

מיטב בית השקעות בע"מ¹

מעקב ופעולת דירוג | ספטמבר 2022

אנשי קשר:

צביקה ארליכמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
Tzvika.e@midroog.co.il

ניל הראל

ראש צוות, מעריך דירוג משני
[Nilh@midroog.co.il](mailto:nilh@midroog.co.il)

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
Itay.navarra@midroog.co.il

¹ חברת מיטב בית השקעות בע"מ מחזיקה [בעקיפין] 4.9% מהון המניות של מידרוג בע"מ. מניות החברה חסרות אמצעי שליטה כלשהם.

מיטב בית השקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1.il	דירוג סדרות
-------------------	-------	-------------

מידורג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה מיטב בית השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מיטב").
אופק הדירוג שלילי.

כמו כן, מידורג קובעת דירוג A1.il באופק שלילי לאגרות חוב (הרחבת סדרה ד') שתנפיק החברה בסך של עד 165 מיליון ש"ח ע.ג.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ג'	1121763	A1.il	שלילי	10/12/2025
סדרה ד'	1161371	A1.il	שלילי	10/12/2029

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב, ובפיזור קווי עסקים התומכים ביכולת יצור הרווחים. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות ואיתנות פיננסית סבירות לרמת הדירוג, כאשר פרופיל הנזילות הטוב תומך באיתנותה הפיננסית של החברה. מיטב הינו בית ההשקעות מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 213 מיליארד ₪ ליום ה- 30 ביוני 2022 (31 בדצמבר 2021: כ- 222 מיליארד ₪), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית, הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. יחד עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל).

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023 אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ- 3.5%-5.0% בשנים 2022-2023 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל להערכתנו בטווח הזמן הקצר, וזאת על רקע סביבת האינפלציה הצפויה לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, אשר צפויים להשפיע על קצב העלאות הריבית בטווח התחזית ומשכך להשליך על התמתנות בפעילות הכלכלית במשך. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר ימתנו אף הם את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים) נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. מנגד, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב) המנוהלים דרך קרנות נאמנות וניהול תיקים.

בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הסביבה העסקית המאתגרת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לצמוח בהיקף מצטבר של כ-10% בשנים 2022-2023, ועם שונות בענפי הפעילות.

יחד עם זאת, אנו מעריכים עליה בהיקף ההכנסות בטווח שבין 2.5%-5.5%, וזאת בעיקר בשל השפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים שתקוזז מהמשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים, נוכח התחרות האגרסיבית כאשר השפעת התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר ימותנו מקצב העלאות הריבית בטווח התחזית, אשר עשויות להשליך לחיוב על פוטנציאל התשואה ומשכך על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה בעיקר בתחומי הקרנות. היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב גבוה יחסית במהלך שנת 2022, בשיעור של כ-10%-15%, לאור העליה הצפויה בהיקף ההוצאות הישירות הנגזרות מהגידול בהיקף הנכסים, מגידול בהוצאות המימון

בעיקר בגין השפעות המדד על התחייבויות החברה (בעיקר אגרות חוב (סדרה ג') והפרשות לתביעות משפטיות). כך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לנוע בטווח שבין 16%-13%, כאשר הטווח התחתון עודנו נמוך ביחס לדירוג. נציין, כי ביום 25 באוגוסט 2021, ניתן פסק דין אשר קבע שמיטב גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "מיטב גמל") גבתה שלא כדין דמי ניהול מחשבונות העמיתים תוך הפרת ההסכמים עימם. בהמשך לכך, ביום 20 בדצמבר 2021, נתן בית המשפט המחוזי בתל אביב פסק דין משלים בהליכים האמורים, ובהתאם לכך נקבע סכום השבה כולל אשר עמד על כ-400 מיליון ש"ח וכלל גם שכר טרחה של עורכי הדין המייצגים וגמול לתובעים הייצוגיים, אשר יהיו מתוך סכום ההשבה, ויעמדו על כ-15.8 מיליון ש"ח וכ-2.3 מיליון ש"ח, בהתאמה. כתוצאה מכך, ביצעה החברה הפרשה מהותית בסכום של כ-400 מיליון ש"ח כאמור, אשר מהווה את מלוא הסכום שנקבע בפסק הדין. מיטב גמל הגישה ערעור על פסק הדין. כמו כן, גם התובעים הגישו ערעור על פסק הדין.

