

ג'י סיטי בע"מ

מעקב | דצמבר 2022

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן, מעריכת דירוג ראשית
i.sigal@midroog.co.il

תמיר שרמן
אנליסט, מעריך דירוג משני
Tamir.s@midroog.co.il

ג'י סיטי בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3.il	דירוג סדרות ומנפיק
אופק דירוג: שלילי	A2.il	דירוג סדרה טו

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינה של דירוג המנפיק ושל דירוג אגרות החוב (סדרות יא, יב, יג, יד, טו ו-טז) שהנפיקה ג'י סיטי בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "ג'י סיטי") ועל הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות יא, יב, יג, יד, טז) מ-A1.il ל-A3.il וכן הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה טו) מ-Aa3.il ל-A2.il. אופק הדירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2024	שלילי	A3.il	1260546	יא
30.06.2027	שלילי	A3.il	1260603	יב
30.06.2028	שלילי	A3.il	1260652	יג
30.09.2031	שלילי	A3.il	1260736	יד
31.03.2028	שלילי	A2.il	1260769	טו *
01.04.2029	שלילי	A3.il	1260785	טז **

* אג"ח סדרה טו מובטחות בשעבוד על נכסים מניבים בישראל כאמור בשטר הנאמנות אג"ח סדרה טו. **אג"ח סדרה טז מובטחות בשעבוד על מניות G City Europe Limited (להלן "G Europe") כאמור בשטר הנאמנות לאג"ח סדרה טז.

שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות הפרופיל הפיננסי של החברה המתבטא ביחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-71% (סולו מורחב) ליום 30.09.2022 בהשוואה ליחס של כ-64% טרם עסקת G Europe. יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO איטיים מאוד וצפויים להיוותר מעל 50 שנים בטווח הקצר-בינוני, והינם חלשים לרמת הדירוג הנוכחית. השחיקה ביחס האיתנות נבעה בעיקר מעלייה בחוב הפיננסי לצורך רכישת מניות המיעוט ב-G Europe ומשחיקת ההון בגין היחלשות מטבעות הפעילות למול השקל. לחברה תכנית מימושים משמעותית אשר במידה בה תצא לפועל, צפויה להוריד את המינוף, בהתאם להערכת מידרוג לטווח של 68%-72%, בהתאם להיקף ולקצב תכנית המימושים וכתלות גם בהיקף חלוקת הדיבידנדים בידי החברה. להערכתנו מימושים בהיקף משמעותי עלולים להימשך פרק זמן ארוך מהצפוי ובחברה קיים סיכון של מינוף גבוה לאורך זמן.
- פעילות החברה בארה"ב, באירופה ובישראל, בתחום הנדל"ן המניב המסחרי במדינות בעלות דירוגי אשראי גבוהים, מאופיינת בסביבה כלכלית חזקה ויציבה לאורך זמן. העלאות הריבית בשנה האחרונה ברקע נתוני אינפלציה גבוהים הובילה לתנודתיות בשווקי ההון ולאי וודאות כלכלית אשר יוצרת לחצים על שוויים של נכסי נדל"ן בעת הזו ובטווח הבינוני. סביבה זו מעיבה על תכניות החברה למכירת נכסים בהיקף נרחב. סביבת הפעילות מושפעת לשלילה מפעילות החברה בברזיל אשר מאופיינת בתנאים מאקרו כלכליים חלשים. להערכת מידרוג, הפעילות בברזיל חושפת את החברה לשחיקת הונה העצמי כתוצאה מהתנודתיות בשער הריאל הברזילאי.
- פרופיל עסקי חזק ומבוסס, עם היקף מאזן (סולו מורחב) של כ-26 מיליארד \$ ליום 30.09.2022 ותיק נכסים איכותי ומבוצר. נכסי החברה נפרשים על פני 5 טריטוריות עיקריות הכוללות את ישראל, מזרח ומרכז אירופה, צפון אירופה, ברזיל וארה"ב. נכסי הבסיס של החברה מאופיינים כמרכזים מסחריים מבוססי שירותים, מעוגני סופרמרקטים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים של קהל היעד. נכסי החברה שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים, וליום 30.09.2022 שיעור התפוסה בנכסי החברה עומדים בטווח 91.8%-98%.

- גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה לרמת הדירוג. ליום 30.09.2022 לחברה ביחד עם חברות בנות בבעלות מלאה נכסים פנויים משעבוד בסך של כ- 9.4 מיליארד ₪ המהווים כ- 36% מסך מאזן סולו מורחב. מידרוג מעריכה כי שיעור הנכסים הפנויים משעבוד צפוי לקטון עם התקדמות המימוש בנכסים ונטילת חוב מובטח בנכסים. גמישות זו מפצה במידת מה על היחלשות בנגישות החברה למחזר חוב סחיר בלתי מובטח בשוק ההון הישראלי, לאור המרווחים הגבוהים.
 - נזילות החברה נשענת על יתרות נזילות ומסגרות אשראי בהיקף משמעותי. ליום 30.09.2022 לחברה (סולו מורחב) יתרות מזומן, פקדונות ותיק נ"ע בסך כ- 1.4 מיליארד ₪ וכן מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך כ- 1.0 מיליארד ₪. בתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח בין היתר, מימוש נכסים בהיקף מתון יחסית, וללא מיחזור התחייבויות, יתרות הנזילות של החברה צפויות להישחק באופן שיחס המקורות הנזילים (כולל מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות) לפרעונות חוב לא בכיר שנתיים קדימה צפוי להישחק לרמה של 80%-90% בהשוואה לכ- 110% ליום 30.09.2022 כתלות גם בהיקף חלוקת הדיבידנדים.
- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023 כולל, בין היתר, סיווג אג"ח היברידי בהיקף של כ-340 מ' אירו כ-50% חוב ו-50% הון עצמי, מימוש נכסים בידי החברה לצורך הורדת מינוף, השקעה בנכסים המצויים בפיתוח, ללא הנחה לרכישת נכסים חדשים, פירעונות שוטפים של אג"ח מתוך היתרות הנזילות, תמורת מימוש נכסים וכן נטילת חוב מובטח. להערכת מידרוג, קיימת אי וודאות גבוהה מבעבר לגבי היקף חלוקת הדיבידנדים מהחברה ומידרוג הביאה בחשבון תרחישים שונים לגבי זאת.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את היקף הפעילות המשמעותי ואת הפיזור הנרחב של פעילות החברה ומנגד הביאה בחשבון לשלילה את חשיפת המט"ח האינהרנטית לפעילות החברה המחזיקה בפעילויות בינלאומיות. יחס המינוף של החברה מושפע מחשיפה לשערי החליפין של השקל מול מטבעות הפעילות ובעיקר הריאל, הדולר והאירו ומעלה אי וודאות מסוימת לגבי אומדן יחס המינוף בשנות התחזית.

שיקולים מבניים

אגרות חוב סדרה טו' ואגרות חוב סדרה טז' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבודים שהעמידה החברה לטובת מחזיקי אגרות החוב. אגרות חוב סדרה טו' מובטחות בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על זכויות בקשר ל-4 נכסי מקרקעין מניבים בישראל: G מרכז חורב, G רוטשילד, G כוכב הצפון ו-G סביון. מידרוג מעריכה את איכות בטוחה זו כ-"חזקה", בהיותה נשענת על נכסים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ולאור הערכת מידרוג לתנודתיות נמוכה בשווי. כמו כן, מידרוג מעריכה כי פיזור הבטוחה על פני 4 נכסים תורם לנזילות הבטוחה וליציבות בשווי. מידרוג מעריכה כי בתרחיש רגישות לשווי הנכסים המשועבדים הנע עד לכ-40% משוויים בספרי החברה ליום 30.09.2022, שיעור ההשבה ביחס לאגרות החוב סדרה טו' עולה בסבירות גבוהה על 70%. אגרות חוב סדרה טז' מובטחות בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על מניות G-Europe וכל זכויות החברה במניות המשועבדות בהתאם להוראות שטר הנאמנות לאגרות החוב (סדרה טז'). מידרוג לא הקנתה הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרה טז' בגין שעבוד זה לאור הערכתנו את טיב השעבוד כ-"בינוני" בלבד בשל היות הבטוחה מניות בחברה מוחזקת.

מבנה החוב של החברה, הכולל אג"ח תאגידי בג' סיטי בע"מ המסתכם בכ- 8.0 מיליארד ₪ ליום 30.09.2022 ואג"ח תאגידי בסך כ- 780 מיליון אירו לאותו מועד בחברה הבת (100% G Europe), מייצר נחיתות מובנית של האג"ח בג' סיטי לאג"ח בחברה הבת. נכסי הנדל"ן של G Europe מהווים כ- 44% משווי הנדל"ן של החברה (סולו מורחב) וכ- 45% מה- EBITDA המותאם (סולו מורחב). לחברה דרכים שונות להעלאת מזומנים מ-G Europe באמצעות דיבידנדים או החזר הלוואת בעלים. חלוקת דיבידנד לחברה ע"י G Europe כפופה למגבלות הקבועות בתנאי אגרות החוב של החברה הבת, הכוללים מגבלת חלוקה בין היתר במקרה שבו שיעור המינוף של G Europe יעלה על 60% (נכון ל- 30.09.2022 עומד על 46%). להערכת מידרוג נחיתות זו ממונתנת, בין היתר, לאור מינוף נמוך של G Europe והיקף משמעותי של נכסים לא משועבדים בחברה הבת וכן לאור פיזור משמעותי של נכסי ג' סיטי בעצמה ובין החברות הבנות והמוחזקות.

