

צ.מ.ח המרמן בע"מ

מעקב | ינואר 2024

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

צ.מ.ח המרמן בע"מ

דירוג סדרות	Baa1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	---------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרות ו' ז') שהנפיקה צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ו'	1158633	Baa1.il	יציב	30/06/2025
ז'	1186402	Baa1.il	יציב	31/12/2027

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש להשקעה בדירות מצד משקי בית בשל הביקוש לדירות לשכירות. הביקוש לדירות מגורים עשוי להיות מושפע מגורמים אקסוגניים כגון רגולציה ומדיניות ממשלתית וזאת לצד השפעות שיעורי הריבית והאינפלציה. החל מהרבעון הרביעי של שנת 2022 ניכרת האטה חדה בהיקף עסקאות דירות למגורים, פועל יוצא של האטה הביקושים לנוכח העלייה החדה בריבית בנק ישראל תוך גידול במלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה, בלימת העלייה במחירי הדירור בתחילת שנת 2023 ושינוי המגמה לירידה, אם כי מתונה. פרוץ המלחמה ב-7 באוקטובר 2023 הוסיף להאטה במכירות של דירות חדשות, להורדת מחירי המכירה ולהתארכות והתייקרות הביצוע. להערכת מידרוג, ההאטה בענף צפויה להימשך בטווח הקצר תוך אי ודאות רבה לגבי התפתחות הביקושים בטווח הבינוני, והדבר תלוי בהיקף הלחימה ומשכה וכן כתלות גם במגמות הריבית, הצמיחה הכלכלית ושיעור האבטלה.
- פיזור הפעילות של החברה נמוך, עם מספר פרויקטים מוגבל וריכוזי. נכון ליום 30.09.2023 לחברה 5 פרויקטים בבניה בהיקף של כ- 897 יח"ד למכירה, חלק החברה כ- 406 יח"ד. הפרויקטים נמצאים בעיקר באזור המרכז: ת"א, רמת גן ורמת השרון. בנוסף לחברה פרויקט בנהריה (אכזיב שלב 3 מתוך 6). הפרופיל העסקי מושפע לחיוב משיעור מכירות ממוצע גבוה מול ביצוע (75% לעומת 35% נכון ל-30.09.2023). במהלך שנת 2024 צפויים להיכנס לביצוע 4 פרויקטים חדשים בהיקף של 936 יח"ד לשיווק, חלק החברה 450 יח"ד. שני הפרויקטים הבולטים הינם מכבי יפו לבניה של 631 יח"ד, מתוכם 299 יח"ד למכירה במסגרת תוכנית "מחיר למשתכן" (חלק החברה 33%) ופרויקט מצפה רינה בלוד שלב א' לבניה של 188 יח"ד. החשיפה לפרויקט עיקרי מבין הפרויקטים בביצוע ובתכנון עומדת על 34% מסך ההכנסות הצפויות מפרויקטים אלו (נווה גן א'), והחשיפה לשלושת הפרויקטים העיקריים עומדת על 67% (בתוספת מכבי יפו ומצפה רינה בלוד, שלב א'). מרבית הפרויקטים של החברה מתבצעים בשותפות עם חברות אחרות, דבר המאפשר לה כניסה למספר רב יותר של פרויקטים. בנוסף, בכל הפרויקטים, החברה הינה גם הקבלנית המבצעת, מה שמאפשר לה להציע ערך מוסף לשותפיה, מגדיל הכנסותיה ותומך ברווחיותה הגולמית המצרפית.
- היקף פעילות החברה ומאפייני ענף הפעילות גוזרים תנודתיות גבוהה יחסית בהכנסות לאורך השנים. היקף הכנסות מותאם במגזר מכירת דירות בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2023 עמד על כ- 224 מ' ש. על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות בשנת 2023 נאמד בכ- 230 מ' ש, שהינו נמוך ביחס לדירוג. בשנים 2024-2025 עשויה לחול עלייה בהכנסות לרמה של 325-425 לשנה בעקבות התקדמות פרויקטים, בדגש על תחילת הכרה בהכנסות מהפרויקטים נווה גן א' וב' שהם בעלי שיעור מכירות גבוה ביחס לביצוע וכן פתיחה של 4 פרויקטים חדשים. בשנים 2021-2023 שיעור רווח גולמי מותאם במגזר מכירת דירות עמד בממוצע על כ- 26%. להערכת מידרוג, הרווחיות הגולמית בטווח התחזית צפויה לעמוד בטווח 21%-26%, לאחר תרחישי רגישות שמידרוג בחנה. זהו שיעור גבוה ביחס לדירוג ומושפע לחיוב מביצוע עצמי של הפרויקטים. הטווח הנמוך של תחזית הרווחיות הגולמית מיוחס לפרויקט בתכנון - מצפה רינה, המאופיין ברווחיות גולמית נמוכה (13%).

