות עלויות המימון והיחלשות השקל אל מול מטבעות הסחר המקובלים. בעקבות כך גם קמעונאיות המזון העלו את מחירי חלק מהמוצרים, ובשנת 2024 העלאות המחיר ממשיכות, מה שלהערכתנו יתמוך בגידול בהכנסות רשתות הדיסקאונט על חשבון החנויות השכונתיות.

בשנת 2023 נרשמה צמיחה של 6.2% במכר הכספי בעולם ה-FMCG - עלייה של כ-3.3 מיליארד ₪, למול עליה של 2.9% בשנת 2022 (עליה של 1.5 מיליארד ₪). הצמיחה מיוחסת בעיקרה לעליית מחירים וכן להשפעות המלחמה ברבעון האחרון של השנה. בניכוי העליה במדד המחירים (4.8%), ב-2023 נרשמה צמיחה ריאלית של 1.4%. בשנים 2019-2023 המכר הכספי בעולם ה-FMCG צמח בשיעור ממוצע של כ-4.3%.

אנו מניחים בשנים הבאות צמיחה של 2%-3% המבוססת על קצב גידול האוכלוסיה (כ-1.8% בממוצע שנתי) ועליית מחירים, אשר גורמת במידה מסוימת לצמצום סל הקניות. הטרנדים אשר השפיעו על ענף זה בשנים האחרונות ועל קצב צמיחתו הם משבר הקורונה, קשיים לאורך שרשרת האספקה הגלובלית, התייקרות של חומרי גלם (בשנה האחרונה בעיקר קקאו וקפה), המעבר לרכישות און ליין, הקונסולידציה בענף ומלחמת "חרבות ברזל".

⁷ מתוך הדוח הכספי לשנת 2023 של שופרסל.
⁸ מתוך הדוח הכספי לשנת 2023 של רמי לוי.

תרשים 1 - מכר כספי במיליארדי ₪ של ענף FMCG בישראל בשנים 2019-2023



מקור: נתוני סטורקסט על המכירות בשוק הקמעונאות המבורקד.

מונעי הצמיחה אשר קיבלו ביטוי בשנת הקורונה כדוגמת מגמת הצריכה באון ליין עדיין נותרה חזקה ותורמת לשחקניות בענף. המשך הגידול במכירות און-ליין תלוי במידה רבה גם בהתבססות המודל העסקי והצעת הערך מצד הרשתות. מגמת האון-ליין מובלת על ידי רשת שופרסל, שמכירות האון-ליין שלה היוו כ-17.5% מסך מכירותיה בשנת 2023 ולאחריה ניצבות שתי רשתות הדיסקאונט הנוספות, רמי לוי (10%) וויקטורי (3.3%). פיתוח יכולת און-ליין יציבה ורווחית כרוך באתגרים תפעוליים ובהשקעות נרחבות.

כמו כן, בעת הנוכחית כאשר ספקי מזון רבים העלו את מחירי המוצרים, חל גידול במחזור המכירות של המותגים הפרטיים בקטגוריות השונות שבבעלות הרשתות הגדולות, חלק מהגידול מיוחס גם להעלאות מחיר במותגים הפרטיים. במודל זה, רשתות קמעונאיות המזון תלויות פחות בספקיות המזון הן מבחינת אספקה והן מבחינת שינויי מחירים בלתי צפויים ורצויים. נתחם של המותגים הפרטיים מהמכר הכספי צמח מכ-6.9% בשנת 2019 לכ-7.3% בשנת 2023.⁹ מובילות השוק במותג הפרטי הינן שופרסל ורמי לוי עם נתח של כ-27% וכ-25.5% מסך המכירות באמצעות המותג הפרטי. בסקירה של מודי'ס את חברת קארפור הבינ"ל, צוין כי החברה שואפת עד שנת 2026 להגיע לכ-40% מכירות של המותג הפרטי מסך המותג הפרטי, מהלך שיחשוך לחברה סכומים משמעותיים.¹⁰ מידרוג מניחה בדומה כי רשתות קמעונאות המזון בישראל תפעלנה להגדלת נתח המותג הפרטי על חשבון המותגים הידועים על מנת לאפשר ללקוח אפשרות צריכה מוזלת מצד אחד, ומצד שני לחסוך בעלויות ולהפחית את התלות בספקי המזון.