לאור זאת, ה-EBITDA בשנה זו הושפעה לשלילה נוכח ההפרשה כאמור (לא כולל סך של כ-114 מיליון ש"ח מתוך סך ההפרשה, אשר נזקפו במסגרת הוצאות המימון). הפגיעה בגמישות הפיננסית התבטאה גם בחריגה מאמת המידה הפיננסית בה התחייבה החברה לעמוד, של היחס שבין חוב פיננסי נטו לרווח תפעולי באופן אשר הקנה עילה למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד') של החברה להעמיד את אגרות החוב (סדרה ד') לפירעון מיידי. עם זאת, לבקשת החברה ביום 22 בנובמבר 2021, התכנסה אסיפה של בעלי אגרות החוב (סדרה ד') (להלן: "האסיפה") במסגרתה ביקשה החברה לתקן את שטר הנאמנות של אגרות החוב להלן, לרבות העלאת שיעור הריבית בגין חריגה מאמות מידה פיננסית לשיעור של 0.4% לשנה (חלף 0.25% בגין חריגה מכל אמת מידה פיננסית לצורך שינוי הריבית). כמו כן, במסגרת האסיפה הוסכם כי בחישוב הרווח התפעולי, בבדיקת אמות המידה הפיננסיות הנדרשות לצורך בחינת עילה לפירעון מיידי, ינטרל הסכום הכולל של ההפרשה, לרבות חבויות השיפוי הנובעות ממנו, תשואות והצמדות בגין סכומי ההשבה והפרשה בגין גמול לתובע הייצוגי ושכר טרחת עורכי הדין, אך בכל מקרה לא יותר מסך של 450 מיליון ש"ח. נציין, כי בהתאם לתנאי שטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה ג') של החברה, ביצוע ההפרשה לא הביא להתקיימות עילה להעמדה לפירעון מיידי של אגרות החוב (סדרה ג'). בנוסף לכך, אנו צופים כי היקף החוב ברוטו צפוי לעלות בטווח התחזית, בהיקף של עד 150 מיליון ש"ח לצורך שימושיה השוטפים של החברה, וכי תיתכן עליה נוספת בהיקף של עד כ-350 מיליון ש"ח, אשר הועמדו למיטב גמל על ידי המערכת הבנקאית, כנגד פיקדון ואשר יתכן וחלק מהסך הנ"ל (עד מלוא הסכום) יועמד כהלואה לזמן ארוך כאשר הפיקדון ישמש לביצוע פסק דין חלוט, במידת הצורך. יחד עם זאת, אנו צופים כי ה-EBITDA המותאמת תנוע בטווח שבין 270-315 מיליון ש"ח בטווח התחזית, אשר ישמשו, בין היתר, לצורך הפרעונות השוטפים הצפויים של החברה, כך שיחס החוב ל-EBITDA ינוע בטווח שבין 4.6-4.9, אשר הינו איטי ביחס לדירוג ומעבי על הגמישות הפיננסית של החברה.

בנוסף, לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני צפוי לעמוד על טווח שבין 170-195 מיליון ש"ח, אשר יתמוך במידה מסוימת בקיטון בחוב (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) בשנתיים הקרובות, בהתאם ללוח הסילוקין. כמו כן, בתרחיש זה אנו מניחים כי תחול עליה בהיקף החוב של החברה, בסך של עד 150 מיליון ש"ח (באמצעות הרחבת סדרה ד'), ועליה בהיקף החוב של מיטב גמל בסך של עד 350 מיליון ש"ח, כמפורט לעיל ובהתאם לכך, יחס הכיסוי חוב ל-FFO המותאם צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 6.4-8.9, אשר הינו איטי ביחס לדירוג. נציין כי ביום ה-10 בדצמבר, 2022, אמורה החברה לפרוע חלויות שוטפות של אגרות חוב (סדרה ג' וסדרה ד'), בסך מוערך של כ-120 מיליון ש"ח. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים) ביחס לחוב הפיננסי, המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף את הערכתנו כי בעקבות ההשפעה השלילית מתוקף פסק הדין כנגד מיטב גמל, בדבר גביית דמי ניהול מעמיתי קופת הגמל תגמולים, שנרכשה על ידיה בשנת 2007, וזאת כנטען בניגוד להתחייבויות חוזיות שהוסכמו בטרם רכשתה על ידי מיטב גמל, אשר הובילו את החברה לבצע הפרשה מהותית בטווח הזמן הקצר שהיקפה עומד על כ-414 מיליון ש"ח ליום 30 ביוני 2022. אנו צופים פגיעה בפרופיל הפיננסי ויחסי הכיסוי של החברה אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג.