- שיעור המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 61% ליום 30.09.2023 וכ- 63% באיחוד יחסי של חברות כלולות (למעט סיוון ביצוע), לעומת כ- 70% ליום 31.12.2022. הירידה במינוף בשנת 2023 נבעה בעיקר ממכירת פרויקט דיור להשכרה בכרמיאל ופתיחת הליוויים הבנקאיים בפרויקטים נווה גן א' ו- ב', שאפשרה לחברה לפרוע אשראי מתוך תקבולי רוכשים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף צפוי לעמוד בטווח 63%-65% בשנים 2024-2025 אשר הולם לרמת הדירוג ומשפיע לחיוב על הפרופיל הפיננסי של החברה.
- יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית נשחק כתוצאה מעליית ריבית בנק ישראל ומשפיע לשלילה על הפרופיל פיננסי של החברה. בשנת 2022 עמד היחס על 1.4 וצפוי לעמוד על 1.6-1.2 בשנים 2023-2025, יחס נמוך לדירוג. הוצאות המימון של החברה בשנת 2023 צפויות להסתכם בכ- 65 מ' ש לעומת כ- 40 מ' ש בשנת 2022 (הכוללות גם ריבית מהוונת למלאי בגין קרקעות). הוצאות הריבית בשנים 2024-2025 נאמדות על ידי מידרוג בטווח של 55-60 מ' ש לשנה. במסגרת אמידת הוצאות העתידיות, לא נלקחה הנחה של ירידה בריבית בנק ישראל. מנגד, היחס מושפע לחיוב מהכנסות החברה מדיבידנדים מחברת הבת סיוון ביצוע ומרווחיות גולמית מביצוע עבודות בניה בפרויקטים של החברה עם שותפים.
- להערכת מידרוג, המדיניות הפיננסית של החברה סבירה והולמת את הדירוג. מדיניות המינוף של החברה הינה לחוב נטו ל- CAP נטו (מאוחד) של 70% (ללא איחוד יחסי של חברות כלולות), אך החברה שואפת להישאר ברמות של עד 65%. להערכת מידרוג, מדיניות הדיבידנד של החברה יכולה לבוא על חשבון הגמישות הפיננסית של החברה עם מדיניות חלוקה של עד 33% מהרווח הנקי. נזילות החברה סבירה ביחס לשימושים העיקריים של החברה בשנה הקרובה והיא נשענת בעיקר על יתרות נזילות מהותיות בקופת החברה ומסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות. אלו צפויות לכסות במידה טובה את צרכי השקעות ההון העצמי של החברה בפרויקטים, מעבר לעודפים הצפויים מפרויקטים בביצוע, חלוקת דיבידנדים, ההוצאות השוטפות וכן חלויות קרן האג"ח בסך כ- 82 מ' ש וכ- 114 מ' ש בשנים 2024 ו- 2025, בהתאמה. לחברה גמישות פיננסית טובה הנובעת מאחזקה במספר נכסי נדל"ן מניב שאינם משועבדים וממסגרות האשראי וכן מהאחזקה (50%) בסיוון ביצוע שבה היקף מזומן משמעותי.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, השקעת הון עצמי בפרויקטים בתכנון ומשיכת עודפים מפרויקטים בביצוע, פירעון קרן אגרות החוב בהתאם ללוח הסילוקין, גיוס אגרות חוב, פירעון הלוואות ליווי בפרויקטים בהתאם להנחת קצב המכירות, ומנגד, נטילת הלוואות לצורך מימון פרויקטים בתכנון, הנבה מנכסים מניבים, קבלת דיבידנד מחברות מוחזקות, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות, ותחילת ביצוע של פרויקטים חדשים. כמו כן, תרחיש הבסיס כולל איחוד יחסי של חוב בחברות פרויקט המוצגות לפי שיטת השווי המאזני (למעט סיוון ביצוע). במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות ביחס להיקפי מכירות ולקצב ביצוע הפרויקטים.

המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא אנו מפנים לדוח מידרוג המתייחס להשלכות אפשריות ואופן בחינתן.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות הפרופיל הפיננסי בהתאם למדיניותה, עלייה בהיקף ההכנסות ושמירה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מספקות לשירות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה מהותית ומתמשכת ברמת המינוף של החברה
- שיפור ביחס EBIT להוצאות ריבית
- גידול בהיקף הכנסות מפעילות היזום למגורים (מכירת דירות)

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ברמת חוב נטו לקאפ נטו לאורך זמן מעל 70%
- אי-שמירה על נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקף מספק לצורך שירות החוב
- חלוקת דיבידנדים באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪

31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	30/09/2023 LTM	
418	469	274	313	179	148	סך הכנסות מגזר מכירת דירות
20%	17%	31%	25%	22%	18%	שיעור רווח גולמי מגזר מכירת דירות
459	549	467	882	1,123	919	חוב פיננסי
39	44	75	171	79	162	מזומנים שווי מזומנים
419	505	393	711	1,045	757	חוב פיננסי, נטו
65%	68%	57%	64%	70%	61%	חוב נטו ל- CAP נטו
2.5	2.3	4.0	2.1	1.2	0.8	EBIT להוצאות ריבית

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

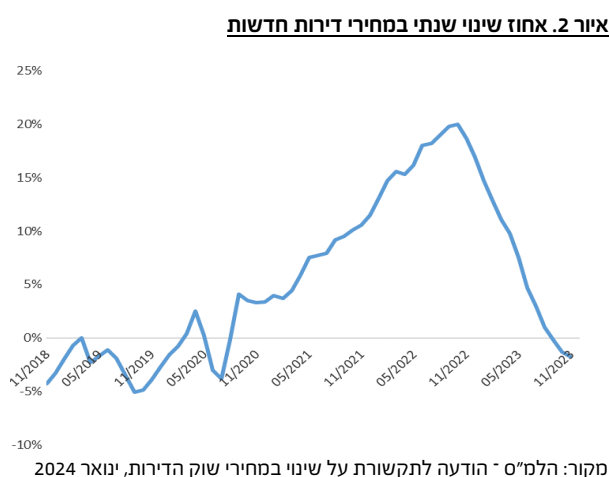
חשיפת החברה לתנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירוג מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה בשל הביקוש לדירות לשכירות. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המרכז לפרפריה. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור בשל הליכי תכנון ממושכים, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה להיקף מכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות.

ב- 01.01.2024 החליט בנק ישראל להוריד את הריבית ב-0.25% לרמה של 4.5%. בנק ישראל¹ עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר בשנים 2023-2024 בשל פרוץ המלחמה, שיעור התוצר בישראל צפוי לצמוח ב-2.0% בשנת 2023 וב-2.0% בשנת 2024, חלף תחזית של 3% טרם לפרוץ המלחמה ובשנת 2025 5%, במקביל לגידול ניכר בגירעון בתקציב הממשלה הצפוי להסתכם ב-4% ב-2023, 5.7% ב-2024 ו-3.8% ב-2025. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה צפויה להתמתן בשנת 2024 בשל הפגיעה בסנטימנט הצרכני ובביקוש לצריכה. תחזית המחקר מעריכה כי הריבית צפויה לעמוד במוצע על 3.75% או 4.0% ברבעון הרביעי של 2024 ולהערכת הבנק המרכזי רמת הריבית בשנת 2024 תסייע לייצוב האינפלציה והפעילות במשק. עוד הוסיף בנק ישראל כי שיעור האבטלה הרחבה (כולל עובדים בחל"ת), אשר עלה ברבעון הרביעי של 2023, צפוי לרדת בהדרגה בשנת 2024 לרמה של 5.3% ובשנת 2025 יתכנס לרמתו לפני מלחמת חרבות ברזל, בשיעור של 3.2%.

¹ התחזית המקורית כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 01 בינואר 2024.

החל מינואר 2021, שוק הדיור הישראלי חווה זינוק חריג במחירי הדירות. על פי נתוני הלמ"ס² עד סוף שנת 2021 מחירי הדירות החדשות עלו ב-11.5%, ובשנת 2022 נרשמה עלייה משמעותית יותר של 16.9%. עליית מחירי הדירות החדשה שאפיינה את השנים 2021-2022 נבלמה ברבעון האחרון של שנת 2022 והחל מחודש נובמבר 2022 נרשמה ירידה במדד הלמ"ס למחירי הדירות, של 1.8% במונחים שנתיים עד למדד של חודשים אוקטובר-נובמבר 2023. שינויים אלו במדד מחירי הדיור עולים בקנה אחד עם הצעד היזום שנקט בנק ישראל להעלאת הריבית.



