

## ורידים אינווירונמנט בע"מ

מעקב | אוגוסט 2024

### אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח  
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[hriany@midroog.co.il](mailto:hriany@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## ורידים אינוורונמנט בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק לחברת ורידים אינוורונמנט בע"מ (להלן: "ורידים" או "החברה") מ-A1.il ל-A2.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג נובעת על רקע העלייה ברמות החוב אשר מאפיינות את השנה האחרונה עם השלמת עסקת רכישת אינפיניה בע"מ (להלן: "עסקת אינפיניה") ורכישת 20% מחברת OPC ישראל (להלן: "OPC") במהלך שנת 2023, יחד עם גידול נמוך מהצפוי בתזרים התפעולי של הקבוצה. אלה הביאו את החברה להציג שחיקה ביחסי הכיסוי כך שאלו אינם תואמים עוד את הדירוג הקודם.
- סיכון האשראי של החברה עלה עם רכישת אינפיניה, כשמחד, ניכרת תרומה לפיזור ההכנסות תוך יצירת סינרגיה מול הפעילויות הקיימות, ומנגד, אינפיניה ותעשיית הקרטון והנייר מאופיינות בסיכון ענפי גבוה מזה של פעילותה המסורתית של ורידים, נוכח תנודתיות גבוהה יותר וחשיפה גבוהה יותר להשפעות אקסוגניות ביחס לפעילות הפסולת של החברה. סביבת הביקושים והמחזור השלילי בו מצויה אינפיניה בשנה וחצי האחרונות משפיעות לשלילה אף על תוצאות החברה במאוחד, עם רישום הפסד תפעולי בסך של כ-73 מ' ש"ח סה"כ בשנת 2023 ממגזרי הפעילות תחת אינפיניה (קרטון, נייר לבן ו"אחרים"), שהעיב על רווח תפעולי (כולל חלק ברווחי כלולות) של כ-63 מ' ש"ח במאוחד.
- אנו מניחים כי בשנים הקרובות אינפיניה תציג שיפור מסוים בתוצאות למול התוצאות הנוכחיות. כחברה סיקליקאלית, צפויה אינפיניה לייצר תזרימים בהיקפים משמעותיים בתקופות מסוימות, אך בתקופות אחרות צפויה להציג תזרימים נמוכים וזאת נוכח תנודתיות עזה ברווחיות. זאת ועוד, ורידים הצהירה על מהלכי התייעלות באינפיניה הצפויים אכן לתרום לרווחיות העתידית, אך טרם משתקפים במלוא היקפם בתוצאות בפועל נכון למועד הדוח. להערכת הנהלת החברה, הושלמו מהלכי ההתייעלות ואלו יקבלו ביטוי בצורה מלאה החל מרבעון שלישי השנה. בהתאם, להערכת מידרוג, תוצאות פעילות אינפיניה יראו שיפור בתוצאות, אם כי מגמת השיפור מסתמנת כאיטית מהצפוי.
- הכנסות החברה במאוחד (LTM) הסתכמו ליום 30.06.2024 בכ-2.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-1.7 בתקופה המקבילה אשתקד (אינפיניה נרכשה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2023). להערכת מידרוג, הכנסות החברה (במאוחד) צפויות להסתכם בכ-2.6-2.9 מיליארד ש"ח בשנה במהלך שנות התחזית 2024-2025, היקף בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. שיעור הרווח התפעולי המאוחד צפוי להסתכם במהלך שנות התחזית בכ-4%-5% בממוצע, לעומת כ-1.1% ליום 30.06.2024 (LTM) וכ-0.6% בשנת 2023.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, רווח מפעולות לפני פחת והפחתות, כולל דיבידנדים מכלולות (להלן: "EBITDA" מותאמת<sup>1</sup> או "EBITDA") של החברה צפוי להסתכם בכ-595-615 מ' שח בשנת 2024 ובכ-635-655 מ' ש"ח בשנת 2025 (בהשוואה לכ-498 מ' ש"ח בשנת 2023). היקף ה-FFO של החברה צפוי להסתכם באותן שנים בכ-380-400 מ' ש"ח ובכ-425-445 מ' ש"ח, בהתאמה (לעומת כ-343 בשנת 2023). כמו כן, מידרוג מניחה השקעות הוניות בהיקפים של כ-220 מ' ש"ח בשנת 2024 וכ-135 מ' ש"ח בשנת 2025, כאשר עיקר הפער הינו סיום הסבת מכונה 4 באינפיניה בשנת 2024, באופן הצפוי להקל על התזרים מפעילות השקעה בשנים העוקבות. מידרוג לא מניחה שינוי מהותי בהון החוזר ביחס ליתרות ליום 30.06.2024 וכן לא צופה חלוקת דיבידנדים בשנות התחזית בהתאם לתחזיות החברה. בהתאם לאמור, מידרוג מעריכה

<sup>1</sup> ה-EBITDA של החברה מחושבת כרווח תפעולי מאוחד, בנטרול פחת והפחתות במאוחד, ובתוספת דיבידנדים ו/או החזרי הלוואות מ-OPC, VID ומטמנות.

תזרים מזומנים חופשי (FCF) של כ-80-60 מ' ש"ח בשנת 2024 וכ-220-180 מ' ש"ח בשנת 2025. אלה צפויים לתרום להקטנת החוב הפיננסי של החברה במהלך שנות התחזית, במקביל לפירעונות השוטפים בהתאם ללוחות הסילוקין.

- סך החוב ברוטו של החברה (לאחר התאמות מידרוג)<sup>2</sup>, שהסתכם ליום 30.06.2024 בכ-2.9 מיליארד ש"ח, צפוי להיוותר דומה ברמתו בשנת 2024 ולרדת לרמות של כ-2.6-2.4 מיליארד ש"ח, בין היתר למול הזרמות הון, בשנת 2025. יחס הון למאזן של החברה צפוי להסתכם בכ-33%-35% ולהלום לרמת הדירוג.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** מתבסס, בין היתר, על ההנחות הבאות: (1) המשך מגמת הגידול בהיקף הפסולת המיוצרת בישראל מדי שנה, עליה הנובעת מגידול באוכלוסייה ועליה בצריכה הפרטית. (2) שמירה על יציבות שיעורי הרווחיות הגולמית במגזר הפסולת. (3) קבלת דיבידנדים מהמטמנות בהיקפים של כ-22-34 מ' ש"ח בשנה. (4) צמיחה מתונה בהיקפי ההכנסות מהתפלת מים בשנות התחזית. (5) קבלת דיבידנדים בהיקף של כ-27-30 מ' ש"ח בשנה מ-VID. (6) קבלת דיבידנדים ו/או פירעונות הלוואת בעלים שניתנה ל-OPC רותם/ישראל (להלן: "OPC") בהיקף של כ-85-90 מ' ש"ח בשנה במהלך שנות התחזית. (7) גידול בהיקפי ההכנסות ממגזר הקרטון של החברה, בעיקר בשל הסבת מכונה 4 ועליית מחירי הקרטון. (8) מעבר לרווחיות תפעולית בפעילות אינפיניה, כתוצאה, בין היתר, מיישום תוכנית ההתייעלות של החברה. (9) שמירה על שיעורי הריבית הקיימים לאורך שנות התחזית. (10) גיוס הון של כ-150 מ' ש"ח לפחות על-ידי החברה.

התאמות מידרוג לפרמטרים הפיננסיים כוללות, בין היתר, הוספת דיבידנדים והחזרי הלוואות ממטמנות ומתקני מיין פסולת, OPC ו-VID ל-EBITDA. כמו כן, מידרוג מוסיפה להיקף החוב הפיננסי ולסך המאזן את חלק החברה בחוב הפיננסי של VID (50%), וכן כוללת התחייבויות בגין חכירה והתחייבויות מאזנית לסגירת מטמנות ומשרפות כחוב פיננסי.

- בהתאם לאמור, מידרוג מעריכה כי יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA ישתפר ויסתכם בכ-5-4.5 (לעומת כ-5.6 בשנת 2023). יחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון צפוי להמשיך ולא להלום את רמת הדירוג, ולהסתכם במהלך שנות התחזית סביב כ-1, לעומת 0.2 ו-0.1 ביום 30.06.2024 (LTM) ובשנת 2023, בין היתר נוכח היקף החוב הפיננסי הגבוה כאמור וסביבת הריבית הגבוהה.