מנגד, אנו סבורים כי לחברה יש יכולת לבצע את ההתאמות הנדרשות, בעת הצורך, לרבות ביצוע הנפקת הון, צבירת הון, הגדלת מסגרות האשראי ומכירת נכסים, אשר תומכים להערכתנו ביציבותה של החברה, וכתלות בתוצאות ערעור פסק הדין ומתן פסק דין חלוט בעניין.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג :

- פגיעה משמעותית בפרופיל העסקי
- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי התזרימיים
- שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית
- השלכות שליליות מהותיות מתוקף פסק הדין שהתקבל בבית המשפט המחוזי בתל אביב, שישיע על המינוף, יחסי הכיסוי ויכולת העמידה בקובננטים

מיטב בית השקעות בע"מ - נתונים עיקריים (במיליון ₪)

2018	2019	2020	2021	30.06.2021	30.06.2022	
341	416	470	467	534	421	יתרות נזילות חופשיות [1]
818	1,120	1,190	1,210	1,346	1,213	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) [2]
825	860	979	507	976	555	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
2,864	3,251	3,532	4,142	4,145	4,451	סה"כ נכסים
887	934	1,014	1,144	573	574	הכנסות
133	146	281	(299)	121	86	רווח לפני מס
218	240	233	(47)	132	149	EBITDA [3]
125	164	107	(365)	71	82	FFO [3]
126,550	139,198	146,829	222,766	163,812	213,923	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידרוג

29%	26%	28%	12%	24%	12%	הון למאזן מתואם
42%	37%	39%	39%	40%	35%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
15%	16%	28%	(26%)	21%	15%	רווח לפני מס להכנסות
26%	29%	27%	(5%)	39%	(1%)	EBITDA להכנסות [4]
3.8x	4.7x	5.1x	(25.5x)	5.9x	(39.5x)	חוב ברוטו ל- EBITDA [5]
6.6x	6.8x	11.1x	(3.3x)	15.7x	(3.4x)	חוב ברוטו ל- FFO [5]

* החל משנת 2019 החברה החלה ליישם את תקן חשבונאות IFRS 16. מספרי השוואה בתקופות קודמות לא עודכנו רטרופקטיבית.

- [1] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים
- [2] החוב הפיננסי המתואם כולל אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים, התחייבויות בגין מכירת ניירות ערך בחסר, הלוואות מתאגידים בנקאיים, אגרות חוב, התחייבויות וזכאים בגין רכישת מניות, והתחייבויות לבעלי מניות בחברה מאוחדת החל משנת 2019 כולל התחייבות בגין חכירה (IFRS16)
- [3] מה: EBITDA ו- FFO נטרלו תוצאות מימון חוץ בנקאי, בתוספת דיבידנד ששולם מפניסולה
- [4] הכנסות בנטרול הכנסות מימון בגין מימון חוץ בנקאי, מימון ונוסטרו
- [5] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו באותו תאריך (אינו כולל התאמה בגין IFRS 16 בנתוני 2018)

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג פרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים תומכים ביכולת ייצור ההכנסות, הסביבה

העסקית תמשיך להיות מאתגרת

לחברה פרופיל עסקי טוב, הנתמך בגודל משמעותי, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, נתחי שוק משמעותיים בעסקי הליבה, מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ובפיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות של החברה לאורך המחזור.

מיטב הינו בית ההשקעות מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 213 מיליארד ₪ ליום ה- 30 בינוי 2022, התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות.