גידול במספר הסניפים בשנים האחרונות, אולם הפריסה הגיאוגרפית עדיין מוגבלת; SSS חזק ב-2023 וברבעון הראשון בשנת

2024

יוחננוף הינה שחקנית בעלת היקף פעילות בסדר גודל בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל מבחינת מספר הסניפים ופריסתם. בשלוש השנים האחרונות הגדילה החברה את מספר הסניפים כך שהוא עמד על 43 סניפים במאי 2024 לעומת 28 סניפים ב-31.12.2020. בשנת 2023 החברה פתחה ארבעה סניפים באשקלון, נתניה, אור עקיבא ונתיבות, ובשנת 2024 נפתח עד כה סניף במישור אדומים ובהמשך השנה צפוי להיפתח סניף בבית שאן. עד סוף שנת 2024 מצבת הסניפים של החברה צפויה לעמוד על 44 סניפים. הצעת הערך של הרשת מלווה בדגש על חוויית קניה ללקוח, בדרך של שטחי מכירה מרווחים, דוכני אוכל מוכן, בולטות של המחלקות הטריות וכן שטחי חניה נרחבים. בדומה לרשתות הדיסקאונט האחרות, האסטרטגיה השיווקית של החברה לבידול הרשת אל מול המתחרים הינה מחירים מוזלים ומחירון זהה בכל הסניפים, וכן ריבוי מבצעים והנחות על קניות כמותיות. כמו כן, החברה מחזיקה גם ברשת חנויות הדיסקאונט "זול סטוק". "זול סטוק" מונה 82 חנויות (60 בזכיינות ו-22 בבעלות) ומייבאת ומוכרת כלי בית, כלים חד פעמיים, מוצרי פלסטיק, ניקיון, מטבח ועוד.

⁹ ע"פ סטורקסט, סיכום שנה 2023 (עמ' 25).

¹⁰ Carrefour S.A, Credit Opinion, April 2023, Moody's

מחזור המכירות של החברה בשנת 2023 הסתכם בכ-4.1 מיליארד ₪ ושיקף לחברה נתח שוק של כ-7.5% במונחי מכר כספי, בהשוואה לויקטורי (4%) מחד, ולשופרסל (23.5%) ורמי לוי (16.5%), מאידך¹¹. סניפי החברה בשטח מכירה כולל של כ-93 אלפי מ"ר. רשת יוחננוף מאופיינת בסניפים בעלי שטחי מכירה נטו נרחבים, הנעים בעיקרם בין כ-900 ל-4,500 מ"ר, כאשר כ-27 מהסניפים (מתוך 43) בעלי שטחי מכירה נטו של 2,000 מ"ר לפחות. גודלה היחסי של החברה, ופריסתה הנמוכה במונחים ארציים מהווים גורם שלילי בדירוג, ביחס למתחרותיה, בשל השפעה שלילית מצד ריכוזיות החושפת את החברה ביתר שאת לאירועים שליליים. מנגד, הצעת הערך של החברה תומכת בפדיונות גבוהים יחסית, עם היקף מכירות למ"ר של כ-49 אלף ₪ בממוצע בשנים 2021-2023, הבולטים יחסית לענף ותומכים ברווחיות תפעולית טובה יחסית. יצוין כי בדומה לשחקניות האחרות בענף, החברה שמרה על פדיון למ"ר דומה בשנים האחרונות. מאפיינים אלו תורמים להערכתנו למיצובה העסקי ומהווים גורם חיובי בדירוג. כן, קיימת ריכוזיות סניפים קלה במונחי תרומה לרווח, כאשר 5 הסניפים המניבים ביותר היוו כ-26.5% מסך הרווח התפעולי בשנת 2023. החברה פועלת לפתיחת סניפים חדשים, ועד סוף שנת 2025 צפויה להחזיק ב-47 סניפים פעילים.