- גמישותה הפיננסית של החברה מוטה לחיוב מגיוון מקורות מימון ומיתרת מסגרות אשראי מחייבות ופנויות, שהסתכמו ליום 30.06.2024 בסך של כ-252 מ' ש"ח. בנוסף, אחזקת החברה ב-OPC ישראל, המהווה אחזקה פיננסית, תורמת לגמישותה. מדיניותה הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב משמירת החברה על מדיניות איזונים ובלמים סבירה למרות העסקאות המשמעותיות שבוצעו, כאשר במקביל להיקפי החוב הגבוהים הכרוכים בעסקאות הללו, החברה פעלה ועודנה פועלת למתן השפעות האמור על-ידי הנפקת הון בהיקף משמעותי, ובהתאם להצהרותיה, בכונתה לגייס הון נוסף בשנה הקרובה. כמו כן, להערכתנו, לא צפויה חלוקת דיבידנדים בשנות התחזית. יצוין, כי מבנה החוב הנוכחי של החברה מבטא נחיתות מבנית להתחייבויות המנפיק<sup>3</sup> על פני התחייבויות בחברות הבנות, זאת בהיותו נשען על חלוקת דיבידנדים ו/או חזר הלוואות בעלים מהחברות מהן. להערכת מידרוג, נחיתות זו מתמתנת בשל פיזור וגיוון הפעילויות ויציבות ההכנסות מהן.

- פרופיל הסיכון של החברה מוטה לשלילה מקבלת הקלה זמנית (waver) בקשר לאמת מידה פיננסית בהלוואות שניתנו לחברה (ורידים אינוורונמנט בע"מ) לצורך רכישת אינפיניה. להערכת מידרוג, המתבססת, בין היתר, על תחזיות החברה, החברה צפויה לעמוד באמות המידה הפיננסיות, אם כי הרקע להקלה זו משליך להערכת מידרוג על פרופיל הסיכון של החברה. יודגש כי קירבה ו/או הפרה של אי-אילו מאמות המידה הפיננסיות עלולה להשליך לשלילה על הדירוג. כמו כן, לחברה עומס פירעונות בשנת 2025, ובפרט פירעון "בולט" של הלוואה בסך כ-195 מ' ש"ח בדצמבר 2025, באופן שעלול

<sup>2</sup> התאמות מידרוג לפרמטרים הפיננסיים כוללות, בין היתר, הכללת חלק החברה בחוב הפיננסי של VID, וכן הכללת התחייבויות בגין חכירה כחוב פיננסי.

<sup>3</sup> קודם לעסקת אינפיניה, במאזני ורידיס אינוורונמנט בע"מ לא היה קיים חוב.

להשליך לשלילה על אמת מידה פיננסית אחרת, בקשר עם יחס הכיסוי שבין דיבידנדים והחזר הלוואות בעלים (סולו) בניכוי הוצאות הנה"כ נטו (סולו) לבין חלויות שוטפות של חוב (סולו), וכן עלול להשליך לשלילה על סיכון מימון מחדש.

- בעלת המניות בחברה דלק מערכות רכב בע"מ (להלן: "דלק רכב" או "חברת האם"), מהווה גורם התורם לסיכון האשראי של החברה, עם טרק רקורד שבא לידי ביטוי בהשתתפות בהנפקת הון המניות לטובת עסקת רכישת אינפיניה והזרמות נוספות (לרבות באמצעות הלוואות בעלים). כמו כן, ביום 30.06.2024 החברה דיווחה בדוחותיה הכספיים על כוונתה לגייס הון בסך של כ-300 מ' ש"ח במהלך השנה הקרובה ועל כוונת בעלת השליטה להשתתף בגיוס הון כאמור בסכום שלא יפחת מסכום הלוואות בעלים שניתנה בסך של כ-150 מ' ש"ח. דלק רכב פועלת בענף יבוא הרכבים, מייצרת תזרימי מזומנים משמעותיים ובעלת איתנות פיננסית גבוהה וצרכי מימון בעלי השליטה נמוכים. להערכתנו ביכולתה להמשיך לתמוך בחברה בעת הצורך. תמיכתה גם מאפשרת לחברה נגישות למקורות מימון נוספים.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכת מידרוג כי היחסים הפיננסיים לא יישחקו מעבר לתרחיש הבסיס, וכי החברה תפעל לשיפורם בטווח הקצר-בינוני, בין היתר באמצעות הקטנת החוב הפיננסי.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA כך שלא יעלה על 3.0 לאורך זמן
- שיפור פרמננטי ביחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון
- עיבוי הכרית ההונית בהיקפים הגבוהים משמעותית מהנחות תרחיש הבסיס של מידרוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי-עמידה באמות מידה פיננסיות
- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- עלייה בסיכון הענפי כתוצאה מרגולציה או שינויים מבניים שיובילו להיחלשות הרווחיות

### ורידים אינוורונמנט בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים<sup>[1],[2]</sup>

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	H1 2023	H1 2024	
0.8	0.9	1.0	1.1	2.5	1.2	1.3	סך הכנסות (במיליארדי ש"ח)
8.5%	11.3%	8.5%	9.3%	0.6%	3.2%	1.1%	שיעור רווח תפעולי (LTM)
3.0x	4.0x	2.8x	<sup>[3]</sup> 82.4x	0.1x	0.8x	0.2x	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו (LTM)
28%	35%	40%	50%	33%	37%	32%	הון עצמי / סך מאזן
3.9x	2.7x	3.0x	1.8x	5.6x	N/A	6.0x	חוב פיננסי ברטו ל- EBITDA (LTM)

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

[2] החל מפברואר 2023 החברה החזיקה ב-70% מחברת אינפיניה וביוני 2023 עלתה לבעלות מלאה (100%).

[3] היחס מושפע לחיוב מהכנסות מימון משמעותיות שהוכרו בתקופה.

ורידים אינוורונמנט בע"מ (מאוחד) - EBITDA<sup>[1]</sup>. [2]

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	H1 2023	H1 2024	
156	172	146	168	170	72	96 <sup>[3]</sup>	פעילות הפסולת
4	15	17	19	13	7	6	פעילות האנרגיה
48	43	33	81	119	74	9	דיבידנד / החזר הלוואות בעלים מ-OPC
24	46	54	55	69	32	33	מפעיל מתקן ההתפלה (100%) <sup>[1]</sup>
23	25	29	32	31	19	19	דיבידנד ממתקן ההתפלה VID
23	52	33	22	28	17	11	דיבידנדים מפעילות מטמנות
-	-	-	-	119	57	97	אינפיניה
(7)	(7)	(14)	(19)	(31)	(17)	(14)	הוצאות בלתי מיוחסות ואחרות
<b>270</b>	<b>346</b>	<b>299</b>	<b>358</b>	<b>518</b>	<b>260</b>	<b>256</b>	<b>סה"כ EBITDA</b>
<b>270</b>	<b>346</b>	<b>299</b>	<b>358</b>	<b>518</b>	<b>467</b>	<b>515</b>	<b>EBITDA LTM</b>

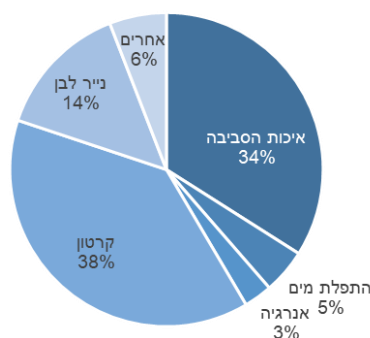
[1] הנתונים המוצגים בטבלה הינם לפי חישובי החברה ולא בהכרח זהים לנתונים לאחר התאמות מידרוג.  
 [2] החל מפברואר 2023 החברה מחזיקה ב-70% מחברת אינפיניה וביוני 2023 עלתה לבעלות מלאה (100%).  
 [3] בנטרול הוצאה חד-פעמית בשל הפרשה בגובה כ-23 מ' ש"ח.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**פעילות החברה בענף הקרטון והנייר משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון הענפי של החברה, נוכח תנודתיות גבוהה יותר וחשיפה גבוהה יותר להשפעות אקסוגניות ביחס לפעילות הפסולת של החברה, המאופיינת ביציבות ביקושים לאורך זמן**

