

אבני שוהם אופנה בע"מ

דירוג ראשוני | דצמבר 2022

אנשי קשר:

דנה קורנצקי
אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
dana.c@midroog.co.il

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

אבני שוהם אופנה בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il(P)	דירוג סדרה
------------------	------------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה¹ Baa1.il(P) לאגרות חוב (סדרה א') שתנפיק אבני שוהם אופנה בע"מ (להלן "אבני שוהם" או "החברה") בסך של עד 60 מ' ש"ח ערך נקוב, אופק הדירוג יציב. קרן אגרות החוב תעמוד לפרעון בחמישה תשלומים שנתיים שווים אשר ישולמו ביום 14 בדצמבר בכל אחת מהשנים 2023-2027.

עם התקיימות התנאים/נסיבות כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- קבלת תשקיף סופי
- קבלת שטר נאמנות סופי לאגרות החוב

אודות החברה

אבני שוהם אופנה בע"מ הינה חברה פרטית אשר הוקמה בשנת 2006. בעל השליטה בחברה הינו מר בצלאל בן שלום, המחזיק ב-100% מהון המניות של החברה. נכון למועד דוח זה, החברה עוסקת בתחום פעילות אחד - תחום אופנת הלבשת ילדים. במסגרת תחום זה, עוסקת החברה בעיצוב, קניינות, שיווק ומכירה קמעונאית של מוצרי הלבשה לילדים ומוצרי הלבשה משלימים. הפעילות בתחום זה מתבצעת באמצעות רשת החנויות "KIWI-קיווי" ו-"הוניגמן-קידס" וכן באמצעות זירת מסחר מקוונת של המותגים. החל משנת 2009, פעלה החברה תחת המותג "KIWI-קיווי". בשנת 2018, הקימה החברה חברה בת, א.ש.א. קידס בס"ד בע"מ, אשר רכשה את מותג הילדים "הוניגמן קידס בע"מ" מכונס הנכסים של חברת הוניגמן ובניו בע"מ ובכלל זה רכשה החברה 38 חנויות בפריסה ארצית. החברה פועלת בהתבסס על מודל זכיינות תפעולית - חנויות החברה מופעלות ומנוהלות על ידי מנהל בעל עסק עצמאי ("המפעיל"). במסגרת חלוקת תחומי האחריות והסיכונים בין המפעיל לבין החברה, אחראית החברה על כלל ההוצאות הקבועות של העסק, לרבות שכר הדירה ומלאי החנויות ואילו המפעיל אחראי על כלל ההוצאות המשתנות, ביניהן כוח האדם. התמורה למפעיל הינה שיעור קבוע (כ-20%) מהכנסות החנות. הסכמי ההפעלה נחלקים לשני סוגים עיקריים: האחד, אשר מהווה את הרוב המכריע של הסניפים, מבוסס על המפורט לעיל. במודל השני, המופעל בהתאם לשיקולים עסקיים שונים (מיקום החנות, זהות המפעיל ועוד) ומהווה כ-32% מפעילות החברה, מושתתות העלויות הקבועות והמשתנות על המפעיל וזאת בתמורה לשיעור גדול יותר (כ-35%-40%) מהכנסות החנות. בשני המקרים המלאי המצוי בחנויות הרשת הוא בבעלותה המלאה של החברה. נכון ליום 30 בספטמבר 2022, מפעילה החברה 168 סניפים בשטח מכירה כולל של 13,616 מ"ר.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה קטנה יחסית בענף ההלבשה בישראל אולם מאופיינת במיקוד ובידול עסקי דרך פורמט מותגים לילדים. פעילות החברה בתחום אופנת ילדים בייסיק ממתנת במידת מה את החשיפה למגמות האופנה והעונתיות. החברה בעלת היקף הכנסות והיקפי תזרים צרים הנגזרים בין היתר מנתח שוק קטן בתחום אופנה והלבשת הילדים. לחברה גיוון מוצרים צר בעיקר נוכח היותה פעילה בקטגוריית בגדי הילדים בלבד. הצעת הערך של החברה מותאמת לקהל היעד תוך מתן ערך ל-value for money ותואמת להערכתנו את המגמות הבולטות בענף ומציבה את הרשת בעמדה שיווקית טובה עם יתרונות תחרותיים, דבר המשפיע לחיוב על הדירוג.

¹ מידרוג מציבה דירוגים מותנים למנפיקים או מכשירים פיננסיים כאשר קביעת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים אשר עשויים להשפיע על הדירוג.

הענף מאופיין בסיכון עסקי גבוה המושפע מקצב צמיחת התמ"ג, היקף הצריכה הפרטית, קצב פתיחת שטחי מסחר בישראל, תחרות גוברת בעיקר עם כניסת הרשתות הזרות וחסימי כניסה נמוכים. להערכת מידרוג, רמת התחרות הגבוהה הקיימת כיום בענף צפויה להמשיך להתקיים לאורך המחזור הכלכלי.

