

ורידים אינווירונמנט בע"מ

מעקב | אוגוסט 2023

אנשי קשר:

דנה קורנצקי

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית

dana.c@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

ורידים אינוורונמנט בע"מ

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

מידרוג מוציאה מבחינה עם השלכות לא ודאיות את דירוג המנפיק A1.il לחברת ורידים אינוורונמנט בע"מ (להלן: "ורידים" או "החברה"), מותירה את הדירוג על כנו ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

שיקולים עיקריים לדירוג

- שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי הינו על רקע עליה בסיכון האשראי של החברה עם השלמת עסקת רכישה אינפיניה בע"מ והעלייה ברמות החוב אגב גם רכישה 20% מחברת OPC ישראל. החוב הפיננסי ברוטו של החברה גדל לכ-2.9 מיליארד ₪ ליום 31.3.2023 למול כ-630 מיליון ₪ ליום 31.12.2022. הגידול בחוב לצד סביבת ריביות עולה התבטאו גם בעליית הוצאות המימון של החברה וכתוצאה מכך הובילו להיחלשות יחס כיסוי הריבית. אלו, מביאים להערכתנו ליחס כיסוי חוב ל-EBITDA בטווח של 4.5-5.5 לשנות התחזית למול כ-1.8 ליום 31.12.2022, ויחס כיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון של כ-1.2-0.5 למול יחס בולט לחיוב בשנת 2022. החברה נוקטת מהלכים להקטנת החוב כשעיקרם בחינת אפשרות לגיוס הון נוסף בטווח של כשנה שימש כנגד הרכישה האחרונה של יתרת מניות אינפיניה, וזאת בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה ולטרק רקורד שלה. גיוס זה להערכת מידרוג יהיה בהיקף של כ-300 מיליון ₪.
- דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי בולט לטובה ובנתיחי שוק מהותיים. במהלך חודש פברואר 2023 החברה השלימה את רכישה אינפיניה. עסקת הרכישה תורמת להרחבת הפעילות, כאשר רכישה אינפיניה מהווה נדבך נוסף באסטרטגיה של ורידים להתרחב באמצעות מיזוגים ורכישות, על מנת להגדיל את תיק הלקוחות ולהרחיב את מגוון הפתרונות, נוכח צמיחה פנימית מתונה של הענף. מיצובה העסקי של החברה להערכתנו השתפר בעקבות עסקת אינפיניה, ונתמך בהרחבת תחומי הפעילות לתחומים נוספים, ביניהם קרטון ונייר לבן, תוך יצירת סינרגיה מול הפעילויות הקיימות. עסקת אינפיניה נאמדה להיקף של כ-2.35 מיליארד ₪ (בפברואר השלימה החברה רכישה 70% בעלות של כ-1.66 מיליארד ₪ ו-30% נוספים ביולי 2023 בעלות של כ-0.6 מיליארד ₪). כמחצית מהעסקה מומנה בחוב, כ-1.05 מיליארד ₪ באמצעות הנפקת מניות (715 מיליון ₪ הונפקו בפברואר 2023 והיתרה הונפקה לקרן תש"י ביולי 2023) והשאר מהון עצמי.
- אינפיניה פועלת בענף הקרטון והנייר שהינו תנודתי ובעל השפעות אקסוגניות למול פעילות הפסולת. החל מסוף שנת 2022 חלה ירידה בביקוש העולמי לקרטון, מה שהביא לירידת מחירים ולשחיקה משמעותית בתוצאות אינפיניה לעומת שנת 2022. אנו מניחים כי בשנים הקרובות אינפיניה כחברה סיקליקאלית צפויה לייצר תזרימים בהיקפים משמעותיים בתקופות מסוימות, אך בתקופות אחרות עתידה להציג תזרימים נמוכים וזאת נוכח תנודתיות עזה ברווחיות. זאת ועוד, ורידים הצהירה על מהלכי התייעלות אשר עתידה לבסס באינפיניה בשנתיים הקרובות. אלו עתידים אכן לתרום לרווחיות אך עודם נדרשים להוכחה. לכן בטווח הקצר-הבינוני אנו מניחים כי אינפיניה תפגע ברווחיות הכוללת של ורידים. אינפיניה מטבעה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יותר נוכח היותו של ענף הקרטון והנייר תנודתי כאמור לעיל.
- בינואר 2023 השלימה החברה גם את עסקת החלפת מניות OPC רותם ב-OPC ישראל (עלות העסקה עמדה על 452 מיליון ₪, בנוסף להעברה של 20% ממניות רותם שהחזיקה ורידים לבעלות מלאה של OPC ישראל, הרכישה מומנה באמצעות חוב בסך 425 מיליון ₪), כך שכיום החברה מחזיקה 20% מחברת OPC ישראל אשר מחזיקה במספר תחנות כוח - רותם, צומת פלוגות, חדרה, קריית גת (סוגת) ושורק 2 (תתחיל לפעול בשנת 2024). אחזקותיה של החברה בפרויקטים בעלי חשיבות משקית ברמות דירוג גבוהות, תומכות ביציבות החברה ובפיזור מקורות תזרים המזומנים, ומהוות גורם חיובי בדירוג.

¹ החוב הפיננסי ברוטו כולל התחייבויות חכירה וכן איחוד יחסי של חוב חברת ויד (מוחזקת 50%).

- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024** מבוסס על ההנחות הבאות: (1) המשך מגמת הגידול בהיקף הפסולת המיוצרת בישראל מדי שנה, עליה הנובעת מגידול באוכלוסיה ועליה בצריכה הפרטית. (2) שמירה על יציבות ברווחיות הגולמית במגזר הפסולת. (3) במגזר התפלת המים - גידול במכסת ההתפלה בטווח הקצר-בינוני כך שתעמוד על כ-117 מלמ"ק לשנה, ותתרום להכנסות ולרווחים. (4) המשך פרעון הלוואת בעלים שניתנה ל-OPC רותם בהיקפים של כ-60 מיליון ₪ בשנה. נציין כי בשנים 2023 והלאה צפויה לייצר תזרימים גבוהים ביחס לשנים עברו עם עליית תעריף החשמל וכן נוכח הוזלת עלויות הגז הטבעי עם תחילת קבלת גז טבעי מאנגריאן. (5) שמירה על היקף הדיבידנדים מהמטמנות בדומה לשנת 2022. (6) אינפיניה - ירידה במחירי הקרטון הנמכרים לאור ירידה בביקוש שהחלה ברבעון האחרון ב-2022 ורווחיות שלילית בשנת 2023. ב-2024 אנו מניחים כי שיעור המכירות לשוק המקומי של גלילי נייר לקרטון יגדל על חשבון הייצוא שהינו בעל רווחיות מאוד נמוכה. בנוסף, אנו מניחים תחילת הנבה של תכנית ההתייעלות באינפיניה (אם כי בשיעורים נמוכים מאלו שמניחה החברה, אנו מניחים כ-40-50 מ' ₪ ב-2024) והשפעת הסינרגיה עם ורידיס, וכתוצאה מאלו שיפור ברווחיות ב-2024. (7) גיוס הון בהיקף של כ-300 מיליון ₪ בשנת 2024 אשר ישמשו להפחתת חוב. (8) סביבת ריביות גבוהה.
- להערכתנו, היקף ההכנסות המאוחד של ורידיס (כולל אינפיניה) יעמוד על טווח של 2,500-2,600 מ' ₪ בשנת 2023 וטווח של 2,700-2,800 מ' ₪ בשנת 2024. שיעור הרווח התפעולי המאוחד יעמוד בשנת 2023 סביב 2.5%-3%, ובשנת 2024 יעלה ל-7.5%-8%, בעיקר נוכח עליית הרווחיות באינפיניה במגזר הקרטון וכן לאור הפחתות חשבונאיות (PPA). אינפיניה מאופיינת ברווחיות נמוכה לעומת ורידיס - רווח תפעולי בשיעור ממוצע של כ-7.2% בשנים 2020-2022, לעומת שיעור ממוצע של כ-9.7% בורידיס באותן שנים. בנוסף, מגזר הקרטון כיום נמצא במחזור שלילי עקב ירידה בביקושים העולמיים לקרטון, ועל כן בשנת 2023 צפויה רווחיות תפעולית שלילית באינפיניה. בשנת 2024 אנו צופים שיפור כאמור לעיל.
- אנו מניחים רווח מפעולות לפני פחת והפחתות, כולל דיבידנדים מכלולות (EBITDA מותאמת²) בטווח של 460-480 מ' ₪ בשנת 2023 ובטווח של 620-640 מ' ₪ בשנת 2024, זאת בהשוואה לכ-350 מ' ₪ ב-2022 וכ-290 מ' ₪ ב-2021. עיקר הגידול ב-EBITDA לעומת 2022 נובע מתרומת אינפיניה. להערכתנו, בשנת 2023 המקורות מפעולות (FFO) צפויים להסתכם בטווח של 350-370 מ' ₪ ובשנת 2024 בטווח של 470-490 מיליון ₪. בהתאם לתוכנית החברה, היקף ההשקעות ההוניות צפוי לעמוד סביב סך כולל של 310 מ' ₪ בשנים 2023-2024 (לרבות השקעות בסך 100 מ' ₪ בהסבת מכונה 4 באינפיניה, השקעות לשמירה על הקיים באינפיניה בהיקף של כ-60 מ' ₪ והשקעה של 45 מ' ₪ במגזר הפסולת בהחלפת מערך צי משאיות האיסוף, כלי צמ"ה ושיפור במפעלים). אנו צופים ב-2023 גידול בהון החוזר בדומה לרבעון הראשון. בהינתן נתונים אלו, החברה צפויה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בשנת 2024 בטווח של 160-180 מ' ₪.
- גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה נוכח רמת גיוון ופיזור גבוהה בין הסגמנטים השונים. כמו כן, לחברה אחזקות בתחום התשתיות המוסיפות גיוון ותורמות לגמישות הפיננסית, להיקף ונראות התזרים. לחברה מסגרות אשראי בלתי-מנוצלות בהיקף של כ-310 מ' ₪ (כולל כ-100 מיליון ₪ באינפיניה). מתוכן חתומות כ-185 מ' ₪. לחברה יכולת נגישות לגורמים המממנים ולשוק ההון, המוערכת על-ידי מידרוג כטובה. החברה שומרת על יתרות נזילות בהיקף סביר של כ-100 מ' ₪. מנגד, כן, לחברה עומס פרעונות גבוה עם תחילת פרעון ההלוואות הבנקאיות למימון רכישת השליטה באינפיניה והחל משנת 2025 גם ההלוואה מהראל שנלקחה בורידיס תחנות כוח. נוכח הסביבה המתאגרת בה מצויה אינפיניה החל מתחילת השנה ובהמשך לרכישת יתרת 30% ממניות אינפיניה, קיבלה החברה ביום 14.8.2023 וייבר מהבנקים המממנים בקשר עם אמת מידה פיננסית של חוב פיננסי נטו (מאוחד) ל-EBITDA שלא יעלה על 4.5 (לטובת ההלוואות לרכישת אינפיניה שנלקחו לפני שבעה חודשים בלבד), בה החברה עלולה להיות קרובה לאמת המידה וביניה קיבלה התאמה ליחס כך שהיחס לא יעלה על 5.5 לתקופה של כשנתיים.

² ה-EBITDA של החברה כוללת את המרכיבים הבאים: (א) EBITDA של מגזר הפסולת ומגזר האנרגיה ללא OPC. (ב) חלקה של החברה (100%) ב-EBITDA של מפעיל מתקן ההתפלה. (ג) חלקה של החברה בדיבידנד של זכיינית מתקן ההתפלה (חברת יוד - 50%) ובדיבידנד והחזר הלוואות בעלים מ-OPC (20%). (ד) חלקה של החברה בדיבידנדים ממטמנת אפה (25%). (ה) חלקה של החברה בדיבידנדים ממטמנת מ.מ.מ. (33.33%). (ו) חלקה של החברה במשיכות שותפים ממתקן מיון עברון (49%) ומטמנת עברון (49%).