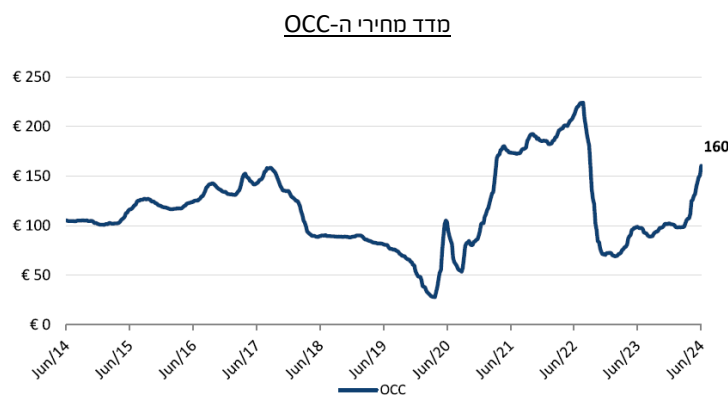
למועד הדוח, פעילות החברה כוללת חמישה מגזרי פעילות עיקריים - מגזר איכות הסביבה, מגזר התפלת המים, מגזר האנרגיה, תחום הקרטון ומגזר הנייר הלבן. כמו כן, מגזר "אחרים" הכולל בעיקר פעילות בתחום מכירת צרכי משרד וכן הכנסות מהשכרת נדל"ן. הפעילויות העיקריות של החברה הינן פעילות הפסולת (איכות הסביבה), שהיוותה כ-34% מסך היקף הכנסות החברה ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2024, וענף הקרטון, שהיווה כ-38% מההכנסות באותה תקופה. ענף הקרטון כולל איסוף ומיחזור פסולת קרטון ונייר, ייצור ומכירת גלילי נייר ממוחזר לקרטון וייצור אריזות קרטון גלי.

התפלגות הכנסות החברה בתקופה של 12 חודשים שהסתיימו ביום 30.06.2024



**ענף הקרטון הגלי** מאופיין להערכת מידרוג בסיכון עסקי בינוני-גבוה. השחקנים בענף הם בעיקר יצרנים מקומיים, והענף יחסית מוגן בפני יבוא מתחרה, בשל עלויות שינוע גבוהות ביחס לשווי המוצר ולנפחו. הענף המקומי הינו ריכוזי יחסית, כאשר בין היצרניות לא קיים בידול וערך מוסף ניכר, וחסמי הכניסה גבוהים יחסית, היות ונדרשות השקעות הוניות גבוהות על מנת לפתח מנועי צמיחה בדמות מוצרים חדשניים בטכנולוגיות מתקדמות.

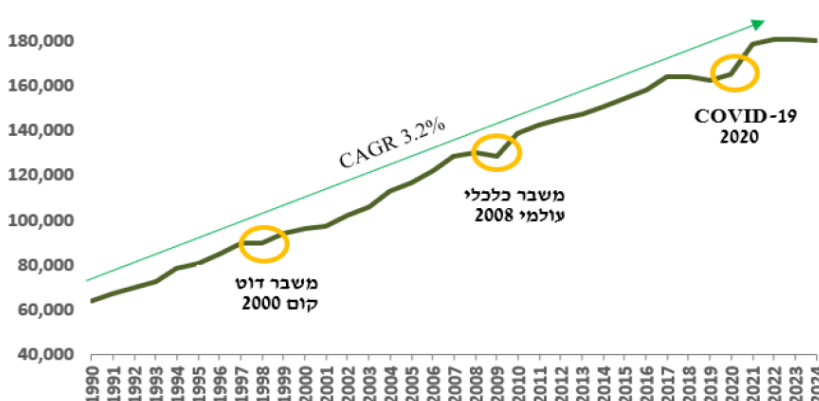
המוצרים העיקריים הינם פתרונות אריזה בסיסיים עבור ענפי התעשייה, החקלאות והמזון. כתוצאה מכך, לרמת הפעילות במשק ולהיקפי היצוא יש השפעה משמעותית על הביקוש לקרטון גלי. הענף מאופיין בגידול מתמיד בשל עלייה בצריכת הקרטון הגלי בארץ ובעולם, המושפעת מהגידול בתוצר הגולמי, העלייה ברמת החיים והגידול הטבעי באוכלוסייה. ענף הנייר בכללותו מאופיין במחזוריות ובתנודתיות במחירי התאית ופסולת הקרטון (OCC – Old Corrugated Containers), בעלויות ההובלה הימית ובשערי החליפין, כאשר היכולת של השחקנים בענף לגלגל את התייקרויות חומרי גלם ללקוח הינה מוגבלת. הביקוש בעולם לפסולת קרטון, המשמש כחומר גלם לייצור גלילי נייר לקרטון ממוחזר, והעובדה כי הפסולת ניתנת לשינוע באופן כלכלי, מייצרים שוק עולמי למסחר בפסולת קרטון (ונייר). היות ה-OCC חומר הגלם המרכזי בייצור גלילי נייר ממוחזר לקרטון, משפיעים מחיריו על מחירי המכירה של המוצר המוגמר, בעיקר בקביעת סף כדאיות ייצור כלכלי ("מחיר רצפה"). בסוף שנת 2022 החל מחזור שלילי שנבע מירידה בביקושים, עודף היצע והתייקרות האנרגיה. מחזור זה התהפך ומחירי ה-OCC טיפסו בהדרגה, כאשר נכון לסוף החציון הראשון של שנת 2024 המחיר מסתכם סביב הממוצע ההיסטורי.



מקור: RISI (FOEX), Jefferies

הביקוש למוצרי אריזה וקרטון בארץ מתאפיין בעונתיות. ענף החקלאות המהווה צרכן גדול של אריזות קרטון גלי מאופיין בעונתיות, לפיה הביקוש ברבעון הראשון והרבעון הרביעי גבוה יותר מאשר ברבעונים האחרים. בשנים האחרונות חלה עליה בביקוש למוצרי אריזה מקרטון, בין היתר כתוצאה ממודעות הגוברת לאיכות הסביבה וקיימות. המודעות לאיכות הסביבה מובילה צרכנים ויצרנים רבים בעולם להעדיף אריזות עשויות קרטון ונייר, על פני אריזות פלסטיק.

ביקוש עולמי לגלילי נייר לקרטון (אלפי טונות), 1990-2024



מקור: Numera Analytics

בתחום הנייר הלבן, חלה ירידה עקבית בביקושים בשנים האחרונות והחברות בתחום מנסות להתאים עצמן לכך.