נכון ליום 30 בספטמבר 2022 לחברה 168 סניפים בשטח מכירה כולל של 13,616 מ"ר (לעומת 152 סניפים ושטח מכירה כולל של 11,399 מ"ר בשנת 2019). הכנסות החברה צמחו מסך של כ-200 מ' ש בשנת 2019 לסך של כ-240 מ' ש בשנת 2021. הגידול במחזור המכירות, במצבת הסניפים ובשטחי המסחר תומכים לחיוב במיצובה העסקי של החברה, באמצעות כוחה מול ספקים, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסניפים והגדלת פיזור ההכנסות והתרומה בין הסניפים. הצמיחה בהכנסות באה לידי ביטוי גם בעליה בפדיון הממוצע למטר שעלה מ-1,528 ש' למטר בשנת 2019 ל-1,836 ש' למטר בשנת 2021. בנוסף, החברה הציגה צמיחה במכירות חנויות זהות (SSS) בין השנים 2019 ל-2021 של 16.5% וזאת ביתר שאת מהצמיחה הממוצעת של החברות הציבוריות בענף.

שטחי החנויות של החברה בגודל של 70-75 מ"ר בממוצע, מחד החנויות מאופיינות בשטח צר למול סניפי המתחרות ומנגד תורמות לפדיון למ"ר גבוה ביחס לחברות השוואה. להערכתנו, יתרונות אלו מהווים יתרון לקוטן, כאשר עם הגדלת שטחי החנויות והגדלת מספר החנויות עלולים להביא לפגיעה בפדיון למ"ר ולקניבליזציה בין סניפים באזורים גאוגרפים מסוימים, כך שלאורך זמן אנו מעריכים שחיקה בפדיון למ"ר בחנויות זהות וזאת גם לאור תנאי מאקרו חלשים השוררים כיום במשק, אסטרטגיית החברה להגדלת שטחי החנויות ותכנית החברה להרחיב את קווי המוצרים שהיא מוכרת בסניפים.

הדירוג מגלם סיכון עסקי בתוכנית ההתרחבות, לרבות רכישה של מספר סניפים גדול והגדלת קווי העסקים שבוחנת החברה ומידת ההצלחה בהטמעתם בפעילות הקיימת לאור מידע היסטורי מוגבל לפעילות החברה מתכונתה הנוכחית.

החברה מציגה רווחיות תפעולית גבוהה יחסית לענף, המושפעת לטובה מצמיחה גבוהה במכירות חנויות זהות (SSS) בשנתיים האחרונות ופדיון למ"ר (אינדיקטור משמעותי בחברות קמעונאיות) גבוה משמעותית למול חברות השוואה, הנובע משטח מכירה יחסית נמוך לענף, ומודל עסקי ייחודי בענף האופנה - הזכינות התפעוליות. מידרוג רואה את מודל הזכינות של החברה כגורם המטיב רווחיות, שכן למרות עליה בהוצאות דמי מפעיל, חלף הוצאות שכר, המודל מהווה תמריץ למפעילים להגדיל את את פדיון החנויות מידרוג צופה כי הפדיון הממוצע למטר בשנת 2022 יעמוד בטווח של 1,610-1,550 ש' למטר (לעומת 1,896 ש' למטר בשנת 2021). מידרוג מעריכה כי הירידה בפדיון הממוצע למטר נובעת בעיקרה מהגדלת שטח המכירה, גידול בסניפים הקיימים ומרבעון 1 חלש כתוצאה מהתפשטות ה"אומיקרון" שהוביל לירידה משמעותית בממדות המבקרים במרכזי הקניות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג הונחו מספר הנחות מרכזיות כדלקמן: (1) שחיקה בפדיון ממוצע למ"ר בחנויות זהות (2) המשך גידול בהוצאות התפעוליות כפועל יוצא של פתיחת סניפים חדשים והגדלת שטח סניפים קיימים (3) עליה בהוצאות הנהלה וכלליות.

בתחזית לשנים 2022-2023 מידרוג צופה שחיקה בפדיון למ"ר בטווח של 15%-17% לעומת הפדיון הממוצע למטר בשנת 2021, ירידה הנובעת בעיקרה מירידה בפדיון הממוצע למטר בחנויות זהות כפי שקיבלה כבר ביטוי בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022, גידול בשטח המכירה וציפיה לסביבה כלכלית מאתגרת בתרחיש הבסיס אשר תשפיע לשלילה על ענף קמעונאות האופנה. אלו יביאו את מחזור המכירות של החברה לטווח של 260 - 300 מ' ש' בתחזית מידרוג לשנים 2022-2023.

לאור מודל הזכינות של החברה, העלויות התפעוליות של החברה מורכבות בעיקר מעלויות שכירות ודמי ניהול, שכר ודמי הפעלה למפעילים שנגזרים מפדיון החנויות ומהוות בממוצע 39% מהוצאות החברה.