- מבנה החוב של החברה לאחר עסקת אינפניה גוזר נחיתות מבנית להתחייבויות המנפיק³ על פני התחייבויות בחברות הבנות ורידיס תחנות כוח בע"מ, ורידיס איכות הסביבה ישראל בע"מ ואינפניה בע"מ, זאת בהיותו נשען על חלוקת דיבידנדים ו/או החזר הלוואות בעלים מהחברות הבנות. להערכת מידרוג, נחיתות זו מתמתנת בשל פיזור בולט לטובה של החברות המוחזקות ומינוף מתון של החברות הבנות. החברה שומרת להערכתנו על מדיניות איזונים ובלמים נאותה למרות העסקאות המשמעותיות שבוצעו בשנה האחרונה, אשר לוו בהגדלת המינוף, אולם מנגד לוו בהנפקת הון בהיקף משמעותי ובהמשך צפוי להערכתנו גיוס הון נוסף. כמו כן, לאור העסקאות שבוצעו, להערכת מידרוג לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בשנים הקרובות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מהשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה, ובייחוד הגידול בחוב הפיננסי שמוביל להאטת יחסי הכיסוי של החברה. מידרוג מעריכה כי דירוג החברה עלול להיפגע ככל שהחברה לא תציג שיקום של יחסי הכיסוי לצד ירידה מהותית בחוב הפיננסי, על בסיס תוכניות החברה, לצד גיוס הון וייצור תזרים פנוי להפחתת החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA כך שלא יעלה על 3.0 לאורך זמן
- שיפור ביחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- הרעה בתוצאות אינפניה מעבר לתרחישי מידרוג
- המשך שחיקה ביחסי הכיסוי לאורך זמן כך שיחסי כסוי חוב ל-EBITDA יעלה על 5.5
- אי עמידה באמות המידה הפיננסיות (הן בתקופת הויבר והן לאחר מכן)
- עלייה בסיכון הענפי כתוצאה מרגולציה או שינויים מבניים שיובילו להיחלשות הרווחיות

ורידים אינוירונמנט בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Q1 2022	[4]Q1 2023	
827	886	955	1,054	249	532	סך הכנסות, במיליוני ₪
28%	35%	40%	50%	40%	36%	הון עצמי / סך המאזן [1]
3.7x	2.5x	3.0x	1.8x	N/A	4.4x [5]	חוב פיננסי ברוטו מותאם [2] ל-EBITDA [3]

[1] סך המאזן בתוספת איחוד יחסי (50%) בגין חברת ויד.

[2] ראו הערת שוליים 3 לעיל.

[3] EBITDA מותאמת של החברה - ראו הערת שוליים 2 לעיל.

[4] כולל איחוד של חודשיים של תוצאות אינפניה.

[5] כולל איחוד פרפורמה של תוצאות אינפניה לרבעונים 2-4 בשנת 2022.

³ קודם לעסקת אינפניה, במאזני ורידיס אינוירונמנט בע"מ לא היה קיים חוב.

ורידים אינוירונמנט בע"מ (מאוחד) - EBITDA (במיליוני ₪)

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Q1 2022	Q1 2023	
156	172	146	168	40	33	פעילות הפסולת
4	15	17	19	4	2	פעילות האנרגיה
48	43	33	81	14	36	דיבידנד/החזר הלוואת בעלים מ- OPC רותם
24	46	54	55	10	15	מפעיל מתקן ההתפלה (100%) ^[6]
23	25	29	32	14	19	דיבידנד ממתקן ההתפלה VID
23	52	33	22	2	5	דיבידנדים מפעילות מטמנות
					19	אינפיניה ^[7]
(7)	(7)	(14)	(19)	(5)	(8)	הוצאות בלתי מיוחסות ואחרות
270	346	299	358	79	121	סה"כ EBITDA

^[6] החל מאוקטובר 2020 החברה מחזיקה ב-100% ממפעיל מתקן ההתפלה.

^[7] החל מפברואר 2023 החברה מחזיקה ב-70% מחברת אינפיניה וביוני 2023 עלתה לבעלות מלאה (100%).

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

רכישת אינפיניה מעלה את פרופיל הסיכון הענפי של החברה נוכח היותו של ענף הקרטון והנייר בעלי מאפייני סיכון גבוהים מענף הפסולת, שהינו ענף פעילות בסיסי עם ביקושים יציבים לאורך זמן

לאחר רכישת אינפיניה, ורידים פועלת בשני ענפים עיקריים: ענף הקרטון המהווה כמחצית מההכנסות וענף שירותי הפסולת המהווה אף הוא בקירוב כמחצית מההכנסות. ענף הקרטון כולל איסוף ומיחזור פסולת קרטון ונייר, ייצור ומכירת גלילי נייר ממוחזר לקרטון וייצור אריזות קרטון.

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. עיקר המוצרים הוא 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 עליה בצריכת הקרטון הגלי בארץ ובעולם, המושפעת מהגידול בתוצר הגולמי, העליה ברמת החיים והגידול הטבעי באוכלוסייה. ענף הנייר בכללותו מאופיין במחזוריות ובתנודתיות במחירי התאית ופסולת הקרטון, בעלויות ההובלה הימית ובשערי החליפין. היכולת של השחקניות בענף לגלגל את התייקרויות חומרי גלם ללקוח הינה נמוכה.

הענף ריכוזי יחסית, כאשר בין היצרניות לא קיים בידול וערך מוסף ניכר. הענף דורש השקעות הוניות גבוהות על מנת לפתח מנועי צמיחה בדמות מוצרים חדשניים בטכנולוגיות מתקדמות. חומרי הגלם העיקריים הינם נייר בתולי ונייר ממוחזר, הנסחרים בשוק הבינלאומי ומחירים מושפעים ממחירי האנרגיה ועלות ההובלה הימית, אשר עלו באופן משמעותי במהלך שנת 2022. זאת בין היתר כתוצאה ממלחמת רוסיה אוקראינה שהביאה לעלויות מחירים, יחד עם משבר לוגיסטי, עליה חדה במחירי ההובלה הימית ועיכובים באספקת סחורות.

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. 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. החל מסוף שנת 2022 הענף סובל ממחזור שלילי כתלות בירידה בביקושים, עודף היצע והתייקרות האנרגיה. בתחום הנייר הלבן, חלה ירידה מתמדת 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 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-ידנו 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 האוכלוסיה. אלו מעודדים פיתוח של חלופות לטיפול בפסולת ובראשן מיון ומיחזור. יחד עם זאת, תמורות בשוק המיחזור הגלובאלי עשויות להשפיע על יציבות הביקוש לחומרי גלם ממוחזרים. בנוסף, חלק מאתרי הטיפול וההטמנה נהנים מיתרון 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.