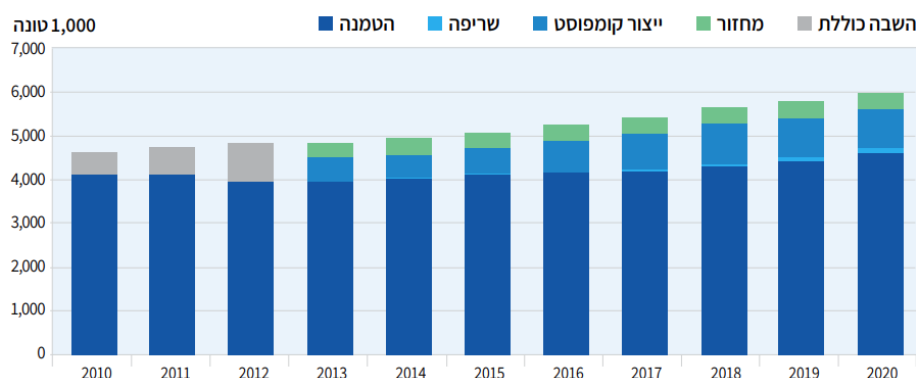
**ענף שירותי הפסולת בישראל** מאופיין ע"י מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, כאשר הסיכון הכרוך בפעילות בענף זה משתנה לאורך המקטעים השונים בשרשרת הערך, ותלוי במידה רבה ברמת התחרות ומידת החשיפה לרגולציה ממשלתית בכל מקטע. יש לציין כי לצד הסיכון, הרגולציה מהווה גם מנוע צמיחה בענף, כאשר המשרד להגנת הסביבה מעודד פיתוח של פתרונות לטיפול בפסולת בעיקר בתחומי המיחזור וההשבה. המקטעים המרכיבים את שרשרת הערך מבטאים את שלבי הטיפול השונים בפסולת: איסוף ופינוי, מיון, מיחזור, השבה והטמנה. **תת-מגזר איסוף ופינוי הפסולת**, משפיע לחיוב על הסיכון הענפי, בעזרת נראות הכנסות יציבה יחסית - בעיקר בשל התקשרויות דרך מכרזי פינוי פסולת מול רשויות מקומיות לתקופות ארוכות יחסית. מנגד, תת-מגזר זה מאופיין ברמת תחרות המוערכת על-ידינו כגבוהה, בעיקר בשל היעדר חסמי כניסה מהותיים, דבר הנובע מצרכי השקעה נמוכים. **תת-מגזר הטיפול בפסולת** מאופיין בחסמי כניסה גבוהים הקשורים להשקעות הוניות גבוהות, רגולציה, ומומחיות וידע מקצועי הנדרשים להקמת אתרי טיפול בפסולת. תרבות הצריכה המערבית הכוללת שימוש בחומרים בלתי מתכלים כגון פלסטיק וניילון בהיקפים נרחבים, ומנגד עליה במודעות לשמירה על איכות הסביבה בקרב האוכלוסייה. אלה מעודדים פיתוח של חלופות לטיפול בפסולת ובראשן מיון ומיחזור. יחד עם זאת, תמורות בשוק המיחזור הגלובאלי עשויות להשפיע על יציבות הביקוש לחומרי גלם ממוחזרים. בפעילות זו קיימת חשיבות למיקום גיאוגרפי בשל עלויות גבוהות של שינוע פסולת. **תת-מגזר ההטמנה** מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון נמוכה ביחס לתת-מגזר פינוי הפסולת, ומאופיין בחסמי כניסה גבוהים הנובעים ממדיניות נוקשה של המשרד להגנת הסביבה בנוגע לפתיחת אתרי הטמנה, בשל השאיפה לצמצם פעילות זו ולעודד חלופות כגון מיחזור, בין היתר בשל ההשפעות החיצוניות השליליות של פעילות ההטמנה וכן היצע שטחי הטמנה מוגבל. לדברי החברה, בשנים האחרונות, המשרד להגנת הסביבה החל באכיפה הדוקה של סגירת מטמנות בלתי חוקיות, אשר הובילה לעליה בביקוש למטמנות החוקיות הפרוסות ברחבי הארץ. חוק שמירת הניקיון קובע היטל על הטמנת פסולת, כאשר הכספים ישמשו לפיתוח, להקמה, ולייעול אמצעים חלופיים להטמנה, שפגיעתם בסביבה פחותה, ולעידוד השימוש בהם. בינואר 2024 עודכנו תעריפי ההיטלים, כך שסכום היטל ההטמנה באתר לסילוק פסולת מסתכם ב-121.14 ש"ח לטון.

הענף מספק מענה לצרכים בסיסיים וחיוניים למדי למגוון רחב של רשויות מקומיות ולקוחות פרטיים, המאופיינים ברמת ביקושים יציבה וצמיחה עקבית בהיקף הפסולת המיוצרת ואינם חשופים לאיום מצד שירותים תחליפיים, שינויי טעמי צרכנים ומשתנים אקסוגניים נוספים בעלי מאפיינים תנודתיים. הענף חסין גם למשברים ואף בתקופת הקורונה לא רשם פגיעה בתוצאותיו. יש לציין כי מדובר בענף מקומי וככזה הינו בעל פוטנציאל צמיחה מוגבל, המתואם במידה רבה עם קצב גידול האוכלוסייה. כמו כן, שינויים טכנולוגיים עלולים להעיב על הענף.

על-פי נתוני המשרד להגנת הסביבה,<sup>4</sup> מדי שנה מיוצרים בישראל כ-6.19 מיליון טון פסולת עירונית ומסחרית, כמות אשר גדלה בשיעור שנתי ממוצע של כ-1.8%, מתאים לקצב גידול האוכלוסייה. בשנים האחרונות חלה עליה מתונה בשיעור המיחזור בישראל, כאשר בשנת 2022 הסתכם שיעור המיחזור על כ-24.3%. בהתאם לתוכנית האסטרטגית לטיפול בפסולת עד לשנת 2030, המטרה היא להעלות את כמויות הפסולת שאפשר לטפל בה במיחזור לרמה של כ-51% מכלל הפסולת הנוצרת. זאת במקביל לאסטרטגיה להפחתת שיעור ההטמנה מכ-80% בשנת 2020 לכ-20% בלבד בשנת 2030, אשר סביר שתהיה כרוכה בהעלאת היטלי ההטמנה.

היעדים האסטרטגיים שהציבה הממשלה בתחום, בדגש על שלבי המיון והטיפול, יחד עם הביקוש הקשיח והיציב המתואם במידה רבה עם קצב הגידול באוכלוסייה, תומכים בצמיחה של הענף לאורך זמן. כחלק ממדיניות המשרד להגנת הסביבה בשנים האחרונות, מעודד המשרד להגנת הסביבה הקמת אמצעים חלופיים להטמנת פסולת ובכלל זה מקדם הקמה והפעלה של מתקני מיון. במסגרת זו, בחודש מאי 2018 פרסמה הקרן לשמירת הניקיון במשרד להגנת הסביבה שני קולות קוראים: האחד - קול קורא לתמיכה בהקמה ושדרוג של מתקני מיון לפסולת עירונית והשני - קול קורא לתמיכה בהפעלת מתקני מיון לפסולת עירונית.

<sup>4</sup> מקור: [https://www.gov.il/he/pages/waste\\_facts\\_and\\_figures](https://www.gov.il/he/pages/waste_facts_and_figures)

פסולת עירונית שנאספה, לפי סוג הטיפול, 2010-2020<sup>5</sup>

מקור: דוח ה-OECD, סקירת הביצועים הסביבתיים של ישראל 2023

### הפרופיל העסקי נתמך בגיוון ופיזור פעילויות סינרגטיות עם נתחי שוק משמעותיים

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי בולט לטובה ובנתחי שוק מהותיים במגזרי הפעילות השונים. רכישת אינפיניה תרמה לחיזוק הפרופיל העסקי עם הרחבת היקף הפעילות של החברה ושיפור פיזור הפעילות עם הוספת פעילויות קרטון ונייר לבן, תוך יצירת סינרגיה מול הפעילויות הקיימות והתייעלות תפעולית בפעילויות שנרכשו.

נכון למועד הדוח, פעילות החברה כוללת חמישה מגזרי פעילות עיקריים - מגזר איכות הסביבה, מגזר התפלת המים, מגזר האנרגיה, תחום הקרטון ומגזר הנייר הלבן. כמו כן, מגזר "אחרים" הכולל בעיקר פעילות בתחום מכירת צרכי משרד וכן הכנסות מהשכרת נדל"ן.

להערכת מידרוג, גיוון ופיזור הפעילויות השונות תורם ליציבות פעילות החברה. כך, לחברה אין תלות בלקוח עיקרי, כאשר הכנסות החברה מהלקוח העיקרי בשנת 2023 (ממגזר איכות הסביבה) הסתכם בפחות מכ-5% מסך הכנסות החברה לאותה שנה (כ-13% מהכנסות מגזר איכות הסביבה של החברה). כמו כן, פעילויות החברה הינן סינרגטיות ומאפשרות מתן מענה מקיף למגוון לקוחות ושליטה על שרשרת הערך בתחומי הפסולת, המיחזור והקרטון.

ורידים פועלת לאורך שרשרת הערך במגזר שירותי הפסולת, מאפיין אשר מקנה לה מעמד עסקי חזק, וניצול יתרונות לגודל. לחברה מערך איסוף ופנוי של פסולת עירונית מבוסס ובפריסה ארצית רחבה, לצד מתקנים מהמתקדמים בעולם לצורך מיון וטיפול בפסולת, כדוגמת מתקן ה-RDF (דלק תוצר פסולת) בחייריה ומתקן המיון החדש בעפולה, לצד אחזקה במספר מטמנות ברחבי הארץ, בין היתר במטמנת "אפעה" הגדולה בישראל. כל אלו מאפשרים לחברה להציע סל רחב של שירותים המשלימים זה את זה בתחומי האיסוף והטיפול בפסולת. היכולת של החברה לפעול לאורך כל מקטעי שרשרת הערך בענף, תוך ניצול יתרונות לגודל, משאבים קיימים וגישה למקורות מימון, מקנים לה יתרון יחסי ע"פ המתחרים השונים בענף, ומחזקים את מעמדה התחרותי המוביל בשוק המקומי.