מידרוג מניחה כי הרווחיות הגולמית של החברה תנוע סביב 60%-62.5% (ממוצע הרווחיות הגולמית בתקופה של 2019-2021 עמד על 60%). כמו כן, הרווח התפעולי החזוי צפוי לנוע בין 13%-15% בתרחיש הבסיס לשנת 2023 (שיעור הרווח התפעולי של החברה בתקופה 1-9/2022 עמד על 13% לעומת 18% בתקופה מקבילה אשתקד) - עדיין גבוה ביחס לענף.

הרווח התפעולי המתאם לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 65-75 מ' ש' לשנה בתחזית מידרוג לשנים 2022-2023 ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 50-60 מ' ש' בשנה בתחזית מידרוג לשנים 2022-2023 (בהשוואה ל-54 מ' ש' בשנת 2021). צרכי ההשקעות ההוניות של החברה כוללות את פרעון התחייבויות החכירה, השקעות שוטפות בסניפים קיימים והקמת סניפים חדשים. צרכי ההשקעות ההוניות צפויות לנוע בטווח של 25-35 מ' ש' לשנה בשנות התחזית 2022-2023.

מיצובה הפיננסי של החברה מושפע לשלילה ממאזן צר וכרית הונית נמוכה. היקף ההון העצמי של החברה ליום 30.09.22 נאמד לכ- 90 מ' ש' ויחס ההון למאזן נאמד לכ- 31%. בשנת 2023, עם השלמת גיוס החוב, החברה צפויה לשלם דיבידנד מיוחד בסך 20 מ' ש' ולאמץ מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2023, יחס ההון למאזן של החברה צפוי לרדת, ולעמוד על טווח של 25%-28%.

מידרוג מעריכה כי יחס החוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בתרחיש הבסיס לשנת 2023 בטווח של 2.5-3 (לעומת 1.92 בשנת 2021) ויחס הרווח התפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בטווח של 4-5 בתרחיש הבסיס לשנת 2023).

להערכת מידרוג, בתרחיש הבסיס לשנת 2023, יכולת ייצור המזומנים (FCF) של החברה צפויה להיות שלילית ולעמוד על טווח של (18) - (15) מ' ש'. יכולת ייצור המזומנים של החברה מושפעת בעיקר מצפי להשקעות משמעותיות בסניפים חדשים וחלוקת דיבידנדים משמעותיים מהרווח הנקי של חברה.

להערכתנו, קיומן של עסקאות משמעותיות עם צדדים קשורים (הלוואות ותרומות), היעדר ביקורת פנים עד כה וכהונתם של בני משפחתו של בעל השליטה והמנכ"ל בתפקידים שונים בחברה מעלים את סיכון האשראי של החברה.

בנוסף, חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית בהשוואה לרווח הנקי, התמקדות בקו עסקים יחיד והיעדר מידע השוואתי היסטורי לפעילות החברה במתכונתה הנוכחית, לאחר רכישת הונית קידס, ובניכוי השפעות הקורונה, משפיעים לשלילה על חוסנה הפיננסי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת
- שיפור מתמשך ביחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA
- שיפור מתמשך ולאורך זמן ביחס הון למאזן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף ושחיקה ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס
- חלוקת דיבידנד ו/או השקעות הוניות מעבר לתרחיש הבסיס במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה

אבני שוהם בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתונים עיקריים, מיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	1-9/2021	1-9/2022	
199,199	174	240	163	185	הכנסות
9.76%	14.8%	19.08%	18.1%	13.5%	שיעור רווח תפעולי
3.9	5.5	12.7	NA	10.34	EBIT להוצאות מימון *
30	32	54	40	44	מקורות מפעילות (FFO)
2.92	2.78	1.92	NA	2.39	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA LTM **
22.31%	22.31%	30.58%	29.18%	31%	הון עצמי לסך מאזן

* מדידת היחס בוצעה לפי ארבעת הרבעונים האחרונים.

** החוב המותאם כולל התחייבויות בגין חכירות.

FY 2019	FY 2020	FY 2021	1-9/2021	1-9/2022	
137	152	154	157	172	מספר סניפים
1,528	1,681	1,896	1,836	1,564	פדיון ממוצע למטר

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף המאופיין ברמת סיכון גבוהה

ענף ההלבשה בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית ליתר ענפי המשק ומהווה גורם המשפיע לשלילה על סיכון האשראי של החברה. מחד, ענף דפנסיבי בעל רמת ביקושים עולה בקורלציה גבוהה לקצב הצריכה הפרטית במשק אשר ממתנת סיכון ענפי, ומנגד רמת תחרות עולה, חסמי כניסה נמוכים, עלויות שכירות גבוהות, חשיפה גבוהה לעליית שכר המינימום בישראל וחשיפה למחירי היבוא (המושפעים בין היתר מעלייה במחירי חומרי הגלם ושע"ח) מעלות את סיכון הענף.

הענף מאופיין בעונתיות, המגבירה משמעותית את צרכי ההון החוזר לקראת ראש השנה ופסח.