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 הגידול של האוכלוסיה. כמו כן, שינויים טכנולוגיים עלולים להעיב על הענף.

על פי נתוני המשרד להגנת הסביבה, מדי שנה מיוצרים בישראל כ-6 מיליון טון פסולת עירונית ומסחרית, כמות אשר גדלה בשיעור שנתי ממוצע של כ-2.6%, מעט מעל לקצב גידול האוכלוסיה. בשנים האחרונות חלה עליה מתונה בשיעור המיחזור בישראל, בעוד שבשנת 2020 שיעור המיחזור עמד על כ-22% מתוך סך כמות הפסולת המיוצרת בישראל, היעד של התוכנית האסטרטגית לטיפול בפסולות עומד על כ-54% בשנת 2030.

היעדים האסטרטגיים שהציבה הממשלה בתחום הפסולת בדגש על שלבי המיון והטיפול, יחד עם הביקוש הקשיח והיציב המתואם במידה רבה עם קצב הגידול באוכלוסיה, 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.

המיצוב העסקי נשען על גיוון ופיזור פעילויות סינרגיות עם רכישת אינפיניה; נתחי שוק חזקים בקטגוריות השונות ואינטגרציה אנכית

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב ובנתחי שוק מהותיים. במהלך חודש פברואר 2023 החברה השלימה את רכישת 70% מאינפיניה בע"מ מידי קרן פימי והציבור בעלות של כ-1.66 מיליארד ₪, כאשר כ-715 מיליון ₪ מומנו באמצעות הנפקת הון שהחברה ביצעה במהלך השנה האחרונה, והיתרה דרך חוב פיננסי. ביולי 2023 השלימה ורידיס את רכישת יתרת 30% המניות מאינפיניה בעלות של 280 מיליון ₪ במזומן והקצאת כ-9% ממניות ורידיס למוכרת (קרן תש"י).

מיצובה העסקי של החברה להערכתנו השתפר בעקבות עסקת אינפיניה, ונתמך בהרחבת תחומי הפעילות לתחומים נוספים, ביניהם קרטון ונייר לבן, תוך יצירת סינרגיה מול הפעילויות הקיימות. ורידיס כעת פועלת בשישה מגזרים הכוללים את איכות הסביבה, התפלת מים, אנרגיה, קרטון, נייר לבן ואחרים. עסקת אינפיניה עתידה להרחיב את מעגל הלקוחות של החברה. היקף ההכנסות של החברה צפוי לעלות לכ-2.6 מיליארד ₪, וזאת בהשוואה להכנסות בהיקף של כ-1.0 מיליארד ₪ טרום רכישת אינפיניה.

אינפיניה הינה שחקנית דומיננטית בשוק מוצרי הנייר והקרטון בארץ, בעלת נתחי שוק משמעותיים בארץ במגזרי פעילותה השונים ולקוחות מפוזרים. לחברה 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. לאינפיניה נתח שוק של כ-60% בתחום איסוף פסולת הקרטון, כ-65% בתחום ייצור גלילי נייר לקרטון וכ-37% בתחום מוצרי אריזה וקרטון. כמו כן, עם רכישת אינפיניה לורידים אינטגרציה אנכית עם החטיבות השונות.

אינפיניה יחד עם ורידים ייתנו מענה תוך מתן סינרגיה למגוון לקוחות ושליטה על שרשרת הערך בתחום הפסולת, המיחזור והקרטון. חומר הגלם העיקרי של אינפיניה הינו נייר ממוחזר שמתקבל מחברת הבת אמניר וכן תאית שהינה קומודיטי. בשנים האחרונות השקיעה החברה סכומים משמעותיים ברכוש קבוע לצורך ייעול ושיפור עלויות הייצור, כך שלחברה קיימות מכונות בעלות יכולות טכנולוגיות מהגבוהות ביותר (מכונה 8). כמו כן, החברה נמצאת בשלבי סיום של הסבת מכונה 4 למכונה לייצור בעיקרה של גלילי נייר חום חלף ייצור בלעדי של נייר לבן. לאינפיניה תחנת כוח בחצר המפעל לייצור קיטור, דבר אשר מיטיב עם עלויות החשמל שלה. בשנים 2021-2022 רשמה אינפיניה עליה במכירות ושמירה על עלויות קבועות, מה שהביא לרווחיות בולטת לטובה של כ-7%-11%. נציין כי רווחיות אינפיניה הינה תנודתית בהתאם למחזור הכלכלי ויכולתה לעדכן מחירי מכירה ללקוחותיה כתלות בעליית מחירי חומרי הגלם הינה מוגבלת.

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) בחירייה 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. לקוחות החברה כוללים בעיקר רשויות מקומיות ואיגודי ערים בעלי תקציבים גדולים יחסית ויציבים אך מאופיינים בימי אשראי ארוכים ומכבידים. פיזור הלקוחות של החברה בתחום האיסוף הינו בינוני-גבוה, כאשר אין לקוח בודד המהווה יותר מ-15% מסך הכנסות החברה ממגזר הפסולת. הביקוש היציב בענף, לצד פעילות בחוזים בעלי טווחי זמן בינוניים-ארוכים, תורמים להערכתנו לנראות הכנסות החברה.

במהלך השנתיים האחרונות סיימה החברה שתי תוכניות השקעה מרכזיות ברכושה הקבועה בהיקף של כ-200 מ' ש, שכללו שדרוג של מתקן ה-RDF ע"י הוספה של קו מיון נוסף - הרביעי במספר, וכן הקמה של מפעל מיון חדש בעפולה. הפעלה מסחרית של מפעל המיון החדש החלה בחודש יולי 2021, ואילו פתיחתו של קו המיון הנוסף במתקן ה-RDF, החלה בראשית חודש אוקטובר 2021. השקעות אלו שביצעה החברה תורמות גם כן לשיפור במיצוב העסקי ובמעמדה התחרותי של החברה.

לצד פעילות החברה לאורך שרשרת הערך במגזר שירותי 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%)⁴, גורם חיובי בדירוג בשל היותן אחזקות בפרויקטים בעלי חשיבות משקית גבוהה המאופיינים על-ידי מידרוג בפרופיל אשראי גבוה, לצד נראות דיבידנדים טובה התורמים לפיזור ההכנסות.