להערכתנו מותג פרטי תורם להצעת הערך של החברות בענף, כאשר שופרסל הינה מובילת הקטגוריה עם נתח מותג פרטי צומח של כ-27% מהמכירות ב-2023. ליוחננוף מוצרי מותג פרטי, בעיקר בתחומי הטואלטיקה והמזון, אולם מכירות המותג הפרטי עדיין נמוכות ונעות סביב כ-2% בלבד ממכירות החברה, וגם מועדון הלקוחות של החברה הושק ביוני 2024, לעומת חברות אחרות בענף שלהן מועדון לקוחות דומיננטי. בשלוש השנים האחרונות מאז מגיפת הקורונה עלו מכירות האון-ליין ונתנו מענה לחלק מהצרכנים והשפיעו על הטמעת הרגלי צריכה חדשים. החל ממשבר הקורונה, החברה מפעילה ערוץ מכירות מקוון, אך במתכונת שאינה כוללת משלוחים לבית הצרכן, אלא באיסוף עצמי של הצרכן מהסניפים, זאת לעומת מתחרותיה שכבר ביססו את נוכחותן במגזר המסחר המקוון בשנים האחרונות. מיצובה העסקי בתחום האון-ליין הצומח עדיין חלש להערכת מידרוג, אולם מצוי בהלימה עם האסטרטגיה השיווקית הכוללת של החברה. החברה מחזיקה בין השאר במניות של חברה המפתחת עגלות חכמות למרכולים ובכחחצית מהסניפים קיימות עגלות חכמות.

בשנת 2023 רשמה החברה צמיחה בחנויות זהות של 3.7% (4.5% בנטרול סניפים בקו העימות), זאת לאחר צמיחה שלילית שנרשמה בשנים 2021-2022 לאחר משבר הקורונה. הצמיחה החיובית בשנת 2023 נבעה הן מעליית מחירים שביצעו רשתות הקמעונאות בעקבות העלאות מחיר מצד הספקים, הן מגידול בנתח השוק של החברה בהתאם להחלטה אסטרטגית והן מהרבעון האחרון שהיה חזק בעקבות מלחמת "חרבות ברזל". המתחרות בענף¹² יציגו גם הן צמיחה חיובית בשנת 2023 (ממוצע של כ-4.3%).

ברבעון הראשון בשנת 2024 רשמה יוחננוף צמיחה חיובית במכירות חנויות זהות של כ-5.3% (7% בנטרול סניפים בקו העימות), שהיתה הגבוהה מבין הרשתות העיקריות בענף. הצמיחה החיובית נרשמה על רקע העלאות מחירים בענף, כאשר בשנה קודמת יוחננוף נמנעה מהעלאת מחירים במטרה להגדיל את נתח השוק, וכן בעקבות מלחמת חרבות ברזל.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על צמיחה בחנויות זהות של כ-2%-3% בהתאם לקצב גידול האוכלוסייה ועלויות מחירים בענף המזון, אולם על בסיס ניתוח פרטני של הסניפים, הסניף בקריית שמונה צפוי להערכתנו להציג ירידה משמעותית בשנת 2024 בעקבות המלחמה, ובשנת 2025 אנו צופים כי הסניף יחזור להיקפים דומים לאלו שנרשמו בשנים קודמות. לאור תכניות החברה אנו מניחים פתיחה של שני סניפים חדשים בשנת 2024 (סניף מישור אדומים שנפתח במאי 2024 וסניף בית שאן שצפוי להיפתח בהמשך השנה), ושלושה סניפים נוספים בשנת 2025 (שדרות, גדרה וגן יבנה).