היקף הנכסים במגזר חיסכון ארוך טווח (גמל ופנסיה) עמד נכון ל-30 ביוני 2022 על כ-89 מיליארד ₪ (31 בדצמבר 2021: 85 מיליארד ₪) כאשר החברה הוסיפה לצמוח אורגנית בתקופה זו ונהנתה מצבירות נטו חיוביות במגזר זה, בקיזוז תשואה שלילית במהלך החציון הראשון לשנת 2022. נציין כי, תחום הפנסיה, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה גם בשל הפקדות שוטפות משמעותיות, הוסיף לצמוח בשנה זו גם מתוקף בחירתה של קרן הפנסיה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה הנבחרות בפעם השלישית החל מחודש נובמבר 2021 ועד ליום 31 באוקטובר 2024 אשר עשוי להמשיך ולהיטיב להערכתנו על פעילותה של מיטב גמל, כאשר מנגד קידום קרן פנסיה נבחרת מגביר את התחרות ואת מגמת השחיקה בדמי הניהול הממוצעים שקרנות הפנסיה גובות.

תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי יחסית של מוצרים בעלי חשיפה לשינוי שוק קצרי טווח, אולם לעיתים בעלי אופי השפעה מקיף (תחום קרנות הנאמנות היווה כ-27% מסך הנכסים המנוהלים וכ-30% מההכנסות בשנת 2021) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה אורגני נמוך (נכסי ניהול תיקים מהווים כ-32% מסך הנכסים המנוהלים לאותה התקופה). הטיה זו משתקפת בפדיונות נטו משמעותיים בחציון הראשון לשנת 2022 בעיקר בתחום הקרנות, נוכח הסביבה העסקית המתגברת, פוטנציאל תשואות תנודתי ונמוך שעודד ניהול השקעות אקטיבי וכן ההשפעה של סביבת האינפלציה והריבית, שהגבירו את אי הוודאות בשווקים. עם זאת, לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית, הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. כמו כן, הקטנת התלות בפעילות ניהול הנכסים ושוק ההון בשנים האחרונות, צפויה להערכתנו להמשיך ולהשפיע לטובה על יציבות ההכנסות והרווחיות, בין היתר על ידי צמיחה בתחומים נוספים ובהם מגזר אשראי חוץ בנקאי, חבר בורסה ובורקראז' מוסדי. בנוסף, החברה פועלת לפיתוח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות מסוגים שונים אך להערכתנו התרומה שלהם בטווח הקצר-בינוני תהיה נמוכה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.5%-5.0% בשנים 2022-2023 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל להערכתנו בטווח הזמן הקצר, וזאת על רקע סביבת האינפלציה הצפויה לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, אשר צפויים להשפיע על קצב העלאות הריבית בטווח התחזית ומשכך להשליך על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוק ההון כאמור, אשר ימתנו אף הם את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים) נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. מנגד, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב) המנוהלים דרך קרנות נאמנות וניהול תיקים.

בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הסביבה העסקית המתגברת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לצמוח בהיקף מצטבר של כ-10% בשנים 2022-2023, ועם שונות בענפי הפעילות. בתוך כך אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין 215-245 מיליארד ₪ בשנים 2022-2023 וכנגזר יוביל לגידול בסך ההכנסות בטווח שבין 1,150-1,230 מיליון ₪.

כרית הרווחיות צפויה להיות נמוכה ביחס לדירוג אולם להשתפר בטווח הבינוני

לחברה יכולת יצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.46% בממוצע בשנים 2018-2021), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ובפיזור מקורות הכנסה, כאמור. כמו כן, מגזר אשראי חוץ בנקאי, אשר מושפע בעיקרו מפעילותה של פינסולה, מאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית, התומך בפיזור ההכנסות וברווחיות החברה, כאשר משקל מגזר זה מסך ההכנסות עלה בשנים האחרונות ועמד על כ-17% נכון לשנת 2021.

נציין כי במהלך שנת 2021, רווחיות החברה הושפעה לשלילה בעיקר מהפרשה בגין תביעות משפטיות בהיקף של כ-488 מיליוני ש"ח ליום 30 ביוני 2022, וזאת על אף השיפור בפרופיל העיסקי אשר התבטא בגידול משמעותי בהיקף הנכסים באותה תקופה, ויציבות מסוימת בשיעור דמי הניהול הכולל בגין ניהול הנכסים אשר גובה החברה.

בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו מעריכים עליה בהיקף ההכנסות בטווח שבין 2.5%-5.5%, וזאת בעיקר בשל השפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים שתקוזז מהמשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים, נוכח התחרות האגרסיבית כאשר השפעת התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר ימותנו מקצב העלאות הריבית בטווח התחזית, אשר עשויות להשליך לחיוב על פוטנציאל התשואה ומשכך על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה בעיקר בתחומי הקרנות. היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב גבוה יחסית במהלך שנת 2022, בשיעור של כ-10%-15%, לאור העליה הצפויה בהיקף ההוצאות הישירות הנגזרות מהגידול בהיקף הנכסים, מגידול בהוצאות המימון בעיקר מהשפעות המדד על התחייבויות החברה (בעיקר אגרות חוב (סדרה ג') והפרשות לתביעות משפטיות). כך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לנוע בטווח שבין 13%-16%, כאשר הטווח התחתון עודנו נמוך ביחס לדירוג.

צפי לשיפור במינוף המאזני אשר הינו נמוך ביחס לדירוג, כאשר יחס הכיסוי איטי ביחס לדירוג

נכון ליום 30 ביוני 2022, סך ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה עמד על כ-555 מיליוני ש"ח המהווה שחיקה של כ-43% ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-976 מיליוני ש"ח נכון ל-30 ביוני 2021). שחיקה זו נבעה כאמור כתוצאה מהפרשה מהותית בגין תביעה משפטית (כולל חבויות שיפוי והצמדות) בסך של כ-595 מיליון ש"ח (נכון ל-30 ביוני 2022) ובתוספת צבירת רווחים בניכוי דיבידנד בסך של כ-15 מיליון ש"ח שחולק ביום 9 בספטמבר 2021. כתוצאה מכך, יחס המינוף המאזני עמד נכון ליום 30 ביוני 2022, על כ-19% אשר הינו נמוך ביחס לדירוג. עם זאת, אנו מעריכים כי החברה תפעל לבניית הכרית ההונית ולשפר את יחס המינוף המאזני בטווח התחזית, וזאת נוכח צבירת רווחים שוטפים וללא הנחה לחלוקת דיבידנדים בשנים 2022-2023, וזאת כל עוד קיימת אי וודאות לגבי פסק הדין. כמו כן, בכוונת החברה, כפי שצינה בדוחותיה הכספיים לשנת 2021, לבצע הנפקת זכויות בהיקף משוער של כ-150 מיליון ש"ח (בכפוף להחלטה סופית של דירקטוריון החברה לביצוע ההנפקה) הכוללת התחייבויות של בעלי השליטה בחברה לעניין השתתפות בהנפקת הזכויות, אשר נלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידורג. בהתאם לכך, יחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח שבין 22%-24% בטווח התחזית, אשר הינו סביר ביחס לדירוג.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני צפוי לעמוד על טווח שבין 175-195 מיליון ש"ח, אשר יתמוך במידה מסוימת בקיטון בחוב (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) בשנתיים הקרובות, בהתאם ללוח הסילוקין. כמו כן, בתרחיש זה אנו מניחים כי תחול עליה בהיקף החוב של החברה, בסך של עד 150 מיליון ש"ח (באמצעות הרחבת סדרה ד'), ועליה בהיקף החוב של מיטב גמל בסך של 350 מיליון ש"ח, אשר הועמדו למיטב גמל ב-4 לאוגוסט 2022, כנגד פיקדון. בהתאם לכך, יחס הכיסוי חוב ל-FFO המותאם צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 6.4-8.9, אשר הינו איטי ביחס לדירוג.

הגמישות הפיננסית מושפעת לרעה נוכח השלכות פסק הדין, אולם פרופיל הנזילות הטוב לצד הנגישות הטובה להערכתנו לגורמים המממנים ממתנים במידה מסוימת את סיכון הנזילות

ביום 25 באוגוסט 2021, ניתן פסק דין אשר קבע שמיטב גמל גבתה שלא כדין דמי ניהול מחשבונות העמיתים תוך הפרת ההסכמים עימם. בהמשך לכך, ביום 20 בדצמבר 2021, נתן בית המשפט המחוזי בתל אביב פסק דין משלים בהליכים האמורים, ובהתאם לכך נקבע סכום השבה כולל אשר עמד על כ-400 מיליון ש"ח ואשר כלל גם שכר טרחה של עורכי הדין המייצגים והגמול לתובעים הייצוגיים, אשר יהיו מתוך סכום ההשבה, ויעמדו על כ-15.8 מיליון ש"ח וכ-2.3 מיליון ש"ח, בהתאמה. כתוצאה מכך, ביצעה החברה הפרשה מהותית בסכום של כ-400 מיליון ש"ח כאמור, אשר מהווה את מלוא הסכום שנקבע בפסק הדין. מיטב גמל הגישה ערעור על פסק הדין. כמו כן, גם התובעים הגישו ערעור על פסק הדין. לאור זאת, ה-EBITDA בשנה זו הושפעה לשלילה נוכח ההפרשה כאמור (לא כולל 114 מיליון ש"ח מתוך סך ההפרשה, אשר נזקפו במסגרת הוצאות המימון). הפגיעה בגמישות הפיננסית התבטאה גם בחריגה מאמת המידה הפיננסית בה התחייבה החברה לעמוד, של היחס שבין חוב פיננסי נטו לרווח תפעולי באופן אשר הקנה למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד') של החברה אפשרות להעמיד את אגרות החוב (סדרה ד') לפירעון מיידי. עם זאת, לבקשת החברה ביום 22 בנובמבר