אסטרטגיית מיזוגים ורכישות התורמת למיצוב העסקי, אך הביאה לעליה ברמת החוב ולהאטה ביחסי הכיסוי

בהתאם לאסטרטגיית החברה, החברה מעוניינת להגדיל את אחיזתה במקטעים השונים תוך יישום אסטרטגיית השקעות סינרגטיות לפעולתה. בינואר 2023 השלימה החברה עסקה להחלפת 20% ממניות OPC רותם ב-20% ממניות חברת OPC ישראל (שמחזיקה במלוא מניות OPC רותם ובמניות תחנות כוח נוספות כאמור לעיל). רכישת OPC עמדה על 452 מיליון ש"ח ולוותה בנטילת חוב פרטי מוסדי בהיקף של כ-425 מ' ש. מהלך זה הרחיב את חשיפתה של ורידים לשוק האנרגיה הפרטי בישראל. בפברואר 2023 השלימה

⁴ במהלך חודש אוקטובר 2020 רכשה החברה את מלוא השליטה במפעיל מתקן ההתפלה ADOM בעלות של כ-106 מיליון ש"ח, טרום הרכישה החזקת החברה הסתכמה בכ-59.5%.

החברה רכישת 70% מהון המניות של אינפיניה וביוולי 2023 השלימה רכישה של 30% הנותרים כאמור לעיל. המיזוג בין ורידיס ואינפיניה בוצע בדרך של מיזוג משולש הופכי, וכיום ורידיס מחזיקה במלוא המניות של אינפיניה.

גידול צפוי בהכנסות ורידיס עם רכישת אינפיניה; שיעורי רווחיות נמוכים באינפיניה משפיעים לשלילה על שיעורי רווחיות הקבוצה,

אם כי צפוי שיפור בשנת 2024

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) המשך מגמת הגידול בהיקף הפסולת המיוצרת בישראל מדי שנה, עליה הנובעת מגידול באוכלוסיה ועליה בצריכה הפרטית. (2) שמירה על יציבות ברווחיות הגולמית במגזר הפסולת. (3) במגזר התפלת המים - גידול במכסת ההתפלה בטווח הקצר-בינוני כך שתעמוד על כ-117 מלמ"ק לשנה, ותתרום להכנסות ולרווחים. (4) המשך פרעון הלוואת בעלים שניתנה ל-OPC רותם בהיקפים של כ-60 מיליון ₪ בשנה. נציין כי בשנים 2023 והלאה צפויה לייצר תזרימים גבוהים ביחס לשנים עברו עם עליית תעריף החשמל וכן נוכח הוזלת עלויות הגז הטבעי עם תחילת קבלת גז טבעי מאנרג'אן. (5) שמירה על היקף הדיבידנדים מהמטמנות בדומה לשנת 2022. (6) אינפיניה - ירידה במחירי הקרטון הנמכרים לאור ירידה בביקוש שהחלה ברבעון האחרון ב-2022. ב-2024 אנו מניחים כי שיעור המכירות לשוק המקומי של גלילי נייר לקרטון יגדל על חשבון הייצוא שהינו בעל רווחיות מאוד נמוכה. בנוסף, אנו מניחים תחילת הנבה של תכנית ההתייעלות באינפיניה והשפעת הסינרגיה עם ורידיס, וכתוצאה מאלו שיפור ברווחיות ב-2024. (7) גיוס הון בהיקף של כ-300 מיליון ₪ בשנת 2024 אשר ישמשו להפחתת חוב. (8) סביבת ריביות גבוהה.

במהלך שנת 2022 חל גידול בשיעור הרווח התפעולי של מגזר הפסולת (13.4% לעומת 12.6% ב-2021) עם הנבה של שנה מלאה של קו 4 של מתקן ה-RDF (החל לפעול באוקטובר 2021) ועם הנבה מלאה של מפעל המיין החדש בעפולה שהחל לפעול ב-1.7.2021. שני אלו תרמו לעליה בכמות הפסולת המטופלת והביאו לגידול בהכנסות לסך של כ-870 מ' ₪ לעומת כ-785 מ' ₪ ב-2021. אנו צופים בשנות התחזית גידול בהכנסות המבוסס על קצב גידול האוכלוסיה וכן הגדלת הצריכה הפרטית. להערכתנו, היקף ההכנסות במגזר ינוע בטווח של 880-920 מ' ₪ בשנה. ברבעון הראשון של שנת 2023 חלה ירידה בשיעור הרווח התפעולי של המגזר והוא עמד על 8.9%, כתוצאה מגידול שחל בהיקף ההטמנה בגינה החברה משלמת היטל הטמנה. במחצית השנייה של שנת 2023 החברה צפויה לקבל מענקי תפעול אשר יכסו את העלויות העודפות שנרשמו בנין היטלי ההטמנה, ולהערכתנו החברה תחזור לשיעורי רווחיות תפעולית בדומה לשנת 2022 במגזר הפסולת (סביב 10%).

נציין כי העלויות של תחום הפסולת כוללות בעיקר עלויות הטמנה, הוצאות אחזקה ופחת והפחתות נוכח חידוש צי משאיות. לחברה גידול חלקי כנגד עלויות הטמנה נוכח החזקה חלקית במטמנות הגדולות, וכן חלק מהחוזים צמודים להיטלי הטמנה או למדד. תחום איסוף/מיין הפסולת והמטמנות תורמים את עיקר הרווח.

החל מהרבעון הראשון בשנת 2023 ורידיס מאחדת את אינפיניה בדוחותיה כמגזרי פעילות חדשים - קרטון ונייר לבן. אינפיניה מחזיקה מספר מפעלים והיקף עלויותיה הקבועות יחסית גבוה והוא כולל עלויות כוח אדם, פחת, ייצור וכדומה. רווחיות החברה מושפעת בין היתר מתמהיל המכירות לשוק המקומי ולחו"ל, כאשר המכירות לשוק המקומי מאופיינות ברווחיות הרבה יותר גבוהה מהמכירות לייצוא. הרווחיות הינה תנועתית 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.