להערכתנו החברה תציג בשנת 2024 צמיחה במכירות בשיעור של כ-4.0%-5.0% ובשנת 2025 בשיעור של כ-6.0%-7.0%, לעומת כ-9.9% בממוצע בשנים 2021-2023, בעיקר נוכח גידול ממספר סניפים של 35 ב-2021 ל-47 ב-2025. ההכנסות בשנות התחזית תעמודנה בטווח של 4.5-4.9 מיליארד ₪ (כולל קונסיגנציה). נציין כי תרומת הסניפים החדשים בשנות התחזית הינה משמעותית. מדובר בסניפים בגודל של 1,500-3,500 מ"ר ואלו צריכים להוכיח טרק רקורד לאורך שנות התחזית. נציין כי פתיחת סניפים חדשים בערים בהן לחברה נוכחות עלולים ליצור לאורך זמן קניבליזציה בסניפים הקיימים.

¹¹ נתוני נתחי השוק נלקחו מהדוחות הכספיים לשנת 2023 של כל אחת מהחברות.
¹² הרשתות הגדולות: שופרסל, רמי לוי, ויקטורי וטיב טעם.

יציבות בשיעור הרווח התפעולי בשנות התחזית ביחס ל-2023; יציבות ביחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון על אף גידול בהוצאות המימון

שיעור הרווחיות הגולמית של החברה ירד בשנת 2023 לכ-27.2%, לעומת כ-27.5% בשנת 2022 (27% בממוצע בשנים 2020-2022) וזאת בעקבות אסטרטגיית החברה להגדלת נתח השוק באמצעות הקפאת עליות מחירים ומתן מבצעים ללקוחות. ברבעון הראשון בשנת 2024 חלה עליה בשיעור הרווח הגולמי והוא עמד על כ-27.6%, בעקבות שיפור תנאי הסחר של החברה. ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים שיעור רווח גולמי של כ-27.4% בשנות התחזית (ירידה לעומת הרבעון הראשון ב-2024 ועליה לעומת שנת 2023) וזאת לאור עליות מחירי מוצרים שלא ניתנות להשתה במלואן על הלקוחות. בשנת 2023 חל גידול בהוצאות ההנהלה והכלליות בעקבות תרומות שנתנה החברה לבתי חולים ותרומות עקב המלחמה, ולהערכתנו היקף הוצאות ההנהלה והכלליות יותר דומה בשנות התחזית.

שיעור הרווח התפעולי¹³ ינוע בשנים 2024-2025 בטווח של 6.0%-6.5%, בדומה ל-6% בשנת 2023 ולעומת ממוצע של 7.2% בשנים 2020-2022. השחיקה מיוחסת לגידול בהוצאות המכירה והשיווק והוצאות ההנהלה והכלליות. יצוין כי לחברה מבנה הוצאות קשיח של עלויות השכר וכן הוצאות שכירות אשר צמודות למדד ובשנות התחזית אנו צופים עליה בהתאם לאינפלציה ופתיחת הסניפים החדשים. הרווח התפעולי צפוי לנוע בטווח של 265-310 מיליון ₪ בשנים 2024-2025, לעומת כ-262 מיליון ₪ בשנת 2023. יצוין כי שיעורי הרווחיות התפעולית של החברה גבוהים ביחס למרבית החברות בענף בעיקר נוכח פדיון למ"ר גבוה, רווחיות גולמית יחסית גבוהה המושפעת לחיוב גם מרכישת זול סטוק המאופיינת ברווחיות גבוהה מזו של מגזר קמעונאות המזון ושיעור הוצאות מכירה ושיווק נמוך ביחס לחלק משאר השחקניות בענף. לאורך זמן אנו מניחים כי העגלות החכמות¹⁴ שהחברה החלה להכניס לסניפים בשלוש השנים האחרונות (פיתוח של חברת A2Z Smart Technologies Corp), יחד עם הקופות העצמיות בסניפים, צפויות לשפר ולייעל את הוצאות התפעול.