2021, התכנסה אסיפה של בעלי אגרות החוב (סדרה ד') במסגרתה ביקשה החברה לתקן את שטר הנאמנות של אגרות החוב להלן, לרבות העלאת שיעור הריבית בגין חריגה מאמות מידה פיננסית לשיעור של 0.4% לשנה (חלף 0.25% בגין חריגה מכל אמת מידה פיננסית לצורך שינוי הריבית). כמו כן, במסגרת האסיפה הוסכם כי בחישוב הרווח התפעולי, בבדיקת אמות המידה הפיננסיות הנדרשות לצורך בחינת עילה לפירעון מיידי, ינוטרל הסכום הכולל של ההפרשה, לרבות חביוות השיפוי הנובעות ממנו, תשואות והצמדות בגין סכומי ההשבה והפרשה בגין שכר טרחת עורכי הדין וגמול לתובעים הייצוגיים, אך בכל מקרה לא יותר מסך של 450 מיליון ש"ח. נציין כי, בהתאם לתנאי שטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה ג') של החברה, ביצוע ההפרשה לא הביא להתקיימות עילה להעמדה לפירעון מיידי של אגרות החוב (סדרה ג'). בנוסף לכך, אנו צופים כי היקף החוב ברוטו צפוי לעלות בטווח התחזית, בהיקף של עד 150 מיליון ש"ח לצורך שימושיה השוטפים של החברה, וכי תיתכן עליה נוספת בהיקף של עד כ-350 מיליון ש"ח, אשר הועמדו למיטב גמל על ידי המערכת הבנקאית, כנגד פיקדון ויתכן ויהפכו להלוואה לזמן ארוך, כמפורט לעיל, אולם קיימת אי וודאות לגבי היקפה נכון לשלב זה. יחד עם זאת, אנו צופים כי ה-EBITDA המותאמת תנוע בטווח שבין 270-315 מיליון ש"ח בטווח התחזית, אשר ישמשו, בין היתר, לצורך הפרעונות השוטפים הצפויים של החברה, כך שיחס החוב ל-EBITDA ינוע בטווח שבין 4.6-4.9, אשר הינו איטי ביחס לדירוג ומעיב על הגמישות הפיננסית של החברה. נציין כי ביום ה-10 בדצמבר, 2022, אמורה החברה לפרוע חלויות שוטפות של אגרות חוב (סדרה ג' וסדרה ד'), בסך מוערך של כ-120 מיליון ש"ח.

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים (ללא מסגרת האשראי) מהווה כ-33% מסך החוב ברוטו (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) ליום ה-30 ביוני 2022, ברמה טובה ביחס לדירוג, וצפויה להיוותר כך בתרחיש הבסיס שלנו. כמו כן, נכון ליוני 2022, פרופיל הנזילות נתמך ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-85 מיליון ש"ח המהוות כ-34% מצרכי שירות החוב של החברה 12 חודשים הקרובים, ללא החוב הפיננסי של חברות המימון החוץ בנקאי. בנוסף, לחברה פוטנציאל יצור תזרים חופשי חיובי (FCF), אשר תומך בהקטנת המינוף לאורך זמן. תזרים זה צפוי לעמוד על כ-130 וכ-155 מיליון ש"ח בשנים 2022 ו-2023 בהתאמה לאור היקף השקעות (כולל סיווג מרכיב הקרן בגין ההתחייבות חכירה מימונית) בסך של כ-80 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולי ESG

שיקולי סביבה - לבתי ההשקעות בישראל חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים סביבתיים. עם זאת, חברות אלו מתמודדות עם סיכון מוניתין הקשור לתפיסת הלקוחות, רגולטורים ומשתתפי שוק אחרים לגבי תגובתם לסיכונים סביבתיים ולניהול ESG באסטרטגיית ההשקעות של החברות בענף. אנו מעריכים כי הסיכון בהיבטי שיקולי הסביבה הינם נמוכים יחסית בענף בתי ההשקעות בישראל.