ענף ההלבשה והנעלה בישראל מבוזר יחסית, אך מתאפיין במספר מצומצם של קבוצות אופנה (7 במספר) בקנה מידה ארצי המחזיקות בנתח שוק משמעותי ובעלות השפעה ניכרת על המגמות בענף, שבמסגרתן פועלות כ-40 רשתות אופנה המוכרות מוצרי והנעלה. המגמה הקיימת כיום בתחום זה היא קונסולידציה נוכח יתרונות לגודל אשר צפויה לצמצם את מספר השחקנים הקטנים/בינוניים אך עם זאת להחריף את התחרות בין השחקניות הגדולות בתחום. רוב הרשתות משווקות כמה מותגים שונים, חלקן מייבאות בבלעדיות כמה מותגים, אשר במדינות אחרות ייתכן כי קיימת תחרות ביניהם, ובישראל הם נמכרים על ידי גורם יחיד. בשנת 2021 הצריכה הפרטית של משקי בית על מוצרי הלבשה והנעלה הייתה כ-22.4 מיליארד ₪ לעומת 18.6 מיליארד ₪ בשנת 2020 (לפי הלמ"ס² - מחירים שוטפים). חטיבת המחקר של בנק ישראל, חוזה כי שיעור האינפלציה במדינת ישראל צפוי לעמוד בשנת 2022 על 6.4% ובשנת 2023 הוא צפוי לעמוד על 5.2%.

בשנים האחרונות ניכרות מספר מגמות אשר הגבירו את התחרות בשוק: התגברות התחרות על ידי כניסתם של מותגים בינלאומיים לישראל, גידול בכמות הרכישות המקוונות של מותגים באתרים מקומיים ואתרי סחר מחו"ל, התגברות התחרות בעקבות מדיניות השמים הפתוחים, רכישה ומיזוג של מותגי אופנה על ידי החברות המובילות והיחלשות מותגים קטנים, פתיחת חנויות עודפים ומרכזי מסחר המוגדרים כ-Outlet וגידול בכמות שטחי המסחר ומרכזי הקניות. למרבית החברות בתחום הוצאות קבועות בהיקפים משמעותיים כדוגמת הוצאות שכירות ולוגיסטיקה, דבר המקשה על הגמישות התפעולית. בשנים האחרונות התעצמה הריכוזיות בענף ההלבשה והנעלה עקב גידול במצבת המותגים של קבוצות האופנה במטרה להשתלט על נתחי שוק.

בשנים האחרונות שוק המסחר המקוון צמח במידה רבה בישראל ובעולם. בנוסף להתחזקות הרכישות במסחר המקוון מאתרי אופנה זרים, גם הרשתות הישראליות הקימו אתרי מסחר מקוון לשיווק מוצרי הלבשה והנעלה, כגון Terminal X אשר פועל תחת קבוצת פוקס והקבוצות קסטרו, גולף ודלתא מפעילות אתרי מסחר מקוון לחנויות הפיזיות שלהן. בהתאם להערכות של חברת הייעוץ צ'מנסקי בן שחר, נתח השוק של המסחר המקוון צפוי בשנים הבאות צפוי להגיע לכ-60% - 70% מסך שוק ההלבשה והנעלה. המשך הגידול במכירות און-ליין תלוי במידה רבה גם בהתבססות המודל העסקי והצעת הערך מצד הרשתות.

מיצובה העסקי של החברה נתמך בהצעת ערך המייצרת בידול, ומנגד החברה היא שחקנית קטנה בענף

החברה בעלת מיצוב עסקי בינוני, הנובע מנתח שוק קטן בתחום האופנה וההלבשה (החברה מעריכה כי מכירותיה בשנת 2022 אינן עולות על 10% מגודל השוק של אופנת הלבשת הילדים בישראל). החברה פועלת בשוק תחרותי במיוחד הכולל גופים רבים, בהם יצרנים, יבואנים, רשתות אופנה בינלאומיות, רשתות אופנה מקומיות, אתרי אינטרנט בינלאומיים ומקומיים וחנויות פרטיות. הצעת הערך של החברה כוללת בידול באמצעות מחירים אטרקטיביים, פנייה לפלחי אוכלוסייה יעודיים בדגש על קהל לקוחות המאופיין ברגישות למחיר תוך התבססות על מיקום תומך ומתן הנחות. החברה מתמקדת בפורמט בגדי הילדים בלבד תוך יישום מודל זכיינות. לחברה פעילות ענפה במגזר החרדי ובמגזר הערבי אשר האחרון אף מאופיין במודל הפעלה שמשיית את עלויות החכירה אף הן על הזכייין.