במהלך שנת 2022 חל שיפור משמעותי בתוצאות אינפיניה והיא רשמה הכנסות של כ-1.8 מיליארד ₪ (1.6 מיליארד ₪ ב-2021) ושיעור רווחיות תפעולית של כ-11% (7.5% בשנת 2021). שנת 2022 התאפיינה בגידול משמעותי בביקוש לגלילי נייר לקרטון לאחר משבר הקורונה שהביא לסגירת מפעלים ולזמינות נמוכה של פסולת קרטון המשמשת לייצור גלילי נייר לקרטון. בנוסף, התייקרות מחירי ההובלה הימית השפיעו על יכולת השינוע ועל זמינות פסולת הקרטון. אלו הביאו לעליית מחירים שנעצרה בסוף השנה. במהלך הרבעון הראשון בשנת 2023 הביקוש המשיך לרדת והביא לירידת מחירים עולמית, כך שכיום הענף נמצא במחזור כלכלי שלילי. להערכתנו, שנת 2022 הינה שנה יוצאת דופן לטובה בענף הקרטון, ואנו צופים בשנות התחזית 2023-2024 המשך ירידה במחירים שתביא לקיטון בהכנסות וברווחיות לעומת שנת 2022. במהלך שנת 2024 צפוי גידול בתפוקות ייצור גלילי נייר חום לקרטון באינפיניה עקב הסבת מכונה 4 לייצור של גלילי נייר חום בנוסף לגלילי נייר לבן שהיא מייצרת כיום. ההסבה תאפשר לחברה לייצר גלילי נייר חום על חשבון נייר לבן שהיה מגזר הפסדי בשנים האחרונות (למעט שנת 2022 שהיתה יוצאת דופן לחיוב), וזאת בהתאם לביקושים בענף,

אלו צפויים להגדיל את הרווחיות של החברה בשנת 2024. כמו כן, הנהלת החברה אימצה תוכנית התייעלות לאינפיניה אשר עיקרה הוזלת עלויות רכש, סינרגיות עם מערך האיסוף של ורידיס, צמצום משרות וחסכון בכוח אדם. תוכנית התייעלות צפויה להערכת הנהלה, בטווח הקצר-הבינוני לתרום לחסכון בעלויות של כ-150-100 מ' ש בשנה. להערכת מידרוג, בשנת 2024 תכנית התייעלות של אינפיניה והסינרגיה עם ורידיס תתחיל להניב פירות, כך שצפוי חסכון של לפחות כ-50-40 מ' ש בשנה זו. כתוצאה מאלו, להערכתנו צפוי שיפור משמעותי ברווחיות בשנת 2024 לעומת שנת 2023.

מגזר הקרטון (המגזר העיקרי הכולל את כל שרשרת הערך של הקרטון) להערכתנו ירשום הכנסות בטווח של 1,400-1,500 מ' ש בכל אחת מהשנים 2023-2024, בהשוואה לכ-1,635 מ' ש בשנת 2022 וכ-1,460 מ' ש ב-2021. להערכתנו, המגזר יפסיד תפעולית בשנת 2023 כ-20-15 מ' ש, ובשנת 2024 להערכתנו יחול שיפור כך ששיעור הרווח התפעולי ינוע סביב 6.5%. מגזר הנייר הלבן להערכתנו ירשום הכנסות סביב 400-420 מ' ש בשנות התחזית וכן יפסיד בשנת 2023 בדומה לשנים קודמות (למעט שנת 2022 שהיתה שנה יוצאת דופן), ובשנת 2024 ההפסד צפוי להצטמצם עקב ירידה במחירי חומר הגלם תאית המשמש לייצור הנייר. להערכתנו, בשנת 2023 תרשום אינפיניה הפסד תפעולי של כ-45-35 מ' ש ובשנת 2024 תרשום רווח תפעולי של כ-105-95 מ' ש (שיעור רווח תפעולי סביב 6%). לאורך זמן, מידרוג מניחה תנודתיות ברווח בין השנים, גם לאור השונות בתוצאות המגזרים לאורך השנים.

להערכתנו, היקף ההכנסות המאוחד של ורידיס (כולל אינפיניה) יעמוד על טווח של 2,500-2,600 מ' ש בשנת 2023 ו-2,700-2,800 מ' ש בשנת 2024. שיעור הרווח התפעולי המאוחד יעמוד בשנת 2023 סביב 2.5%-3%, ובשנת 2024 יעלה ל-7.5%-8%, לעומת שיעור רווח תפעולי של 9.7% בממוצע בשנים 2020-2022 (לא כלל את אינפיניה), בין היתר, לאור הפחתות חשבונאיות (PPA).

אנו מניחים רווח מפעולות לפני פחת והפחתות, כולל דיבידנדים מכלולות (EBITDA מותאמת), בטווח של 460-480 מ' ש בשנת 2023 ובטווח של 620-640 מ' ש בשנת 2024, זאת בהשוואה לכ-350 מ' ש ב-2022 וכ-290 מ' ש ב-2021. עיקר הגידול ב-EBITDA לעומת 2022 נובע מתרומת אינפיניה. ה-EBITDA כוללת דיבידנדים מהמטמנות אפעה, גני הדס ועברון, פרעון הלוואת בעלים שניתנה ל-OPC רותם וכן דיבידנדים מחברת ויד.

מגזר הפסולת צפוי לתרום ל-EBITDA סך של 160-170 מ' ש בשנים 2023-2024 (כ-163 מ' ש בשנת 2022). התרומה של מגזר המים ל-EBITDA בשנים 2023-2024 צפויה לנוע בטווח שבין 85-95 מ' ש (כ-87 מ' ש בשנת 2022). התרומה של מגזר האנרגיה ל-EBITDA צפויה לעמוד על כ-90-80 מ' ש (98 מ' ש בשנת 2022 אשר כללו גם החזר הלוואות בעלים מ-OPC רותם, בשנות התחזית צפוי החזר נמוך יותר). אינפיניה (מגזר הקרטון והנייר הלבן) צפויה לתרום ל-EBITDA של כ-105-95 מ' ש ב-2023 וכ-270-250 מ' ש ב-2024.

שחיקה ביחסי הכיסוי ברבעון 1 2023 בעקבות הגידול בחוב שמימן את רכישת אינפיניה ועסקת החלפת מניות OPC רותם; שיפור צפוי במינוף בשנת 2024

החוב הפיננסי של החברה ליום 31.3.2023 עמד על סך של כ-2.9 מיליארד ש, עליה משמעותית בעקבות הרכישות (אינפיניה ו-OPC ישראל) למול סך של כ-630 מ' ש ב-31.12.2022. להערכתנו, בשנת 2023 היקף החוב עדיין יותר דומה להיקף ב-31.3.2023 ואילו בשנת 2024 תחול ירידה לסך של כ-2.4 מיליארד ש, נוכח שיפור בסיס ה-EBITDA הכוללת אשר כחלק מהתזרים החופשי תשמש להפחתת חוב וגיוס הון בהיקף של כ-300 מ' ש אשר ישמש להפחתת החוב.