ורידים מעריכה כי היא שחקן גדול בתחום פינוי וטיפול בפסולת, כאשר בתחום זה פועלים בעיקר קבלנים פרטיים. בהתאם לדירוג Duns 100 לשנת 2024, החברה הינה חברת שירותי טיפול, פינוי ומיחזור פסולת הגדולה בישראל. דירוג זה נשען על היקף ההכנסות הכולל של החברות בתחום, אם כי גם היקף הכנסות החברה ממגזר איכות הסביבה בלבד (כ-925 מ' ש"ח לשנת 2023) גבוה משמעותית מהיקפי ההכנסות של יתר החברות בדירוג. לקוחות החברה כוללים בעיקר רשויות מקומיות ואיגודי ערים בעלי תקציבים גדולים יחסית ויצבים אך מאופיינים בימי אשראי ארוכים ומכבידים. הביקוש היציב בענף, לצד פעילות בחוזים בעלי טווחי זמן בינוניים-ארוכים, תורמים להערכתנו לנראות הכנסות החברה.

אינפיניה הינה שחקנית דומיננטית בשוק מוצרי הנייר והקרטון בארץ, בעלת נתחי שוק משמעותיים בארץ במגזרי פעילותה השונים ולקוחות מפוזרים (אין תלות בלקוח עיקרי). בחלק ממגזרי פעילותה מוכרזת אינפיניה כמונופול. מעמדה העסקי של החברה נשען על יכולות ייצור גבוהות, ופיזור מוצרים הפונים למגוון רחב של לקוחות. נכון לשנת 2023, לאינפיניה נתח שוק מוערך של כ-60% בתחום

<sup>5</sup> פסולת עירונית כוללת פסולת ביתית ופסולת דומה הנאספת על ידי הרשויות המקומיות או מטעמן. היא כוללת פסולת גושית ואינה כוללת פסולת בניין ופסולת שפכים.



איסוף פסולת הקרטון וכ-50% בתחום ייצור גלילי נייר לקרטון. כמו כן, עם רכישת אינפיניה, לחברה אינטגרציה אנכית עם החטיבות השונות.

עם רכישת אינפיניה, החלה החברה בפעולות להתייעלות תפעולית ויצירת סינרגיה אנכית בקבוצה. צעדי ההתייעלות כוללים, בין היתר, מינוי הנהלה חדשה לחלק מהחברות באינפיניה וצמצום בכוח-אדם, יחד עם מתן שירותים על-ידי ורידיס (כגון תחבורה, רכש ועוד), וכן בוצעו עדכוני הסכמים מול לקוחות וספקים. בהתאם למצוין בדוח הכספי לשנת 2023 של החברה, כתוצאה ממהלכים אלה כבר במהלך הרבעון הראשון לשנת 2024 עלויות תחום הקרטון ירדו והגמישות התפעולית השתפרה, דבר שלדברי החברה יביא לשיפור בתוצאות התחום.

לצד פעילות החברה לאורך שרשרת הערך במגזר שירות הפסולת, לחברה אחזקות נוספות במגזרי המים והאנרגיה אשר תורמות גם כן למיצובה העסקי והפיננסי - אחזקה בחברת OPC ישראל (20%), במתקן ההתפלה באשקלון (50%) ומפעיל מתקן ההתפלה ADOM (100%)<sup>6</sup>, גורם חיובי בדירוג בשל היותן אחזקות בפרויקטים בעלי חשיבות משקית גבוהה המאופיינים על-ידי מידרוג בפרופיל אשראי גבוה, לצד נראות דיבידנדים טובה התורמים לפיזור ויציבות ההכנסות. יצוין, כי תקופת הזיכיון במתקן ההתפלה באשקלון צפויה להסתיים בשנת 2027.

### **היקפי הכנסות החברה צמחו בעקבות עסקת אינפיניה ותומכים בפרופיל העסקי; הפסדים תפעוליים מפעילות אינפיניה מכבידים על הפרופיל הפיננסי, וצפויים לעבור לרווחיות בהדרגה במהלך שנות התחזית**

היקף הכנסות החברה (מאוחד) צמחו משמעותית, בעיקר כתוצאה מאיחוד פעילות אינפיניה החל מהרבעון הראשון של שנת 2023. כך, סך ההכנסות (במאוחד) לתקופה של 12 חודשים שהסתיימו ביום 30.06.2024 הסתכמו בכ-2.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-2.5 מיליארד ש"ח בשנת 2023 (אינפיניה אוחדה כאמור במהלך השנה) וכ-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2022 (טרם איחוד אינפיניה).

שיעור הרווח התפעולי (LTM) במאוחד הסתכם ליום 30.06.2024 בכ-1.1% בלבד (כ-0.6% בשנת 2023 וכ-9.3% בשנת 2022). שיעור זה מושפע באופן ניכר מהפסדים תפעוליים מפעילות אינפיניה (הפסדי מגזרי הפעילות קרטון, נייר לבן ו"אחרים"), שהסתכמו (LTM) ליום 30.06.2024 בכ-45 מ' ש"ח, לעומת כ-73 מ' ש"ח הפסדים בשנת 2023. התמתנות הפסדים התפעוליים עשויה להצביע על תחילת מגמת התייצבות תפעולית בפעילות, הנובעת בין היתר מהתייעלות תפעולית ומרוח גבית בשוק הקרטון, אם כי, מגמה זו צפויה לקחת יותר זמן מהצפוי להערכת מידרוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מתבסס, בין היתר, על ההנחות הבאות: (1) המשך מגמת הגידול בהיקף הפסולת המיוצרת בישראל מדי שנה, עלייה הנובעת משילוב של גידול באוכלוסייה במקביל לעלייה בצריכה הפרטית. (2) שמירה על יציבות ברווחיות הגולמית במגזר הפסולת. לעניין זה, יצוין כי שיעור הרווחיות הגולמית במגזר נשחק במעט נוכח העלאת היטלי הטמנה (12.2% בשנת 2023 לעומת 13.4% בשנת 2022), השפעה המתמתנת על-ידי גידול בהכנסות כתוצאה מהגדלת מענקים לטיפול בפסולת. (3) יציבות תוצאות תפעוליות מגזר המים. (4) המשך פירעון הלוואת בעלים שניתנה ל-OPC בהיקפים של כ-85-90 מ' ש"ח בשנה, כאשר לאחר פירעון מלא של הלוואת הבעלים אנו מניחים חלוקה בהיקף דומה בצורה של דיבידנדים. (5) שמירה על היקף הדיבידנדים מהמטמנות ביחס לשנת 2023 במוצאע בשנים 2024-2025. (6) אינפיניה - עלייה במחירי הקרטון הנמכרים לאור המגמה החיובית בענף. כמו כן, אנו מניחים צמיחה בכמויות הנמכרות, כתוצאה ממגמות השוק וכן נוכח הסבת מכונה 4 לייצור גלילי נייר חום, בנוסף לגלילי נייר לבן. בנוסף, אנו מניחים תחילת הנבה של תכנית ההתייעלות באינפיניה והשפעת הסינרגיה עם ורידיס, וכתוצאה מאלו שיפור ברווחיות במהלך שנות התחזית, ובפרט מעבר מהפסד תפעולי לרווחיות תפעולית בפעילות אינפיניה, החל משנת 2024.

להערכתנו, היקף ההכנסות במגזר איכות הסביבה ינוע בטווח של כ-1,000-900 מ' ש"ח בשנות התחזית, זאת ביחס לכ-926 מ' ש"ח בשנת 2023 וכ-869 בשנת 2022. סך הכנסות המגזר בחציון הראשון של שנת 2024 הסתכמו בכ-429 מ' ש"ח, כאשר היקף זה הושפע, בין היתר, מהפרשה חד-פעמית בגובה של כ-23 מ' ש"ח שהוכרה ברבעון הראשון של שנת 2024 בגין מענקים משנת 2022, ואובדן

<sup>6</sup> במהלך חודש אוקטובר 2020 רכשה החברה את מלוא השליטה במפעיל מתקן ההתפלה ADOM בעלות של כ-106 מ' ש"ח, טרום הרכישה החזקת החברה הסתכמה בכ-59.5%.