² סקירה כלכלית - ניתוח השפעת הפחתת מכסי יבוא על מדדי מחירים לצרכן בענפי ההלבשה והנעלה, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי

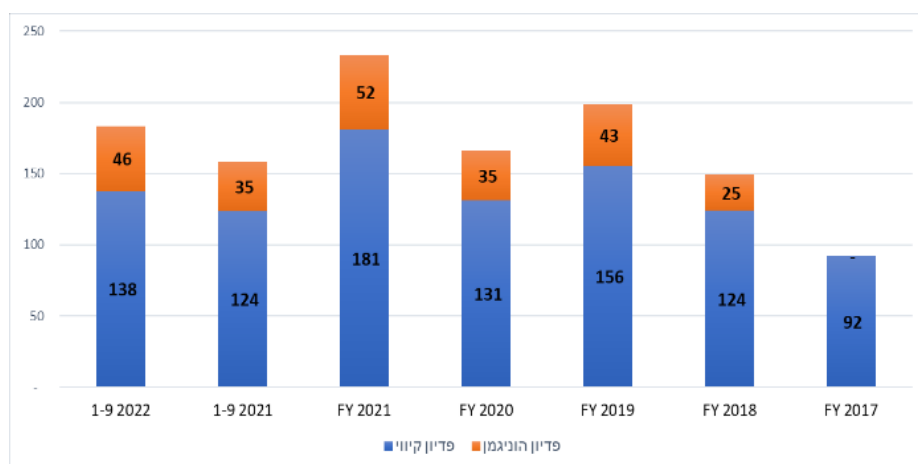
בניגוד לחברות בקבוצת השוואה אשר להן סל מוצרים רחב יותר ומגוון מותגים בתחומי אופנת הילדים, נשים, גברים וקטגוריות נוספות, החברה מתמקדת בבגדי הילדים בלבד. לחברה אין מועדון לקוחות דומיננטי בהשוואה לשחקניות אחרות בענף וערוץ המכירה באון-ליין שלה מצוי עדיין בתחילת הדרך. להערכת מידרוג, החברה תידרש להשקעות נוספות, ככל שתיבחר להפוך לגורם משמעותי בשוק האון-ליין הצומח. אסטרטגיית החברה שמה דגש על הרחבת הפריסה הגיאוגרפית באזורים רחבים בארץ ומכירת ביגוד ילדים ייעודיים לילדים במגזר החרדי ובמגזר הערבי. פריסת סניפים רחבה ברחבי ישראל, מיקום הסניפים ומכירת קולקציות ייעודיות לפלחי אוכלוסיה ספציפיים תורמים להצעת הערך של החברה, Value for money, למגוון פלחי אוכלוסיה.

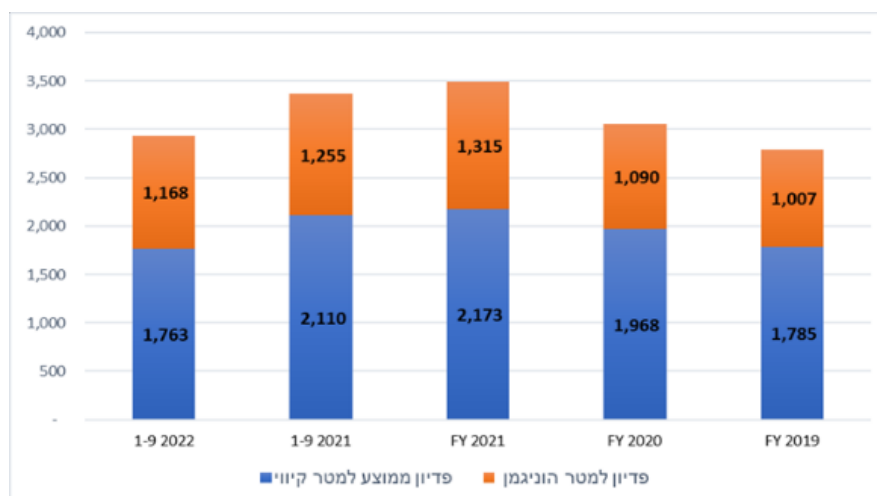
הכנסות החברה צמחו מסך של כ-200 מ' ש בשנת 2019 לסך של כ-240 מ' ש בשנת 2021, כאשר במקביל מספר הסניפים באותה תקופה גדל מ-152 ל-160 ושטח המכירה גדל מ-11,399 מ"ר ל-13,192 מ"ר. נוסף, החברה הציגה צמיחה במכירות חנויות זהות (SSS) בין השנים 2019 ל-2021 של 16.5% וזאת ביתר שאת מהצמיחה הממוצעת של החברות הציבוריות הגדולות בענף, הערכתנו כי עם הגידול בשטחי המסחר הממוצעים של החנויות השונות החברה תציג שחיקה בצמיחה בחנויות זהות.

בהתאם לתחזית מידרוג לשנים 2022-2023, מידרוג מעריכה את מחזור המכירות של החברה בטווח של 260 - 300 מ' ש וזאת מצד אחד לאור פתיחת סניפים חדשים (להערכת מידרוג, מספר הסניפים יעמוד על 178 בסוף שנת 2023) והרחבת סניפים קיימים, ומצד שני שחיקה בפדיון הממוצע למטר הנובע משחיקה במכירות חנויות זהות והגדלת שטחי הסניפים.