לאור התייקרות המשכנתאות בשל עליית הריבית, וכן ברקע עליות חדות במחירי הדירות בשנים האחרונות, בשנת 2022 החלה היחלשות בהיקף העסקאות בשוק המגורים ובתוך כך ירידה במכירה של דירות חדשות בשל הפגיעה ביכולת הקנייה של הרוכשים. עפ"י הלמ"ס³, נתוני המגמה של מכירת דירות חדשות מצביעים כי מחודש ספטמבר 2021 ועד מרץ 2023 נרשמה ירידה של 3.7% בממוצע לחודש במספר הדירות החדשות שנמכרו. עם זאת החל מאפריל 2023 ועד ספטמבר 2023 נרשמה עלייה בשיעור של 2.4% בממוצע לחודש. בתוך כך, בשלושת החודשים ספטמבר-נובמבר 2023 נמכרו 4,760 דירות חדשות - ירידה של 45.4% בהשוואה לחודשים יוני-אוגוסט 2023, כאשר בחודש אוקטובר נמכרו 930 דירות חדשות בלבד ובחודש נובמבר כ-1,480 יח"ד וזאת בשל השפעת מלחמת חרבות ברזל. על פי נתוני הלמ"ס, בסוף נובמבר 2023 מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ-63.6 אלפי יח"ד, בהשוואה לכ-50.9 א' יח"ד בנובמבר 2022. כ-55% מהמלאי נמצא במחוזות תל אביב (30.5%) והמרכז (25.2%). ניצני ההתאוששות שניכרו בחודשים שלפני המלחמה נבלמו עם פרוץ המלחמה והתאוששות משמעותית מחודשת אינה צפויה בחודשים הקרובים. לאורך זמן, הביקוש לדירות מגורים מושפע לחיוב מהצמיחה במשקי הבית בישראל, לצד הליכי תכנון ובנייה ארוכים ומורכבים המכבידים על היצע הדירות ולהערכת מידרוג אלו צפויים להוביל לשחרור ביקושים שייבלמו בתקופת המלחמה ואחריה.

השפעת המלחמה על ענף הייזום למגורים מתמקדת בעיקר בקיטון בעסקאות בטווח הקצר שעלול להוביל לירידה במחירי הדיור והתארכות משך הקמת הפרויקטים

ענף הייזום למגורים ניצב בפני סיכון גבוה יחסית בטווח הקצר, בשל ההאטה החדה ברכישת דירות חדשות בתקופת המלחמה ובעקבותיה, אתגרים תפעוליים וברקע התייקרות עלויות המימון שהחלה בשנת 2022. כנזכר לעיל, ההאטה בענף החלה בשלהי שנת 2022 ובמהלך שנת 2023 עוד טרם לפרץ המלחמה. המלחמה הובילה לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות, ובפרט דירות חדשות

² הלמ"ס, שינוי במחירי שוק הדירות, דצמבר 2023.

³ הלמ"ס, עסקאות נדל"ן-דירות חדשות, ספטמבר-נובמבר 2023.

וזאת על רקע סנטימנט צרכני שלילי, אי-ודאות כלכלית וחששות ביטחוניים. הירידה בהיקף העסקאות ברקע מלאי הדירות הגבוה עלולה להוביל לירידה במחירי הדירות החדשות בשיעור חד מזה שנרשם עד כה מתחילת השנה.

בהיבט התפעולי, בשל מחסור בעובדים ששרר עוד טרם המלחמה, עשרות אלפי עובדים פלסטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל, וכפועל יוצא, עלולה לחול פגיעה במשך הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים עלולות לגדול כתוצאה מהתייקרות הוצאות השכר וחומרי גלם וכן גידול בעלויות מימון שכר דירה לדיירים בפרויקטים של התחדשות עירונית. לעיכובים בפרויקטים ולגידול בעלויות ההקמה עלולות להיות השלכות שליליות על מנפיקים, שכן תקופת ההכרה בהכנסה מתארכת ומאריך עלויות המכר ועלויות המימון עולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ויחס כיסוי הריבית בפרט. אין ודאות רבה לגבי התפתחות הביקושים בטווח הבינוני, והדבר תלוי בהיקף הלחימה ומשכה וכן כתלות גם במגמות הריבית, שיעור האבטלה והצמיחה הכלכלית.