הגידול בחוב כאמור לעיל הביא לשחיקה משמעותית ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA מותאמת והוא עמד על 4.4 ב-31.3.2023 (כולל איחוד פרפורמה של אינפיניה) לעומת 1.8 בשנת 2022. על בסיס הנחות תרחיש הבסיס לעיל, אנו צופים כי יחס כיסוי חוב ל-EBITDA ישתפר באופן דרגתי, הן עקב השיפור הצפוי ב-EBITDA והן עקב הפחתת החוב הצפויה, וינוע בשנת 2023 בטווח של 6.5-6.0 ובשנת 2024 סביב 4.0. אנו מניחים כי לאורך זמן יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA ייאמד לכ-4.5.

בעקבות הגידול בחוב בשנות התחזית צפוי גידול משמעותי בהוצאות המימון להיקף של כ-180-170 מ' ש בשנה (לעומת כ-129 מ' ש בורדיס מאוחדת פרפורמה עם אינפיניה בשנת 2022). להערכתנו, בשנת 2023 המקורות מפעולות (FFO) צפויים להסתכם בטווח של 370-350 מ' ש ובשנת 2024 בטווח של 490-470 מיליון ש. בהתאם לתכנית החברה, היקף ההשקעות ההוניות צפוי לעמוד סביב סך כולל של 310 מ' ש בשנים 2023-2024. אלו כוללות בעיקר השקעות בסך 100 מ' ש בהסבת מכונה 4 באינפיניה, השקעות לשמירה

על הקיים באינפיניה בהיקף של כ-60 מיליון ש"ח והשקעה של 45 מ' ש"ח במגזר הפסולת בהחלפת מערך צי משאיות האיסוף, כלי צמ"ח ושיפור במפעלים). אנו צופים ב-2023 גידול בהון החוזר בדומה לרבעון הראשון. איננו צופים חלוקת דיבידנדים בשנות התחזית וכן לא צפויים בשנתיים הקרובות עסקאות מיזוגים ורכישות נוספים. בהינתן אלו, החברה צפויה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בשנת 2024 בטווח של 160-180 מ' ש"ח.

יחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון צפוי גם הוא להישחק משמעותי בשנות התחזית ולהערכתנו הוא ינוע סביב 1.0-1.5 בשנת 2024, זאת לעומת יחס בולט לחיוב בשנת 2022, בה נרשמו הוצאות מימון נטו זניחות.

ההון למאזן צפוי לנוע בשנת 2023 סביב 33%-34% ובשנת 2024 להשתפר משמעותית לשיעור של 39%-42% בעקבות גיוס ההון בסך 300 מ' ש"ח וכן צבירת רווח נקי.

גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה מחד עקב גיוון ופיזור פעילויות; מסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים; מנגד, קרבה לאמת מידה פיננסית בשנת 2023 וקבלת וייבר בגינה

גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה נוכח רמת גיוון ופיזור גבוהה בין הסגמנטים השונים. כמו כן, לחברה אחזקות בתחום התשתיות המוסיפות גיוון ותורמות לגמישות הפיננסית, להיקף ונראות התזרים. לחברה מסגרות אשראי בלתי-מנוצלות בהיקף של כ-310 מ' ש"ח (כולל כ-100 מיליון ש"ח באינפיניה), מתוכן חתומות כ-185 מ' ש"ח. לחברה יכולת נגישות לגורמים המממנים ולשוק ההון, המוערכת על-ידי מידרוג כטובה. החברה שומרת על יתרות נזילות בהיקף סביר של כ-100 מ' ש"ח. מנגד כך, לחברה עומס פרעונות גבוה של כ-150, 250 ו-380 מיליון ש"ח בשנים 2023, 2024 ו-2025, בהתאמה, עם תחילת פרעון ההלוואה בורידים תחנות כוח (לטובת עסקת OPC). נוכח הסביבה המתגרת בה מצויה אינפיניה החל מתחילת השנה, קיבלה החברה ביום 14.8.2023 וייבר מהבנקים המממנים בקשר עם אמת מידה פיננסית של חוב פיננסי (מאוחד) נטו ל-EBITDA שלא יעלה על 4.5 (לטובת ההלוואות לרכישת אינפיניה שנלקחו לפני שבעה חודשים בלבד), בה החברה עלולה להיות קרובה לאמת המידה ובגינה קיבלה התאמה ליחס כך שהיחס לא יעלה על 5.5 לתקופה של כשנתיים.

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 ההלוואות בעלים מהחברות הבנות. נזילות החברה בסולו מתבססת על קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות כאמור כאשר ורידיס תחנות כוח בע"מ ורידיס התפלת מים מעלות דיבידנדים בהיקף של כ-100-90 מ' ש"ח בשנה ורידיס איכות סביבה מחלקת כ-70 מ' ש"ח בשנה.

להערכתנו, תנודתיות הרווח של אינפיניה הינה גבוהה גם נוכח פרמטרים אקסוגניים, אלו מעיבים על הרווחיות הכוללת של הקבוצה. לאורך זמן אנו מניחים כי לאור היקף השקעות גבוה (הכולל אף מרכיב החזר פרעון התחייבויות חכירה) ומקורות מפעילות תנודתיים אינפיניה תתקשה לחלק דיבידנדים בטווח הקצר-הבינוני.

החברה שומרת להערכתנו על מדיניות איזונים ובלמים נאותה למרות העסקאות המשמעותיות שבוצעו בשנה האחרונה, אשר לוו בהגדלת המינוף, אולם מנגד לוו בהנפקת הון בהיקף משמעותי ובהמשך צפוי להערכתנו גיוס הון נוסף. כמו כן, לאור העסקאות שבוצעו, לא צפויה חלוקת דיבידנדים בשנתיים-שלוש הקרובות.