הכנסות מסגירה זמנית של אתר טיפול משואה ופגיעה בכמויות פסולת המטופלות בשני מתקני המיזן במהלך החציון הראשון של שנת 2024, אשר מידרוג מעריכה בכ-40-35 מ' ש"ח. נציין כי העלויות של תחום הפסולת כוללות בעיקר עלויות הטמנה, הוצאות אחזקה ופחת והפחתות נוכח חידוש צי משאיות. לחברה גידור חלקי כנגד עלויות ההטמנה נוכח החזקה חלקית במטמנות הגדולות, וכן חלק מהחוזים צמודים להיטלי ההטמנה או למדד. תחומי איסוף ומיזן/מיחזור הפסולת והמטמנות תורמים את עיקר הרווח.

שיעור הרווח התפעולי במגזר איכות הסביבה נשחק במהלך החציון הראשון של שנת 2024, והסתכם בכ-10.4% בחציון (כ-12.2% בשנת 2023 וכ-13.4% בשנת 2022), שחיקה שמקורה, בין היתר, בהעלאת היטלי ההטמנה, וכן בהפרשה בגין 2022 ובהשבתת מתקני המיזן ואתר משואה כאמור. שיעור זה צפוי להערכת מידרוג להסתכם בכ-7.5%-8.5% בשנות התחזית.

החל מהרבעון הראשון בשנת 2023 ורידיס מאחדת בדוחות הכספיים את אינפיניה, הכוללת שני מגזרי פעילות חדשים - קרטון ונייר לבן (וכן מגזר "אחרים" הכולל בעיקר פעילות בתחום מכירת צרכי משרד וכן הכנסות מהשכרת נדל"ן). אינפיניה מחזיקה מספר מפעלים והיקף עלויותיה הקבועות יחסית גבוה והוא כולל עלויות כוח אדם, פחת, אנרגיה וכדומה. רווחיות החברה מושפעת בין היתר מתמהיל המכירות לשוק המקומי ולחו"ל, כאשר המכירות לשוק המקומי מאופיינות ברווחיות גבוהה מהמכירות לייצוא. הרווחיות הינה תנודתית ותלויה במידה רבה בביקוש העולמי לקרטון, אשר משפיע על המחירים ועל הכנסות החברה שמרכיב העלויות הקבועות בה גבוה ולפיכך בתקופות בהן מחירי הקרטון נמוכים רווחיות החברה נשחקת ולהיפך.

נוכח מגמות השוק שתוארו לעיל, יחד עם הסבת מכונה 4 שתאפשר ייצור של גלילי נייר חום - תחום רווחי ביחס לנייר הלבן (המהווה תחום הפסדי בשנים האחרונות) ותוכנית ההתייעלות התפעולית של החברה באינפיניה, מידרוג מעריכה כי פעילות אינפיניה תהפוך רווחית במהלך שנות התחזית, אם כי בקצב איטי מהצפוי. תוכנית ההתייעלות כוללת, בין היתר, הוזלת עלויות רכש, סינרגיות עם מערך האיסוף של ורידיס, צמצום משרות וחסכון בכוח אדם, כמו גם עדכוני חוזים קיימים מול עובדים ומול ספקים ולקוחות.

מגזר הקרטון הציג הפסד תפעולי של כ-8.6 מ' ש"ח בחציון הראשון של שנת 2024, וכלל הפסד תפעולי זניח של כ-106 מ' ש"ח בלבד במהלך הרבעון השני, זאת לעומת הפסד של כ-18.5 מ' ש"ח בחציון המקביל אשתקד (שבמהלכו, כאמור, אינפיניה אוחדה לראשונה), והפסד של כ-59 מ' ש"ח בשנת 2023. תוצאות אלה עשויות להצביע על תחילת מגמת ההיפוך ברווחיות פעילות הקרטון.

מידרוג מעריכה כי שיעור הרווח התפעולי מפעילות אינפיניה יסתכם במהלך שנות התחזית בכ-2%-3%, ביחס להפסד תפעולי בשנת 2023, כאשר לאורך זמן, מידרוג מניחה תנודתיות ברווח בין השנים, בין היתר לאור השונות בתוצאות המגזרים. מגזר הקרטון (המגזר העיקרי הכולל את כל שרשרת הערך של הקרטון) להערכתנו ירשום הכנסות מחיצוניים בטווח של 1.2-1 מיליארד ש"ח בכל אחת מהשנים 2024-2025, בהשוואה לכ-1 מיליארד ש"ח בשנת 2023 וכ-1.2 מיליארד ש"ח בשנת 2022. להערכתנו, המגזר יהפוך במהלך שנות התחזית לרווחי, כאשר שיעור הרווח התפעולי בו ינוע סביב כ-6%. מגזר הנייר הלבן להערכתנו ירשום הכנסות מחיצוניים בהיקף של כ-425-435 מ' ש"ח בשנות התחזית, ולא צפוי רווח תפעולי ממנו אלא הפסד זניח ביחס לפעילות החברה.

עוד מעריכה מידרוג, כי פעילות מגזר המים תראה יציבות במהלך שנות התחזית, עם EBITDA מגזרית (כולל דיבידנדים מ-VID) של כ-95-100 מ' ש"ח בשנה (כ-99 וכ-87 מ' ש"ח בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה). פעילות האנרגיה צפויה לתרום EBITDA (כולל דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים מ-OPC) של כ-100-105 מ' ש"ח בשנה במהלך שנות התחזית (כ-131 וכ-98 מ' ש"ח בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה).

להערכתנו, היקף ההכנסות המאוחד של ורידיס צפוי להסתכם בשנות התחזית בכ-2.7-2.9 מיליארד ש"ח בשנה, ביחס לכ-2.5 מיליארד ש"ח בשנת 2023 (יצוין כי אינפיניה אוחדה לראשונה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2023 והיקף זה לא משקף הכנסות שנה שלמה), ולבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. שיעור הרווח התפעולי המאוחד צפוי להסתכם בכ-4%-5% בממוצע.

## יחסי המינוף והכיסוי שנשחקו משמעותית כתוצאה מעסקאות אינפיניה ו-OPC, צפויים לשיפור הדרגתי במהלך שנות

### התחזית כתוצאה מגידול ב-EBITDA במקביל להקטנת החוב הפיננסי וצפי לגיוס הון

ליום 30.06.2024, החוב הפיננסי של החברה (לאחר התאמות מידרוג) הסתכם בכ-2.9 מיליארד ש"ח, מתוכו חוב סולו של כ-850 מ' ש"ח הלוואות מבנקים ומוסדי וכ-150 מ' ש"ח הלוואות בעלים, כאשר התאמות מידרוג לחוב כוללות, בין היתר, כ-300 מ' ש"ח התחייבויות בגין חכירה וכ-55 מ' ש"ח חלק החברה בחוב VID. סך החוב הפיננסי המותאם של החברה לימים 31.12.2023 ו-31.12.2022 הסתכם בכ-2.9 מיליארד ש"ח וכ-636 מ' ש"ח, בהתאמה.