הפרופיל העסקי הולם את רמת הדירוג, עם היקף פעילות צר וריכוזי הגוזר תנודתיות יחסית בהכנסות, לצד רווחיות בולטת לחיוב

נכון ליום 30.09.2023 לחברה 5 פרויקטים בבניה בהיקף של כ- 897 יח"ד למכירה, חלק החברה כ- 406 יח"ד. הפרויקטים נמצאים באזור המרכז: ת"א, רמת גן ורמת השרון. בנוסף לחברה פרויקט בנהריה (אכזיב שלב 3 מתוך 6). שיעור הביצוע הממוצע עומד על 36% ושיעור המכירות הממוצע עומד על 75%, כאשר היקף הדירות בביצוע שטרם נמכרו הינו כ- 102 יח"ד (חלק החברה). התרומה העיקרית לשיעור המכירות הגבוה מגיעה מהפרויקטים ברמת השרון-נווה גן א' ו- ב' המצויים בביצוע התחלתי עם שיעורי מכירות של 67%-75%, בהתאמה, כתוצאה ממכירה מוקדם בהיקף משמעותי עוד טרום הביצוע. מלבד הפרויקטים בביצוע, אין בידי החברה מלאי דירות גמורות למכירה בהיקף משמעותי.

במהלך שנת 2024 צפויים להיכנס לביצוע 4 פרויקטים המצויים בשלבי תכנון, בהיקף של כ- 936 יח"ד לשיווק, חלק החברה כ- 450 יח"ד. שני הפרויקטים הבולטים בתכנון הינם מכבי יפו לבניה של 631 יח"ד, מתוכם 299 יח"ד למכירה במסגרת תוכנית "מחיר למשתכן" (חלק החברה 33%) ומצפה רינה בלוד שלב א' לבניה של 188 יח"ד.

מבין הפרויקטים בביצוע ובתכנון בטווח התחזית, לחברה חשיפה לפרויקט עיקרי, נווה גן א', האחראי לכ- 34% מסך ההכנסות הצפויות לחברה בפרויקטים בביצוע ובתכנון. החשיפה לשלושת הפרויקטים העיקריים עומדת על 67% (בתוספת מכבי יפו ומצפה רינה בלוד, שלב א'). החשיפה לפרויקטים אלו מתמתנת עם שיעורי מכירה גבוהים בפרויקט נווה גן (67%) ומכך שכמחצית יח"ד למכירה בפרויקט מכבי יפו הינן במסגרת תוכנית "מחיר למשתכן".

מרבית הפרויקטים של החברה הינם בשותפות עם חברות אחרות, דבר המאפשר לה כניסה למספר רב יותר של פרויקטים. בנוסף, בכל הפרויקטים, החברה הינה גם החברה הקבלנית המבצעת, מה שמאפשר לה להציע ערך מוסף לשותפיה, מגדיל את הכנסותיה ותומך ברווחיותה הגולמית המצרפית הגבוהה ביחס לדירוג.

צבר החברה לפרויקטים עתידיים הינו סביר ונאמד על ידי מידרוג בכ- 2,131 יח"ד, חלק החברה כ- 1,533 יח"ד. נתוני צבר הפרויקטים העתידיים כוללים קרקעות עם תב"ע מאושרת ובקידום והסכמים בתוקף עם בעלי דירות לפרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית אשר מותנים בהליכי תכנון העשויים להיות מורכבים ולהמשך זמן רב. החברה מקדמת פרויקטים נוספים בהיקף מוערך של 1,710 יח"ד (חלק החברה), אך אלו פרויקטים ללא תב"ע, או ששיעור חתימות הדיירים בהם אינו מספק ולכן לא נלקחו בחשבון בהיקף הצבר. צבר הפרויקטים הינו בעיקר באזור המרכז (כ- 25% מיח"ד): ת"א, גבעתיים, הוד השרון, חולון וכן בערים גדולות נוספות כגון חיפה, נתניה, נהריה ועוד, אשר פונים לפלח אוכלוסייה רחב יחסית.