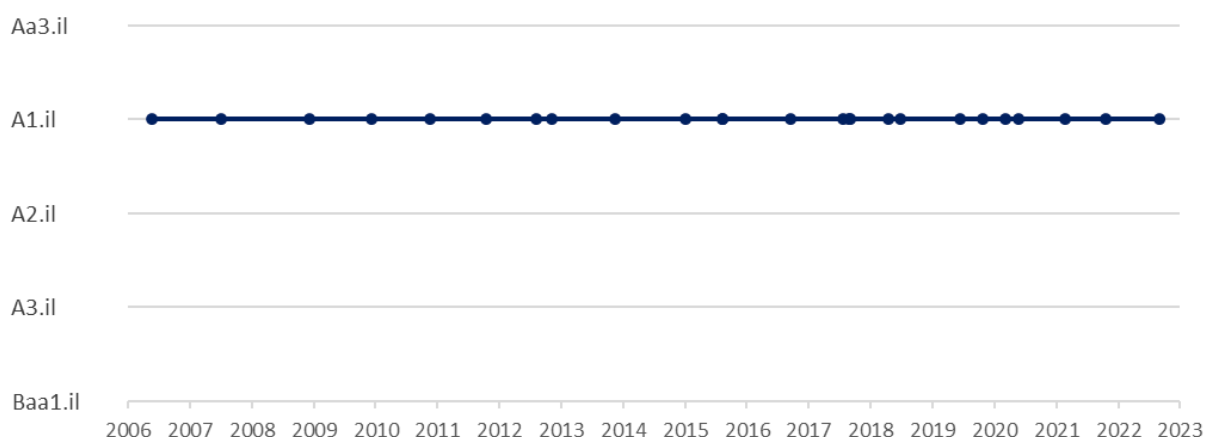
שיקולים חברתיים - להערכתנו החשיפה של בתי ההשקעות לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. גופים אלו חשופים בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים את הסיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהוות שיקולים חשובים בתחום שבו למנפיק קיים גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים.

שיקולים ממשל תאגידי - בתי השקעות בישראל נמדדים מול אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים, אשר משקפים את סובלנות הדירקטוריון והנהלה לסיכון פיננסי, אשר יכולים להשפיע על רמות החוב, תזרים המזומנים ומבנה ההון של המנפיק. ההנהלה והיסטוריה של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון הם חלק מחישובים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות דיבידנד, אשר עשויה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק. בהקשר זה, נציין כי במהלך אוגוסט 2021 ניתן פסק דין אשר קבע שמיטב גמל גבתה שלא כדין דמי ניהול מחשבונות העמיתים תוך הפרת ההסכמים עימם, אנו סבורים כי פסק דין זה מהווה חשיפה צייתית ורגולטורית לחברה ומעלה את סיכון המוניתין של החברה בעקבות פסק הדין ותביעות דומות בעתיד.

אודות החברה

החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות המוחזקות שלה בפעילויות בשוק ההון הכוללות בעיקר ניהול נכסים פיננסיים לרבות, קרנות השתלמות, קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות סל, קרנות נאמנות ותיקי השקעות. כמו כן, עוסקת הקבוצה בפעילויות נוספות כגון פעילות חבר בורסה וברוקראז', סוכנויות ביטוח, מימון חוץ בנקאי והפצת קרנות זרות. מנכ"ל החברה הינו מר אילן רביב. בעלי השליטה בחברה הינם מר אלי ברקת באמצעות ברם פיננסים בע"מ (כ-29% בהון) ומר אבנר סטפק במישרין ובאמצעות מאיה החזקות (יעלים) בע"מ, כ-28% בהון. בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מיטב בית השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג בתי השקעות- דוח מתודולוגי, נובמבר 2015](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

06.09.2022	תאריך דוח הדירוג:
02.11.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.05.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מיטב בית השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מיטב בית השקעות 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 שאלה 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>