בהוצאות המימון של החברה צפויה עליה בשנות התחזית עקב גידול בהוצאות ריבית חכירה בעקבות חתימה על חוזה שכירות לסניפים חדשים וכן גידול באינפלציה, שכן רוב חוזה השכירות של הסניפים צמודים למדד המחירים לצרכן. יחס הרווח התפעולי להוצאות המימון צפוי בשנות התחזית להערכתנו להיות דומה ליחס בשנת 2023 - כ-3.0. יצוין כי לחברה אחזקה במניות חברת A2Z אשר מפתחת עגלות חכמות, כאשר בשנתיים האחרונות חלה תגודתיות במחיר מניית חברה זו. אנו מעריכים כי לאורך זמן האחזקה במניות הינה ספקולטיבית, והיא עשויה להשפיע לשלילה או לחיוב על הוצאות המימון בהתאם לשערוך המבוצע באותה שנה.

יציבות ביחס כיסוי חוב ל-EBTIDA בשנות התחזית; לחברה יחסי איתנות ויתרות נזילות בולטים לחיוב; חוב שגויס כנגד רכישת קרקע באור יהודה מעיב על המאזן

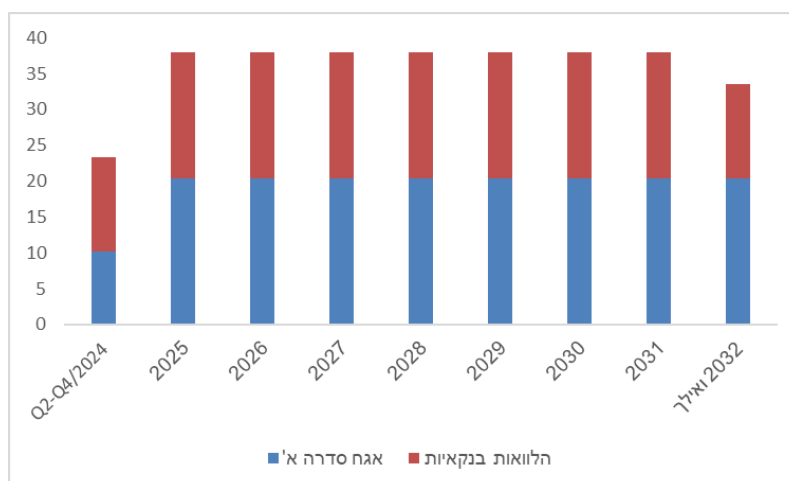
אנו מעריכים כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד על 470-490 מ' ₪ בשנת 2024 ו-515-535 מ' ₪ בשנת 2025 (ב-2023 - כ-460 מיליון ₪, ב-2022 - כ-428 מ' ₪). הגידול ב-EBITDA בשנים 2024-2025 נובע מגידול בהכנסות שנובע הן מפתיחת סניפים חדשים של יוחננוף, הן מצמיחה פנימית של הסניפים הקיימים והן מהגבה מלאה בגין הסניפים שנפתחו במהלך 2023-2024. להערכתנו, ה-FFO (מקורות מפעילות) צפוי לעמוד בטווח של 335-355 מיליון ₪ בשנת 2024, ובטווח של 370-390 מיליון ₪ בשנת 2025.

תרחיש הנזילות של מידרוג כולל חלוקת דיבידנד בסך של כ-120-140 מ' ₪ ב-2024 (מתוכנן שולמו 90 מ' ₪ באפריל 2024 ו-15 מ' ₪ נוספים ביוני 2024) וכ-60-80 מיליון ₪ ב-2025. יצוין כי החברה שינתה בשנת 2024 את מדיניות הדיבידנד שלה כך שיחולקו לפחות 30% מהרווח הנקי (במקום כ-30% מהרווח הנקי) וכן הדיבידנד יחולק, ככל האפשר, באופן רבעוני. שינוי המדיניות משפיע לשלילה על המדיניות הפיננסית של החברה. עוד כולל תרחיש הנזילות פירעון התחייבויות חכירה בהיקף של כ-80-90 מיליון ₪ בשנה והשקעות

¹³ נמדד כרווח תפעולי חלקי הכנסות ברטו (הכנסות כוללות מכירות בקונסיגנציה).
¹⁴ עגלות קניה המתנהגות כ"קופה ניידת" ומאפשרות רכישת מוצרים מבלי לעבור בקופת התשלום.