אנו מניחים כי הצמיחה הפנימית בחברה בשנתיים הקרובות תעמוד על שיעור מתון כאשר פוטנציאל הצמיחה העיקרי של החברה טמון בצמיחה אנאורגנית דרך הרחבת הרשת, אסטרטגיית הצמיחה של החברה מכוונת לשני ערוצים שונים: האחד הינו הרחבת מספר הסניפים ושטחם, והשנייה, הרחבת סל המוצרים בחנויות ע"י הוספת אביזרי לבוש ונעליים, בעיקר למגזר הדתי. בנוסף, החברה בוחנת מעת לעת רכישת רשתות נוספות, מידרוג מעריכה כי הרחבת סל המוצרים תתרום לחיזוק פדיון החנויות.

תרשים 1: התפתחות הכנסות לפי מגזרי מכירות, מיליוני ₪



תרשים 2: התפתחות פדיון ממוצע למטר לפי מגזר מכירות, נתונים ב-ש**רווחיות תפעולית בולטת לטובה ביחס לענף, אך צפויה להישחק במהלך שנות התחזית**

החברה מציגה רווחיות תפעולית גבוהה יחסית לענף, המושפעת לטובה מצמיחה גבוהה במכירות חנויות (SSS) (כ- 16% בשנת 2021 לעומת שנת 2019 ו-כ- 8.8% בתקופה של 1-9/2022 לעומת 1-9/2021) ופדיון למ"ר גבוה משמעותית (כ- 1,816 ש"ח למטר ממוצע לשנתיים האחרונות) למול חברות ההשוואה, הנובע משטח מכירה יחסית נמוך לענף, ומודל עסקי ייחודי בענף האופנה - הזכיינות התפעולית. שטחי החנויות של החברה בגודל של 70-75 מ"ר בממוצע, מחד החנויות מאופיינות בשטח צר למול סניפי המתחרות ומנגד תורמות לפדיון למ"ר גבוה ביחס לחברות ההשוואה. להערכתנו, יתרונות אלו מהווים יתרון לקוטן, אשר עם הגדלת שטחי החנויות והגדלת מספר החנויות עלולים להביא לפגיעה בפדיון למ"ר ולקניבליזציה בין סניפים באזורים גאוגרפים מסוימים, כך שלאורך זמן אנו מעריכים שחיקה בפדיון למ"ר בחנויות זהות וזאת גם לאור תנאי מאקרו חלשים השוררים כיום במשק, אסטרטגיית החברה להגדלת שטחי החנויות ותכנית החברה להרחיב את קווי המוצרים שהיא מוכרת בסניפים.

במהלך תשעת החודשים הראשונים לשנת 2022 החברה רשמה קיטון בפדיון למ"ר מכ- 1,836 ש"ח למטר לכ- 1,564 ש"ח למ"ר. הדבר נובע בעיקר מתוצאות רבעון ראשון של שנת 2022 אשר הושפעו בין היתר מהתפשטות זן ה"אומיקרון" והמגבלות שהוחלו בעקבותיו שהביאו לירידה משמעותית בכמות המבקרים במרכזי הקניות.

שיעור הרווח הגולמי של החברה בתקופת 1-9/2022 הינו 61.9% לעומת ממוצע של 60% בשנים 2019-2021. לאור מודל הזכיינות של החברה הרווחיות התפעולית של החברה הינה גבוהה למול חברות ההשוואה. העלויות התפעוליות של החברה מורכבות בעיקר מעלויות שכירות ודמי ניהול, שכר ודמי הפעלה למפעילים שנגזרים מפדיון החנויות ומהווים בממוצע 39% מהוצאות החברה. מידרוג רואה את מודל הזכיינות של החברה כגורם המטיב רווחיות, שכן למרות עלייה בהוצאות דמי מפעיל, חלף הוצאות שכר, המודל מהווה תמריץ למפעילים להגדיל את את פדיון החנויות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2023 הונחו מספר הנחות מרכזיות כדלקמן: (1) שחיקה בפדיון ממוצע למ"ר בחנויות זהות (2) המשך גידול בהוצאות התפעוליות כפועל יוצא של פתיחת סניפים והגדלת שטח סניפים קיימים (3) עלייה בהוצאות הנהלה וכלליות. בתחזית לשנים 2022-2023 מידרוג צופה שחיקה בפדיון למ"ר בטווח של 15%-17% לעומת הפדיון הממוצע למטר בשנת 2021, ירידה הנובעת בעיקרה מירידה בפדיון הממוצע למטר בחנויות זהות, גידול בשטח המכירה וציפייה לסביבה כלכלית מאתגרת בתרחיש הבסיס אשר תשפיע על ענף קמעונאות האופנה.