שיקולים נוספים לדירוג

אחזקות בתחום התשתיות מוסיפות גיוון ותורמות לגמישות הפיננסית, להיקף ונראות התזרים

אחזקות החברה בחברת OPC ישראל (20%) המחזיקה בתחנות הכוח רותם, קריית גת (סוגת), צומת פלוגות, חדרה ושורק (האחרונה טרם הופעלה), וכן אחזקת החברה בזכייין ובמתקן ההתפלה באשקלון (50%), מהוות גורם חיובי בדירוג בשל היותן אחזקות בפרויקטים בעלי חשיבות משקית, המאופיינים על-ידי מידרוג בסיכון נמוך, לצד נראות דיבידנדים טובה התורמים לפיזור ההכנסות. כך, פרויקט OPC Rotem הינו תחנת כוח פרטית מסוג מחזור משולב בעלת כושר ייצור של כ-466 מגה וואט אשר החלה את פעילותה המסחרית ביולי 2013. אסטרטגיית התחנה למכור את כל החשמל המיוצר ללקוחות קצה, לצד תפעול בעל טרק רקורד חיובי לאורך תקופת הפעילות של תחנת הכוח תומכים בסיכון הנמוך המיוחס לפרויקט ולנראות הדיבידנדים. בשנה האחרונה רכשה OPC ישראל את

תחנת הכוח בקריית גת הצמודה למפעל סוגת. התחנה החלה את פעילותה בנובמבר 2019 והיא בעלת כושר ייצור של כ-75 מגה וואט אשר נמכרים כולם לחברת דוראד. תחנת הכוח צומת פלוגות בעלת כושר ייצור של כ-396 מגה וואט (נמכרים לחח"י/נגה) ופעילותה החלה ביוני 2023. תחנת הכוח בחדרה בעלת כושר ייצור של 144 מגה וואט (קוגנרציה) אשר נמכרים לאינפיניה ולחח"י/נגה. תחנת הכוח בשורק תתחיל לפעול בתחילת שנת 2024 והיא תהיה בעלת כושר ייצור של כ-87 מגה וואט. מתקן ההתפלה באשקלון, בעל כושר ייצור של כ-120 מיליון קוב מים מותפלים בשנה, החל את פעילותו המסחרית בשנת 2006 והוא פועל ללא תקלות מהותיות עד-כה. התחייבות המדינה לתשלום רכיב קבוע המבטיח את שירות החוב הבכיר ללא תלות בכמות המים המיוצרת בפועל (הנקבעת באופן בלעדי על-ידי רשות המים), לצד יחסי שירות חוב מהירים תומכים בסיכון הנמוך המיוחס לאחזקה במתקן ההתפלה. כמו כן, פרעה החברה בשנה האחרונה את החוב ברמת ורידיס התפלת מים, דבר התורם לגמישותה הפיננסית.

תמיכת בעלים מהווה גורם חיובי במידרוג

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. בהמשך בעלת השליטה דוללה משיעור של כ-55% ל-50.07% עם הנפקת המניות לקרן תש"י בעסקת ההמשך לרכישת 30% ממניות אינפיניה. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג לקחנו בחשבון גיוס הון נוסף בסך 300 מיליון ש"ח אשר ישמש להקטנת החוב. דלק רכב פועלת בענף יבוא הרכבים ומחלקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים מדי שנה. לחברה צרכי השקעות בהיקפים נמוכים יחסית, ולהערכתנו ביכולתה לתמוך בורדיס בעת הצורך, תמיכתה גם מאפשרת לורדיס 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 במס' דרכים על מנת לצמצם את הפגיעה בסביבה, וביניהן: צמצום השימוש בחומרים מזהמים, ייצור ירוק וייצור מעגלי באינפיניה (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 31.03.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [1]	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	2,600-2,700 מ' ש"ח	A.il	1,336 מ' ש"ח	היקף הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	7.5%-6.5%	A.il	5.9%	שיעור רווח תפעולי LTM	רווחיות
A.il	40%-35%	A.il	36.7%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Baa.il-A.il	4.5-5.5	--	N/A	חוב / EBITDA LTM [2]	
Baa.il	1.0-1.5	A.il	3.2	רווח תפעולי / הוצאות מימון LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

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

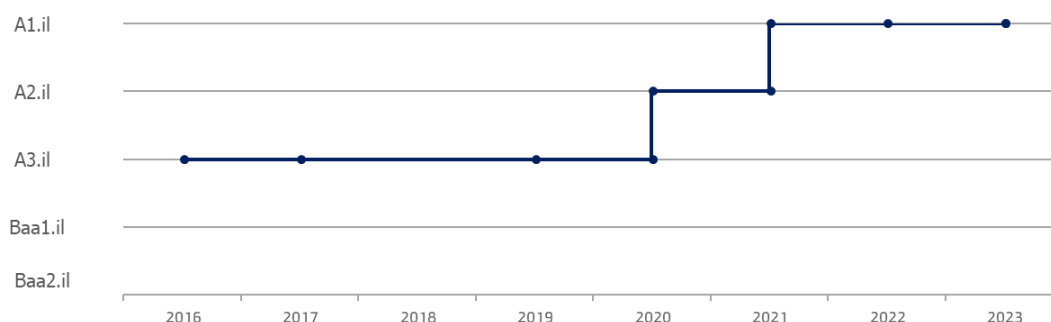
[2] EBITDA כולל דיבידנדים מחברות כלולות לאור מהותיות הסכומים והיותם פרמננטים.

אודות החברה

ורידים אינוורונמנט בע"מ הינה חברה ציבורית אשר החל מחודש יוני 2021 מניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א. החברה נשלטת בידי דלק רכב בע"מ המחזיקה כיום ב-50.07% ממניות החברה, לאחר שזו רכשה 70% ממניות החברה מידי קרן ההשקעות Oaktree Capital Management ביולי 2018. 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.

החברה פועלת בחמישה מגזרים עיקריים מגזרים: (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 בחירייה, מתקן מיון פסולת בעפולה, מתקנים לייצור דשן (קומפוסט לשימוש חקלאי) ופעילות במגזר הטמנת פסולת הכוללת אחזקה (25%) ותפעול מלא של מטמנת אפעה, אחזקה (33.33%) במטמנת ממם (גני הדס), אחזקה (49%) במטמנת עברון, תפעול מלא של מטמנת משואה ותפעול מלא של קומפוסטטבע (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%) בזכיין 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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ורידים אינוורונמנט 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](#)

[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

22.08.2023	תאריך דוח הדירוג:
02.05.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.12.2016	התאריך שבו הונפק 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 לתקף 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.