ברכוש קבוע בהיקף של כ-200-180 מיליון ש"ח בשנה (עיקר הסכום בגין רכישת ופיתוח קרקעות במישור אדומים, יבנה ופתח תקווה).
 אנו לא צופים שינויים מהותיים בהון החוזר. ה-FFO-CAPEX ינוע להערכתנו בטווח של 60-100 מיליון ש"ח בשנים 2024-2025.
 לאור הדיבידנד החד פעמי שחלקו מיוחס לשנה הקודמת, השנה להערכתנו, החברה צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי בסך כ-50 מיליון ש"ח ותזרים חיובי בשנת 2025 של כ-20-30 מ' ש"ח.
 נכון ל-31.3.2024 לחברה יתרת חוב פיננסי מותאם (לרבות התחייבויות חכירה ודיבידנד שהוכרז) של כ-1.9 מיליארד ש"ח (מתוך כ-1.5 מיליארד ש"ח התחייבויות חכירה), לעומת כ-1.8 מיליארד ש"ח ב-31.12.2022 (מתוך כ-1.4 מיליארד ש"ח התחייבויות חכירה). הגידול נבע בעיקר מגידול בהתחייבויות החכירה בעקבות חתימה על חוזה שכירות חדשים והצמדה למדד המחירים לצרכן. יחס הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-4.0 ב-31.3.2024 בדומה למוצע של כ-4.0 ב-2022-2023. להערכתנו, היחס צפוי לעמוד בשנים 2024-2025 על 3.5-4.0, עקב פירעון חוב בהתאם ללוח הסילוקין וכן גידול ב-EBITDA. נציין כי התחייבויות החכירה מהוות מרכיב מהותי במאזן החברה בעיקר בשל משכם הארוך של חוזה החכירה של החברה, ורובן צמודות למדד כאמור לעיל.
 פעילות החברה ממומנת גם בחוב לספקים, שהינו ההתחייבות המהותית במאזן החברה לאחר החכירות. החוב לספקים עמד ב-31.3.2024 על כ-650 מיליון ש"ח, וימי הספקים עמדו בשנים האחרונות על ממוצע של כ-77 יום¹⁵ (ללא שינוי מהותי ב-4 השנים האחרונות).
 יחס ההון למאזן ליום ה-31.03.2024 עמד על כ-33.7% וזאת לאחר הכרזה על דיבידנד בהיקף של כ-90 מיליון ש"ח לפני תאריך הדו"ח. בשנות התחזית אנו צופים שיפור ביחס לטווח של 37%-35%, בעקבות צבירת הרווח הנקי.
 נזילות החברה בולטת לטובה והחברה שומרת על כרית נזילות גבוהה. יתרת המזומנים של החברה ליום 31.3.2024 מסתכמת לסך של כ-330 מיליון ש"ח ונסמכת בעיקרה על גיוס ההון כאמור וגיוס חוב בנקאי ואגח בשנת 2022. לחברה מסגרות אשראי פנויות שאינן מחייבות של כ-330 מ' ש"ח ב-31.3.2024.
 לחברה מספר אמות מידה פיננסיות הן מול הבנקים המממנים והן לאג"ח בהן היא עומדת במרווח גבוה נכון ליום 31.3.2024.

תרשים 2 - יוחננוף: לוח סילוקין לפירעון קרן אג"ח והלוואות ז"א ליום 31.3.2024, במיליוני ש"ח



¹⁵ חישוב ימי הספקים כולל את עלות המכר בתוספת עלויות קונסיגנציה, חלקי יתרת הספקים כפי שמופיעה בדוחות הכספיים לתאריך החתך.