שיעור הרווח התפעולי של החברה בתקופה 1-9/2022 עמד על 13% לעומת 18% בתקופה מקבילה אשתקד ולמול כ- 17% ממוצע בשנים 2020-2021. הרווח התפעולי החזוי צפוי לנוע בין 13%-15% (כ- 19% בשנת 2021) בתרחיש הבסיס לשנת 2023 - עדיין גבוה ביחס לענף. השחיקה ברווח התפעולי נובעת בעיקרה מעליה בהוצאות התפעוליות.

הגידול במחזור המכירות, במצבת הסניפים ובשטחי המסחר, משפרים להערכת מידרוג את מיצועה העסקי של החברה, באמצעות חיזוק כוחה מול ספקים, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסניפים והגדלת פיזור ההכנסות והתרומה בין הסניפים. מנגד להערכתנו כאמור החברה תרשום ירידה במדדים כדוגמת פדיון למר וצמיחה במכירות חנויות הזהות (SSS).

מינוף יחסי כיסוי בולטים לטובה לרמת הדירוג וצפויים להישמר בעתיד

הרווח התפעולי המותאם לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 65-75 מ' ש' לשנה בתחזית מידרוג לשנים 2022-2023, (כ- 67 מ' ש' בשנת 2021) ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 50-60 מ' ש' לשנה בתקופת התחזית (בהשוואה ל-54 מ' ש' בשנת 2021).

נכון ליום 30 בספטמבר 2022 לחברה יתרת חוב פיננסי מותאם של 160 מ' ש', מתוכם 145 מ' ש' התחייבויות חכירה וכ-15 מ' ש' התחייבויות לבנקים (לעומת 115 מ' ש' ביום 31 בדצמבר 2021). נציין כי התחייבויות החכירה מהוות מרכיב מהותי במאזן החברה. חלק מהתחייבויות החכירה של החברה צמודות למדד, דבר אשר בהינתן עליות במדד עלול להשפיע לשלילה על היקף החוב והוצאות המימון הנגזרות מכך.

יחסי הכיסוי של החברה בולטים לטובה ביחס לדירוג. יחס החוב ברוטו מותאם ל-EBITDA נכון ליום 30 בספטמבר 2022 עמד על 2.39 (לעומת 1.92 בשנת 2021). השחיקה בין 31.12.2021 ל-30.9.2022 נובעת בעיקר מגידול בחוב הפיננסי הנובע מהתחייבות החכירות עם גידול במצבת הסניפים של החברה.

מידרוג מעריכה כי יחס החוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בתרחיש הבסיס לשנת 2023 בטווח של 2.5-3 (לעומת 1.92 בשנת 2021) ויחס הרווח התפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בטווח של 4-5 בתקופת התחזית לשנת 2023 (לעומת 12.68 בשנת 2021).

ההון העצמי של החברה ליום 30 בספטמבר 2022 הסתכם בכ-89 מ' ש' המייצגים יחס הון למאזן של 31%. מידרוג צופה יחס הון למאזן בתרחיש הבסיס לשנת 2023 בטווח של 25%-28%. הירידה ביחס ההון למאזן מושפעת בעיקרה מגיוס חוב של 60 מ' ש' לצורך הפעילות השוטפת והרחבתה, מתוכו 20 מ' ש' יחולקו כדיבידנד מיוחד לבעל השליטה של החברה מיד לאחר ההנפקה כך שפרפורמה לגיוס ההון העצמי של החברה יסתכם לכ-69 מ' ש', להערכתנו כרית ההון המהווה הספיגה של החברה הינה נמוכה, המוגבלת גם לאור היקף פעילות צריכותה של החברה לעבות כרית זו בטווח התחזית מוגבלת נוכח רווח נקי צר וחלוקות דיבידנדים.

נזילות וגמישות פיננסית סבירות; מחד יכולת ייצור מזומנים סבירה לרמת הדירוג, מנגד השקעות הוניות לצד מדיניות דיבידנד אגרסיבית

נכון ליום 30 בספטמבר 2022 הסתכמו יתרות המזומנים להיקפים נמוכים של כ-3 מ' ש'. עם הנפקת האג"ח האמורה מידרוג צופה כי בשנות התחזית לשנים 2022-2023 יתרת המזומנים של החברה תעמוד בטווח של 20-50 מ' ש'. החברה משקיעה בצורה נרחבת בשיפוץ סניפים קיימים ובהקמת סניפים חדשים. צרכי ההשקעה של החברה, הכוללים את פירעון התחייבויות החכירה, עמדו על סך של 21 מ' ש' ו-15 מ' ש' בשנים 2021 ו-2020 בהתאמה. צרכי ההשקעות ההוניות (בעיקר פתיחת סניפים והגדלת שטחי מסחר קיימים) צפויות לנוע בטווח של 25-35 מ' ש' לשנה בתחזית מידרוג לשנים 2022-2023. התזרים החופשי של החברה תנודתי לאורך זמן ומושפע מצורכי ההון החוזר (בעיקר מלאי) ומהשקעות ברכוש קבוע (בעיקר שיפורים במושכר), אשר יגדלו ככל שקצב הצמיחה של החברה יואץ.