היקף פעילות החברה ומאפייני ענף הפעילות גוזרים תנודתיות גבוהה יחסית בהכנסות לאורך השנים. היקף הכנסות מותאם (כולל איחוד יחסי של חברות כלולות במגזר מכירת דירות) של החברה במגזר מכירת דירות בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2023 עמד על כ- 224 מ' ש' בהשוואה לכ- 214 מ' ש' וכ- 315 מ' ש' לשנים 2022 ו-2021, בהתאמה. על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות מותאם במגזר זה בשנת 2023 נאמד בכ- 230 מ' ש', שהינו נמוך ביחס לדירוג. בשנים 2024-2025 עשויה לחול עלייה בהכנסות לרמה של 325-425 מ' ש' לשנה בעקבות התקדמות פרויקטים, בדגש על תחילת הכרה בהכנסות מהפרויקטים נווה גן א' וב' אשר הינם עם

שיעור מכירות גבוה ביחס לביצוע ופתיחה של 4 פרויקטים חדשים. הכנסות החברה הצפויות בשנים 2023-2024 נמוכות מהערכותינו הקודמות, בשל דחיית לוחות זמנים בפרויקטים.

בהערכת היקף ההכנסות העתידי מידרוג הביאה בחשבון תרחישי רגישות בעיקר ביחס לתקופת המכירה שתהיה ארוכה מתקופת הביצוע, אפשרות לעיכובים בתחילת הביצוע של פרויקטים חדשים ובמשך ביצועם וכן ביחס למחירי המכירה ולעלויות הביצוע. תרחישי הרגישות נלקחו על רקע ההאטה בשוק הדיור שהחלה עם עליית הריבית בחציון הראשון של שנת 2022 והן ברקע השלכות שליליות של המלחמה על קצב המכירות החדשות לאור סנטימנט צרכני שלילי, אי-ודאות כלכלית וחששות ביטחוניים.

בשנים 2021-2023, שיעור רווח גולמי מותאם במגזר מכירת דירות עמד במוצע על כ- 26%. להערכת מידרוג, הרווחיות הגולמית במגזר זה בטווח התחזית צפויה לעמוד בטווח 26%-21%, לאחר תרחישי רגישות שמידרוג בחנה, שיעור הגבוה ביחס למידרוג. הטווח הנמוך לשיעור הרווחיות הצפוי מושפע בעיקר מפרויקט בתכנון מצפה רינה בלוד (כ- 188 יח"ד, חלק החברה 100%) אשר על פי ההערכות הנוכחיות של החברה מאופיין ברווחיות גולמית נמוכה של 13%. הרווחיות הגולמית של החברה במגזר מכירת דירות מושפעת לחיוב מהיותה קבלן ביצוע בפרויקטים שהיא מבצעת עבור אחרים. החברה נהנית מהמרווח הקבלני שנותר בידיה בגין חלקה בפרויקטים, נוסף לרווח הקבלני משותפיה לפרויקטים (שאינו נכלל ברווחיות הגולמית לעיל אלא חלק ממגזר הביצוע).

החברה מחזיקה 50% בחברת סיון ביצוע בע"מ שמבצעת עבודות קבלנות עבור מזמיני עבודות שאינם החברה. תחום שירותי הקבלנות מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי גבוה ביחס לענף הייזום למגורים בשל פעילות פרויקטלית תנודתית ורווחיות חלשה יחסית לאורך זמן. יחד עם זאת, סיון ביצוע מציגה רווחיות גולמית טובה יחסית לענף, אשר נעה בשנים האחרונות בין 12-18 אחוז, היא נטולת חוב פיננסי ומחזיקה בנזילות בהיקף משמעותי, אשר נכון ל-30.09.2023 כוללת כ- 107 מ'ש מזומנים ותיק נ"ע בסכום של כ- 55 מ'ש. לאור האמור ולאור היתרונות בסינרגיה בין החברה לסיון ביצוע, האחזקה בסיון ביצוע, למרות הסיכון הענפי של תחום הביצוע, היוותה גורם חיובי בפרופיל הסיכון של החברה בהיותה בעלת תרומה לרווחיות החברה ולתזרים המזומנים.