יחס חוב ל-EBITDA מותאם של החברה ל-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2024 הסתכם ב-6, לעומת יחסים של 5.6 ו-1.8 בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה. שחיקה זו נובעת כאמור מהגידול בהיקף החוב של החברה, ובעיקר מהחוב הפיננסי שנטלה החברה לצורך עסקאות אינפיניה ו-OPC, יחד עם החוב המאוחד של אינפיניה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA של החברה צפוי כאמור להשתפר במהלך שנות התחזית, כאשר בין הגורמים העיקריים נמנה שיפור משמעותי הצפוי ב-EBITDA מפעילות אינפיניה, הצפוי לנבוע, בין היתר, מיישום תוכנית ההתייעלות הצפויה לתרום לרווחיות הפעילות, במקביל לעליות במחירי הקרטון התומכים בפעילות המגזר וצפויים לתרום לרווחיות תפעולית בו. להערכת מידרוג, ה-EBITDA מיתר הפעילויות צפוי להיוותר יציב במהלך השנים 2024-2025 ביחס להיקפים בשנת 2023, כאשר (1) ה-EBITDA ממגזר האנרגיה צפוי להיות מעט נמוך יותר, בעיקר נוכח הערכת מידרוג לתקבולים נמוכים במעט מ-OPC (כ-85-90 מ' ש"ח בשנה ביחס ל-119 בשנת 2023). (2) ה-EBITDA ממגזר התפלת מים (כולל דיבידנדים מ-VID) צפוי להיוותר יציב ביחס לשנת 2023. (3) תוצאות פעילות מגזר איכות הסביבה (לרבות דיבידנדים ממטמנות) צפויות להערכת מידרוג להיוותר יציבות ביחס לשנת 2023, כאשר שנת 2024 צפויה להראות שחיקה קלה נוכח הוצאה חד פעמית בשל הפרשה בגין מענקי שנת 2022 ובשל סגירה זמנית של אתר הטיפול ופגיעה בכמויות בשני מתקני המיון ואובדן הכנסות נגזר. בהתאם לאמור, היקף ה-EBITDA צפוי להערכת מידרוג להסתכם בכ-595-615 מ' ש"ח בשנת 2024 ובכ-635-655 מ' ש"ח בשנת 2025, בהשוואה לכ-514 מ' ש"ח בשנת 2023. יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA צפוי להסתכם בשנת 2024 בכ-4.5-5.0 לעומת 6 ו-5.6 בחציון ראשון 2024 (LTM) ובשנת 2023, בהתאמה, כאשר בשנת 2025, במקביל לצפי הגידול ב-EBITDA, מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך להקטין את היקפי החוב הפיננסי, בין היתר באמצעות גיוס הון. מידרוג נתנה משקל להיקפי החוב הקיימים והצפויים בשנת 2024. מידרוג לא צופה חלוקת דיבידנדים על-ידי החברה במהלך שנות התחזית.

הכרית ההונית של החברה הסתכמה ביום ה-30.06.2024 בכ-1.8 מיליארד ש"ח (כ-1.9 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2023). יצוין, כי ביום 30.06.2024 החברה דיווחה בדוחותיה הכספיים על כוונתה לגייס הון בסך של כ-300 מ' ש"ח במהלך השנה הקרובה ועל כוונת בעלת השליטה להשתתף בגיוס הון כאמור בסכום שלא יפחת מסכום הלוואות בעלים שניתנה בסך של כ-150 מ' ש"ח (ובכך, הלכה למעשה, תמיר את יתרת החוב - כולל ריבית צבורה - להון). לאור זאת, מידרוג הניחה בתרחיש הבסיס גיוס הון של כ-150 מ' ש"ח לפחות. בהתאם לאמור, יחס הון עצמי למאזן צפוי להערכת מידרוג להשתפר בהדרגה, ולהסתכם בכ-33%-35%, יחס הולם לרמת הדירוג.

יחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון, אשר נשחק נוכח "תנועת מלחציים" מצד הוצאות המימון, עם הגידול המשמעותי בהיקפי החוב כתוצאה מעסקאות אינפיניה ו-OPC ובמקביל לעליית שיעורי הריבית בשוק, צפוי להשתפר מעט עם השיפור הצפוי בשיעורי הרווחיות התפעולית ובמקביל לצעדי החברה להקטנת החוב הפיננסי, אך להסתכם בכ-1 בממוצע במהלך שנות התחזית, יחס שאינו הולם את רמת הדירוג ומעיד על הפרופיל הפיננסי של החברה.

## גמישותה הפיננסית של החברה מושפעת לטובה ממסגרות אשראי פנויות בהיקפים משמעותיים ומחויבות החברה להקטנת חוב

גמישותה הפיננסית של החברה מוטה לחיוב מגיוון מקורות מימון ומיתרת מסגרות אשראי מחייבות ופנויות, שהסתכמו ליום 30.06.2024 בסך של כ-252 מ' ש"ח. יצוין, כי המסגרות הפנויות הן ברמת החברות המוחזקות, ואין מסגרות פנויות ברמת הסולו.

החברה שומרת להערכתנו על מדיניות איזונים ובלמים נאותה למרות העסקאות המשמעותיות שבוצעו בשנה האחרונה, אשר לוו בהגדלת המינוף, כאשר מנגד ביצעו הנפקת הון בהיקף משמעותי, כאשר הצהרות החברה לגבי מדיניות הירידה בשיעורי המינוף, ובפרט על כוונתה לבצע גיוס הון בסך של כ-300 מ' ש"ח במהלך השנה הקרובה, מעידות על כך. כאמור, תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הערכה כי החברה תגייס כ-150 מ' ש"ח לפחות, וזאת בהתאם להצהרת החברה לגבי כוונת חברת האם להשתתף בגיוס ההון בסכום שלא יפחת מסכום זה, שהועמד על-ידה לאחרונה כהלוואת בעלים לחברה, ובכך, הלכה למעשה, תמיר הלוואה זו להון.

יצוין, כי מבנה החוב של החברה גוזר נחיתות מבנית להתחייבויות המנפיק על פני התחייבויות בחברות הבנות ורידיס תחנות כוח בע"מ, ורידיס איכות הסביבה ישראל בע"מ ואינפיניה בע"מ, זאת בהיותו נשען על חלוקת דיבידנדים ו/או החזר הלוואות בעלים מהחברות הבנות. נזילות החברה בסולו מתבססת על קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות כאמור. להערכתנו, תנודתיות הרווח של אינפיניה הינה גבוהה גם נוכח פרמטרים אקסוגניים, אלו מעיבים על הרווחיות הכוללת של הקבוצה ועל נראות התזרים מפעילות זו. עם זאת, יישום תוכנית התייעלות וסינרגיה אנכית על-ידי החברה, במקביל לרוח גבית ממגמות חיוביות בשוק הקרטון, צפויות לתרום לרווחיות הפעילות בשנות התחזית. להערכת מידרוג, הנחיתות המבנית של חוב הסולו מתמתנת בשל פיזור גיוון הפעילויות ויציבות ההכנסות מהן.

### שיקולים נוספים לדירוג

#### קירבה לאמת מידה פיננסית ועומס פירעונות משליכים לשלילה על פרופיל הסיכון, אם כי מתמתנים במידה מסוימת נוכח הגמישות הפיננסית, הנתמכת גם באחזקת החברה ב-OPC

נוכח הסיבה המאתגרת בה מצויה אינפיניה מתחילת שנת 2023, קיבלה החברה ביום 14.8.2023 הקלה זמנית (waver) מהבנקים המממנים לטובת הלוואות לרכישת אינפיניה, בקשר עם אמת מידה פיננסית, על-פיה החוב הפיננסי המאוחד נטו ל-EBITDA לא יעלה על 4.5. על-פי ההקלה, היחס לא יעלה על 5.5 לתקופה של כשנתיים, קרי עד ליום 31.12.2024 (החל מהבדיקה ליום 30.06.2025 ואילך היחס הנדרש הינו 4.5 כפי שהיה במקור). להערכת מידרוג, המתבססת, בין היתר, על תחזיות החברה, החברה צפויה לעמוד באמות המידה הפיננסיות, אם כי הרקע להקלה זו משליך להערכת מידרוג על פרופיל הסיכון של החברה. יודגש כי קירבה ו/או הפרה של אי-אילו מאמות המידה הפיננסיות עלולה להשליך לשלילה על הדירוג.

כמו כן, לחברה עומס פירעונות בשנת 2025, ובפרט פירעון "בולט" של הלוואה בסך כ-195 מ' ש"ח בדצמבר 2025, באופן שעלול להשליך לשלילה על אמת מידה פיננסית בקשר עם יחס כסוי שבין דיבידנדים והחזר הלוואות בעלים (סולו) בניכוי הוצאות הנה"כ נטו (סולו) לבין חלויות שוטפות של חוב (סולו), וכן עלול להשליך לשלילה על סיכון מימון מחדש. מנגד, אחזקת החברה ב-OPC ישראל, המהווה אחזקה פיננסית, תורמת לגמישות הפיננסית, כאשר אחזקה זו מייצרת תזרים משמעותי וכן מאפשרת להערכת מידרוג גמישות לנטילת חוב פיננסי נוסף במידת הצורך.