שיקולים נוספים לדירוג

תלות גבוהה באיש מפתח מעלה סיכון עסקי

קיימת להערכתנו תלות באיש מפתח שהנו מנכ"ל ובעלים - מר איתן יוחננוף, מאפיין המעלה להערכתנו את סיכון האשראי. כמו כן, נציין כי מעבר לכך, החברה מאופיינת במוטת שליטה ובניהול הדוק וממוקד כאשר מספר בני משפחה נוספים מחזיקים בהון המניית של החברה ומכהנים בתפקידי ניהול בכירים.

חשיפה לייזום נדל"ן מעלה את סיכון סביבת הפעילות

במהלך שנת 2022 ביצעה החברה מספר השקעות בסכומים יחסית גבוהים בנדל"ן, ובעיקר רכישת קרקע באור יהודה, ששטחה הכולל הוא כ-31.5 דונם המיועדים למסחר, תעסוקה ולוגיסטיקה בעלות של כ-410 מיליון ש"ח (עלות הרכישה 300 מיליון ש"ח + 110 מיליון ש"ח היטלי פיתוח ומס רכישה). ע"פ תכנית הבניה המאושרת בקרקע באור יהודה, ניתן לבנות עליה כ-180 א' מ"ר בחלוקה הבאה: כ-12.5 אלף מ"ר למסחר, כ-91 אלף מ"ר לתעסוקה ולוגיסטיקה וכ-76 אלף מ"ר בקומות תת קרקעיות (שירות). הרכישה מומנה באמצעות המזומנים בקופת החברה וגיוס חוב פיננסי.

עסקאות הנדל"ן חושפות את החברה מעבר לסיכון ענף קמעונאיות המזון לסיכון ייזום הנדל"ן, אשר להערכת מידרוג הינו בעל מאפייני סיכון גבוהים יחסית לסיכונים ענף קמעונאות המזון. להערכת מידרוג, יש בתכנית ההשקעות הרחבה של החברה משום העלאת סיכון האשראי של החברה בשל היקפה הנרחב, תשומת לב ניהולית הנדרשת עבורה וסיכון הוצאה לפועל. עם זאת, לפי הערכת החברה, בשלב זה לא צפויות השקעות נוספות בהיקפים משמעותיים בנדל"ן.

גמישות פיננסית בולטת לטובה

לחברה מספר נכסי מקרקעין בבעלות מלאה או חלקית המשמשים לפעילותה (מטה וסניפים קיימים, בניית סניפים עתידית) או מהווים נדל"ן להשקעה, שערכם במאזן החברה ליום 31.3.2024 הסתכם בכ-1.0 מיליארד ש"ח (לפי חלק החברה). הנכס הבולט שבהם הנו ישפרו מודיעין בשטח כולל של כ-5,000 מ"ר. נכס נוסף משמעותי הינו בעיר רחובות במרכז סנטרו בשטח כולל של כ-6,700 מ"ר. על נכסי החברה רשום שעבוד שוטף כללי לטובת הבנקים, אולם מאחר ולא קיימים שעבודים ספציפיים על נכסי החברה, להערכת מידרוג נכסי המקרקעין שבבעלותה מקנים לחברה יכולת לשעבד נכסים אלו או לבצע עסקאות במסגרת מכירה ושכירות מחדש (sell and lease back) ומשפרים בכך את גמישותה הפיננסית.

ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים סביבה וחברה נוכח הדרישה לשמור על מוניטין גבוה בקרב קהל הלקוחות וכן חשיפה למגמות חברתיות כגון מחאת יוקר המחיה וכדומה. זאת לצד חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים רגולציה וציות.