לחברה צרכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לאורך חודשי השנה, תוך שהיא אינה מחזיקה יתרות נזילות מהותיות לאורך זמן. מאפייני העונתיות בענף גוזרים עלייה חדה בצורכי ההון החוזר ברבעון הראשון והשלישי של השנה הקלנדרית, עקב הצטיידות במלאים והיקף מכירות גבוה ברבעונים השני והרביעי. להערכת מידרוג, בתרחיש הבסיס לשנת 2023, יכולת ייצור המזומנים (FCF) של החברה צפויה להיות שלילית ולעמוד על טווח של (18) - (15) מ' ש'.

לוח הסילוקין של החברה נוח והחברה צפויה לפרוע כ-25 וכ-12 מ' ש' קרן חוב ז"א בשנים 2023 ו-2024 בהתאמה. הפרעון יתבצע באמצעות יתרות המזומנים ו/או מסגרות האשראי של החברה.

לחברה מסגרות אשראי ליום 30.09.2022 בסך של כ-15 מ' ש, מתוכן כ-5 מ' ש פנויים. הערכתנו כי מסגרות החברה המחייבות הנן בהיקפים נמוכים ופעילות החברה ממומנת בעיקר על ידי חוב לספקים, ימי הספקים עמדו בשלוש השנים האחרונות על ממוצע של כ-87 ימים, לעומת ימי לקוחות ממוצעים של 5 ימים. במועד ההנפקה, החברה צפויה לחלק דיבידנד מיוחד בסך 20 מ' ש ולאמץ מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור שלא יעלה על 50% מהרווח הנקי, בתנאי שהרווח הנקי לא יפחת מ-10 מ' ש. במסגרת גיוס אגרות החוב, החברה תידרש לעמוד באמות מידה הבאות (1) הון עצמי לא יפחת מסך של 40 מ' ש (2) היחס שבין ההון העצמי למאזן לא יפחת מ-25%. יחס ההון למאזן הנקוב בשטר הנאמנות הינו בנטרול תקן IFRS 16. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2023, החברה צפויה לעמוד במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, לחברה חשיפה נמוכה לסיכוני סביבה וחברה לצד חשיפה נמוכה-בינונית לסיכוני רגולציה וציות. לחברה חשיפה בינונית לסיכוני ממשל תאגידי, המתייחסים בעיקר לקיומן של עסקאות משמעותיות עם צדדים קשורים (הלוואות ותרומות), היעדר ביקורת פנים עד כה וכהונתם של בני משפחתו של בעל השליטה והמנכ"ל בתפקידים שונים בחברה. לאחר השלמת הליך הנפקת אגרות החוב, החברה תהפוך לתאגיד מדווח בהתאם להנחיות הרשות לניירות ערך, ובהתאם לכך החברה תאמץ את ההוראות הרלוונטיות, כגון קביעת נהלים לעסקות בעלי עניין, מינוי דירקטורים חיצוניים, מינוי מבקר פנים וכו'. לאור כל אלו, בשלב זה איננו לוקחים כשיקול נוסף לדירוג את השפעת ה-ESG על פרופיל האשראי של החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

היקף צר של הכנסות ותזרים תפעולי

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לשלילה את היקף הפעילות והמחזור הצר של החברה, וכן תזרים תפעולי נמוך המופנה בעיקר להשקעות הוניות. בנוסף, חלוקת דיבידנדים מיוחדת אגב גיוס החוב ובהמשך מדיניות דיבידנד בשיעור גבוה יחסית מהרווח הנקי משפיעה לשלילה על חוסנה הפיננסי של החברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	יציבות סל המוצרים של הקמעונאי והביקושים	ענף הפעילות
Ba.il	---	Ba.il	---	מאפיינים תחרותיים	
Ba.il	260-300 מ' ש	Ba.il	262 מ' ש	היקף פעילות LTM	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
Aaa.il	15%-13%	Aaa.il	13.5%	שיעור רווח תפעולי להכנסות	רווחיות
A.il	28%-25%	A.il	31%	הון עצמי / סך המאזן	פרופיל פיננסי
A.il	4-5	Aaa.il	10.34	רווח תפעולי / הוצאות ריבית LTM	
Aa.il	2.6-3	Aa.il	2.39	חוב ברוטו מותאם / EBITDA LTM	
A.il	FFO - 50-60 מ' ש	A.il	FFO LTM 58 מ' ש	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	תזרים ויחסי כיסוי
	24- FFO-CapEx מ' ש 29		FFO-Capex LTM 27 מ' ש		
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A3.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.

[2] נתוני המדידה בתחזית הם בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

דוחות קשורים

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

27.12.2022

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

27.12.2022

שם יוזם הדירוג:

אבני שוהם אופנה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

אבני שוהם אופנה 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 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").

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 וליסיוני 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 סיכונים 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות 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 בייעוץ 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 ויהיה 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>