קיטון במינוף במקביל לשחיקה ביחס EBIT להוצאות ריבית

נכון ל-30.09.2023 לחברה חוב פיננסי ברוטו מאוחד של כ- 920 מ'ש, מכך כ- 292 מ'ש אג"ח בריבית שקלית קבועה והיתר חוב בנקאי הנובע בעיקר מפרויקטים בליווי ומימון קרקעות ונושא ריבית פריים משתנה בתוספת מרווח. בנוסף, לאותו מועד חלקה היחסי של החברה בחוב חברות כלולות עמד על כ- 53 מ'ש. יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו, נכון ליום 30.09.2023 עמד על כ- 61% (כ- 63% באיחוד יחסי של חברות כלולות, למעט סיון ביצוע), לעומת כ- 70% ליום 31.12.2022 וכ- 64% ליום 31.12.2021. הירידה במינוף בשנת 2023 נבעה בעיקר בזכות מכירת פרויקט בנוי לדיור להשכרה בכרמיאל תמורת כ- 134.7 מ'ש ופתיחת ליווי בנקאי בפרויקטים נווה גן א' ו- ב' שאפשרו לחברה לפרוע אשראי מתקבולי רוכשים. כמו כן בתקופה 1-9/2023 קיבלה החברה דיבידנדים מסיון ביצוע בסך כ- 30 מ'ש וחילקה דיבידנדים לבעלי המניות בסך כ- 10.8 מ'ש. לאחר תאריך המאזן חולקו 6 מ'ש נוספים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל בין היתר, השקעת הון עצמי בפרויקטים ומשיכת עודפים מפרויקטים, קבלת דיבידנדים מסיון ביצוע, חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, אמורטיזציה של הלוואות, פירעון וגיוס אג"ח, יחס המינוף צפוי לעמוד בטווח 65%-63% אשר הולם לרמת הדירוג. יצוין כי המשך מכירות בהיקפים משמעותיים ע"י החברה עשוי למתן את העלייה במינוף ולשמור על יחס מינוף של עד 70%, בהתאם למדיניות החברה.

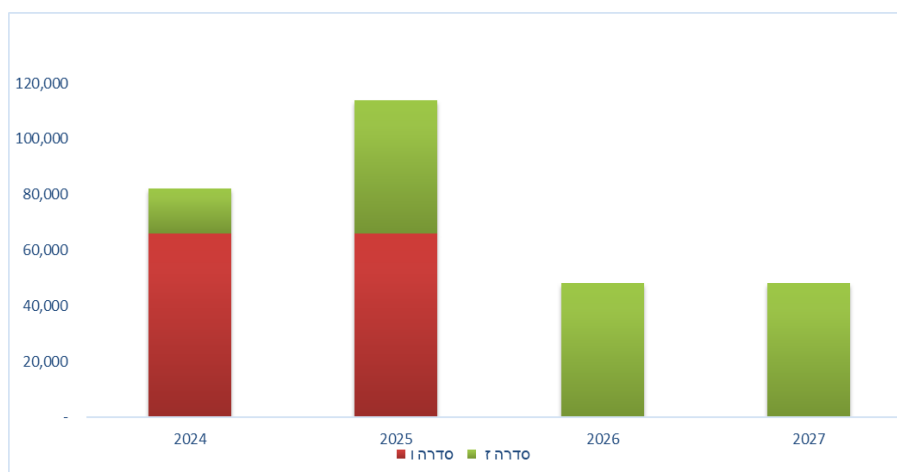
יחס הכיסוי EBIT מותאם (כולל דיבידנד שהתקבל מסיון ביצוע) להוצאות ריבית נע בין 4-2 במהלך השנים 2020-2021 ובשנת 2022 נשחק ועמד על 1.4 וצפוי לעמוד על 1.2-1.6 בשנים 2023-2025, יחס הנמוך ביחס למידרוג. השחיקה ביחס זה מגיעה על רקע עליית ריבית בנק ישראל שהחלה בשנת ב-2022 והמשיכה בשנת 2023, שהובילה לגידול בהוצאות המימון של החברה בשנת 2023 הנאמדות בכ- 65 מ'ש לשנה כולה, לעומת כ- 40 מ'ש בשנת 2022 (בשתי השנים כולל הנתון גם ריבית מהוונת למלאי בגין קרקעות). הוצאות הריבית בשנים 2024-2025 נאמדות על ידי מידרוג בטווח של 55-60 מ'ש לשנה. במסגרת אמידת הוצאות המימון העתידיות לא נלקחה הנחה של ירידה בריבית בנק ישראל. מנגד, היחס מושפע לחיוב מהכנסות החברה מדיבידנדים מחברת הבת סיון ביצוע ורווחיות גולמית מביצוע עבודות בניה בפרויקטים של החברה עם שותפים.