מידרוג מניחה חשיפה מסוימת לסיכונים ממשל תאגידי כאשר סיכון תלות איש מפתח גולם כאמור בשיקולים הנוספים כמצוין לעיל. נציין כי ביום 19.6.2024 דיווחה החברה כי קיבלה מכתב מרשות התחרות לפיו שוקלת הרשות הגשת כתב אישום, בכפוף לשימוע, נגד החברה, מנכ"ל החברה והמשנה למנכ"ל. כתב החשדות שהוגש נגד החברה ונגד המשנה למנכ"ל מתייחס לחשד להסדר כובל לכאורה בין החברה לבין מתחרה (ביחס למנכ"ל החברה כתב החשדות מתייחס לעבירה לכאורה על סעיף אחריות מנהל למניעת עבירה). בשלב זה להערכת החברה אין השפעה. עם התקדמות ההליכים, מידרוג תבחן את השפעתם על סיכון האשראי של החברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג ^[2]		ליום 31.03.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	יציבות סל המוצרים של הקמעונאי והביקושים	סיכון ענפי
Baa.il	---	Baa.il	---	מאפיינים תחרותיים	
Aa.il	4.5-4.9 מיליארד ₪	Aa.il	4.5 מיליארד ₪	היקף פעילות LTM ^[3]	מעמד עסקי של החברה
A.il	---	A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה	
A.il	6.5%-6.0%	A.il	6.8%	שיעור רווח תפעולי ^[4]	רמת רווחיות ויציבות הרווחים
Aa.il	35.0%-37.0%	A.il	33.7%	הון עצמי / מאזן	מינוף פיננסי
A.il	2.8-3.2 X	A.il	3.1 X	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו	
A.il	3.5-4.0 X	A.il	4.0 X	חוב / EBITDA	
Aa.il	FFO: 335-390 מ' ₪	Aa.il	FFO LTM: 370 מ' ₪	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	תזרים יחסי כיסוי
	FFO-CAPEX: 60-100 מ' ₪		FFO-CAPEX LTM: 133 מ' ₪		
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A1.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] טווח התחזית מתייחס לשנים 2024-2025.

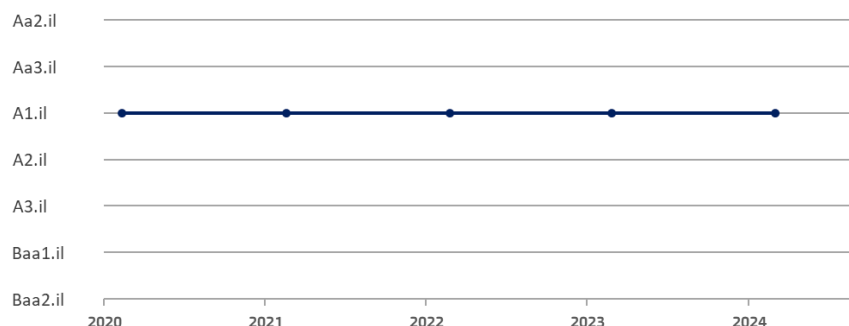
[3] ההכנסות כוללות מכירות בקונסיגנציה.

[4] רווח תפעולי חלקי הכנסות ברוטו (הכנסות כוללות מכירות בקונסיגנציה).

אודות החברה

מ.י.ח.נ.נ. ובניו (1988) בע"מ נוסדה והתאגדה בשנת 1988 כחברה פרטית והחל מנובמבר 2019 הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה עוסקת בעיקר בשיווק ומסחר קמעונאי בתחום המזון ומוצרים נלווים וכן ביבוא וממכר קמעונאי של מוצרים לבית ומוצרים נלווים באמצעות חברת "זול סטוק". בעלי השליטה בחברה הינם מרדכי יוחננוף המכהן כיו"ר הדירקטוריון ומחזיק ב-25.83% מהון המניות של החברה ושלושה מילדיו: איתן יוחננוף המכהן כדירקטור ומנכ"ל החברה (16.06%), שרית יוחננוף המכהנת כדירקטורית וכמשנה למנכ"ל (13.00%) וחלי יוחננוף שאינה מועסקת בחברה (13.11%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מ.יוחננוף ובניו \(1988\) בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, מאי 2023](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 20.06.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 15.06.2023

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 26.05.2020

שם יוזם הדירוג: מ.יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: מ.יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>