#### תמיכת בעלים מהווה גורם חיובי בדירוג

אנו מעריכים נכונות לתמיכה של בעלת השליטה בחברה (חברת דלק מערכות רכב בע"מ) אשר מחזיקה נכון למועד הדוח 50.07% ממניות ורידיס, כפי שבאה לידי ביטוי בהשתתפות בהנפקת הון המניות לטובת עסקת רכישת 70% ממניות אינפיניה בפברואר 2023 והזרמה של סכום של 500 מ' ש"ח. בהמשך בעלת השליטה דוללה משיעור של כ-55% ל-50.07% עם הנפקת המניות לקרן תשי" בעסקת המשך לרכישת 30% ממניות אינפיניה. בנוסף, סיפקה בעלת השליטה הלוואת בעלים בהיקף של כ-150 מ' ש"ח במהלך הרבעון השני של שנת 2024, ששימשו את החברה לפירעון הלוואות קיימות על מנת להקל, בין היתר, על עמידתה באמות מידה

פיננסיות מול המממנים (הלוואת הבעלים תסווג לצורך חישובי אמות המידה כהון חלף חוב פיננסי). הלוואת בעלים זו תיפרע במקרה של הנפקת הון על-ידי החברה, כאשר בהתאם לדיווחי החברה, בכוונתה להנפיק הון במהלך 12 החודשים העוקבים לקבלת הלוואה, וכן בעלת השליטה הודיעה על כוונתה להשתתף בהנפקת הון כאמור בהיקף שלא יפחת מהיקף הלוואת הבעלים (קרן וריבית), כך שתומר הלכה למעשה להון בעת הנפקת הון על-ידי החברה. יצוין, כי נוכח תמיכת חברת האם בעבר ונוכח הצהרת הכוונות כאמור, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גיוס הון במהלך שנת 2025 לכל הפחות בגובה הלוואת הבעלים לצורך פירעונה והסבתה בפועל להון. דלק רכב פועלת בענף יבוא הרכבים ומחלקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים מדי שנה. בהיותה בעלת צרכי השקעות בהיקפים נמוכים יחסית, להערכתנו ביכולתה להמשיך לתמוך בחברה בעת הצורך. תמיכתה גם מאפשרת לחברה נגישות למקורות מימון נוספים.

### שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית. כחברה יצרנית, פעילות הייצור של החברה כרוכה בהשפעות חיצוניות שליליות על הסביבה. החברה נוקטת במספר דרכים על מנת לצמצם את הפגיעה בסביבה, וביניהן: צמצום השימוש בחומרים מזהמים, ייצור ירוק וייצור מעגלי באינפינייה (איסוף קרטון, מיחזור, עיבודו ומכירתו כאריזות ללקוחות).

להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים חברתיים הינה נמוכה.

ביחס להיבטי ממשל תאגידי, יצוין כי החברה ובעל השליטה נמצאים כיום תחת חקירה של המשטרה הירוקה של המשרד להגנת הסביבה ומשטרת ישראל בגין חשד לכאורה כי קומפוסט שיצא מאתר משואה מהווה למעשה פסולת והוטמן באופן לא חוקי במסווה של קומפוסט בשטחים בבקעת הירדן. אין בידי החברה מידע מהותי נוסף אודות מהות החקירה ונסיבותיה ולכן אין באפשרותה להעריך את השלכות החקירה. לעמדת החברה היא פעלה על פי הדין ויש לה טענות טובות. מידרוג תמשיך לבחון את השפעת החקירה על החברה ועל הממשל התאגידי שלה.

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.06.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	סביבת הפעילות
Aa.il	2.7-2.9	Aa.il	2.7	היקף הכנסות LTM (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	רווחיות
A.il	5%-4%	Ba.il	1.1%	שיעור רווח תפעולי LTM	פרופיל פיננסי
A.il	35%-33%	A.il	32%	הון עצמי / מאזן	
A.il	4.5-5.0	Baa.il	6	חוב / EBITDA LTM <sup>[2]</sup>	
Baa.il	~1	B.il	0.2	רווח תפעולי / הוצאות מימון LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
					<b>דירוג נגזר</b>
					<b>דירוג בפועל</b>
A2.il		A2.il			

[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.

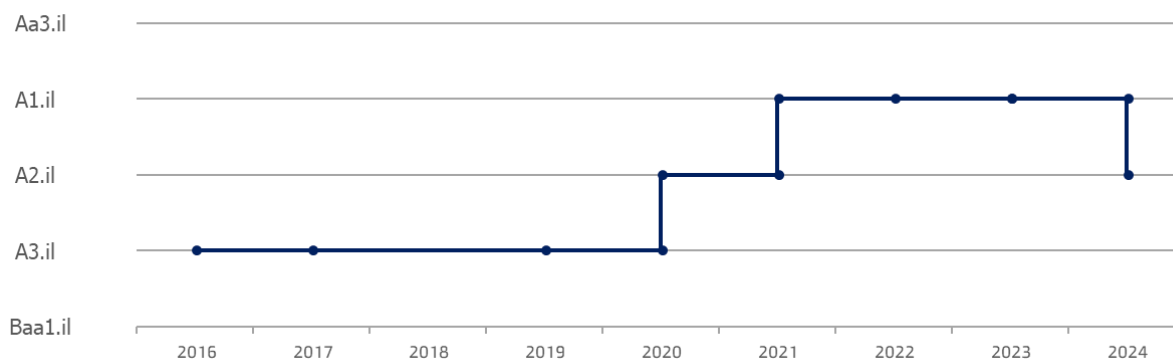
[2] EBITDA כולל דיבידנדים מחברות כלולות לאור מהותיות הסכומים והיותם פרמנטים.

## אודות החברה

ורידים אינוירונמנט בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת בחמישה מגזרי פעילות עיקריים: (1) מגזר שירותי איכות הסביבה (פסולת) - הפעלת מערך איסוף של פסולת ביתית ותעשייתית בפריסה גיאוגרפית רחבה. מערך מיון וטיפול בפסולת הכולל, בין היתר, מתקן לטיפול בפסולת מסוכנת ברמת חובב (באמצעות אקוסול ישראל פתרונות אקולוגיים בע"מ), מתקן לייצור דלק מוצק (RDF) מפסולת מעורבת בחרייה, מתקן מיון פסולת בעפולה, מתקנים לייצור דשן (קומפוסט לשימוש חקלאי) / טיפול בפסולת אורגנית ופעילות במגזר הטמנת פסולת הכוללת אחזקה (25%) ותפעול מלא של מטמנת אפעה, אחזקה (33.33%) במטמנת מממ (גני הדס), אחזקה (49%) במטמנת עברון, תפעול מלא של מטמנת משואה ותפעול מלא של קומפוסטבע (קומפוסט אורגני מפרש בעלי חיים). (2) מגזר הקרטון - המגזר כלול בחברת אינפיניה וכולל איסוף, מיחזור, ייצור ומכירת נייר לקרטון ואריזות קרטון. (3) מגזר הנייר הלבן - כלול באינפיניה וכולל ייצור ושיווק ניירות כתיבה והדפסה. (4) מגזר המים - כולל אחזקה (50%) בזכיון מתקן ההתפלה באשקלון (להלן: "מתקן ההתפלה") הפועל משנת 2005, בעל קיבולת ייצור של כ-120 מיליון קוב ואחזקה (100%) בחברת התפעול של מתקן ההתפלה (החל מאוקטובר 2020 מחזיקה ב-100% חלף 59.5% בהן החזיקה החברה עד לחודש זה). (5) מגזר האנרגיה: אחזקה (20%) ב-OPC ישראל וכן פעילות מגוונת בתחום האנרגיה הכוללת מתן שירותי התייעלות אנרגטית לבתי-מלון ומבנים, התקנות ושירותים בתחום מיזוג אוויר וביו גז.

החברה נשלטת בידי דלק מערכות רכב בע"מ המחזיקה כיום ב-50.07% ממניות החברה. בעלי מניות נוספים בחברה הינם קרן תש"י (כ-19.7%) והשאר הינם גופים מוסדיים מובילים וציבור. מנכ"ל החברה הינו מר אילן בן סימון.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[ורידים אינוירונמנט בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[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](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

26.08.2024	תאריך דוח הדירוג:
22.08.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.12.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ורידים אינוורונמנט בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ורידים אינוורונמנט בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).