מדיניות פיננסית המשקפת שמירה על נזילות הולמת ואיזון בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות

להערכת מידרוג, המדיניות הפיננסית של החברה סבירה והולמת את הדירוג. מדיניות המינוף של החברה הינה לחוב נטו ל-CAP נטו (מאוחד) של 70% (ללא איחוד יחסי של חברות כלולות). להערכת מידרוג, מדיניות הדיבידנד של החברה יכולה לבוא על חשבון הגמישות הפיננסית של החברה עם מדיניות חלוקה של לפחות 33% מהרווח הנקי (ללא שיערוכים). החברה מאופיינת בניהול נזילות שמרני יחסית, עם מדיניות לשמירה על יתרות נזילות בטווח של 50-70 מ' ש.

ליום 30.09.2023 לחברה (מאוחד) יתרות נזילות בסך כ- 162 מ' ש וכן לאותו מועד לחברה מסגרות אשראי פנויות ומחייבות מתאגיד בנקאי בהיקף של כ- 64 מ' ש. מקורות אלו צפויים לשמש את החברה למול עומס גבוה יחסית של פירעונות קרן אג"ח בשנים 2024 ו-2025 בהיקף של כ- 82 מ' ש וכ- 114 מ' ש, בהתאמה וכן השקעות הון עצמי בפרויקטים, חלוקת דיבידנדים ומימון הפעילות השוטפת מעבר לעודפים הצפויים מפרויקטים בביצוע. בהתאם, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה צפויה להיות טובה ביחס לשירות החוב.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח, נכון ליום 30.09.2023, באלפי ש



שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות צבר הקרקעות ופעילות החברה בתחום ההתחדשות העירונית. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים רגולטורים וחקיקה- לאחרונה אושרו בכנסת תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. בתחום ההתחדשות העירונית יזמים חשופים למדיניות משתנה בין עיריות וסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדיר. החברה מבצעת את הפרויקטים בעצמה ועבור אחרים באמצעות חטיבת הביצוע שלה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

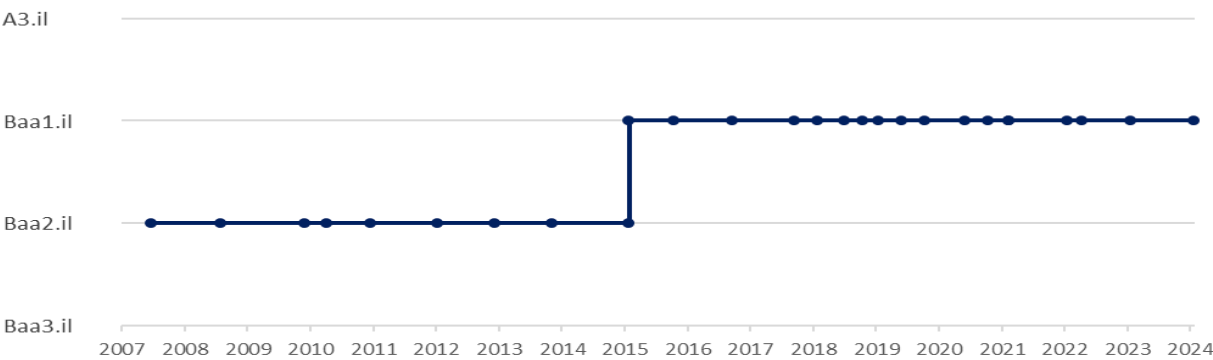
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	230-430	Baa.il	220	סך הכנסות מפעילות ייזום מותאם LTM (מיליוני ש"ח) -	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il	21%-26%	A.il	26%	שיעור רווח גולמי יזמי-LTM	רווחיות
A.il-Baa.il	65%-63%	A.il	63%	חוב פיננסי נטו מותאם / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.2-1.5	Ba.il-Baa.il	1.0	EBIT LTM / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
Baa1.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.

אודות החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, וביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בישראל עבור החברה ואחרים באמצעות החברה הכלולה סיון ביצוע בע"מ (50%). בעלי המניות העיקריים בחברה כוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[צ.מ.ח המרמן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

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

[העלייה בריבית מעלה את סיכון האשראי בענף יזום הנדל"ן למגורים בישראל - הערת ענף, פברואר 2023](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

30.01.2024	תאריך דוח הדירוג:
25.01.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.06.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
צ.מ.ח המרמן בע"מ	שם יזום הדירוג:
צ.מ.ח המרמן 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 גבוה 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© 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 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 כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, 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 שנמסר או נוצר 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 ומדויקים. 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 יכולת 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.