אופק הדירוג

בעוד שאנו צופים כי החברה תשמור על פרופיל עסקי וביצועים תפעוליים בולטים לחיוב לרמת הדירוג, הפרופיל הפיננסי של החברה חלש לרמת הדירוג. אופק הדירוג השלילי משקף היקף משמעותי של מימוש נכסים שהחברה מתכננת לבצע בפרק זמן קצר יחסית כדי להוריד את המינוף ולשפר את יחסי הכיסוי, וזאת בהתחשב בסביבה המאקרו כלכלית הנוכחית המאופיינת באי וודאות ולחצים על מחירי הנכסים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת המינוף של החברה כפי שנמדדת ביחס חוב נטו לקאפ נטו
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך עלייה ביחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו מותאם
- היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה לרבות בקשר עם היקף נכסים לא משועבדים
- היחלשות בנזילות החברה

נתונים פיננסיים עיקריים

גזית גלוב בע"מ - נתונים עיקריים (סולו מורחב), במיליוני ש"ח

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	במיליוני ש"ח
20,134	18,215	19,679	19,272	26,149	סך מאזן
10,590	11,871	13,092	12,405	18,033	חוב פיננסי ברוטו מותאם
1,300	1,143	2,290	1,680	1,383	מזומנים, פקדונות ותיק "ניע"
365	257	185	207	212	LTM FFO
25.4 x	41.8 x	> 46 x	> 46 x	> 46 x	חוב נטו / LTM FFO
52.4%	64.9%	64.6%	64.1%	70.6%	חוב נטו / CAP נטו מותאם

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים" מאי 2020 * נתוני "סולו מורחב" מבוססים על נתוני הנהלה לא מבוקרים. נתון ה- FFO מבוסס על נתוני הנהלה אודות תזרים מזומנים מפעילות שוטפת סולו מורחב כפי שמופיע בדוח הדירקטוריון של החברה שמבסגרת הדוחות הכספיים ובהתאמות מידרוג.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פיזור נכסי החברה בכלכלות חזקות מיטיב עמה, אך פעילותה בברזיל משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות

נכסי החברה. נפרשים על פני מספר מדינות המאופיינות ככלכלות יציבות המאופיינות בדירוג אשראי גבוה: ארה"ב (Aaa יציב), שוודיה (Aaa יציב), נורבגיה (Aaa יציב), פינלנד (Aa1), צ'כיה (Aa3 שלילי), ישראל (A1 חיובי), פולין (A2 יציב). עליית הריבית בידי בנקים מרכזיים בארה"ב, ברחבי אירופה ובישראל ברקע נתוני אינפלציה גבוהים ושיעורי אבטלה נמוכים יחסית, מעלה את אי היציבות בכלכלות באזורים אלו. אי הוודאות באשר להמשך קצב עליית הריבית והחשש ממיתון מייצרים תנודתיות גבוהה בשווקי ההון בעולם, עלייה במרווחי החוב ולחץ על מחירי נכסי נדל"ן. חשיפת החברה לברזיל (Ba2 יציב) משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות. ליום 30.09.2022 הנכסים בברזיל מהווים כ-12% מסך שווי הספרים של השקעות החברה במונחי סולו מורחב. אסטרטגיית החברה לצמצום אחזקותיה בנכסים בברזיל טרם יצאו לפועל וחלקם של הנכסים בברזיל עשוי לעלות ככל שהחברה תממש נכסים

בטריטוריות אחרות. להערכת Moody's, ברזיל מאופיינת בכלכלה גדולה ומגוונת עם יתרות מט"ח משמעותיות העשויות לתרום ליציבות בעת משברים. יחד עם זאת, גירעון פסקלי גבוה של ממשלת ברזיל, סיכונים פוליטיים ומדדי ממשל חלש יחסית הקשורים לשחיתות משפיעים לשלילה על דירוג המדינה. בנוסף, שיעור האינפלציה בברזיל עומד על כ-10% וצפוי להישאר בשיעור גבוה ביחס למדינות חזקות ולעמוד על בין 4%-5%. להערכת Moody's, צמיחת התוצר בברזיל צפויה להגיע לכ-2.2% בשנת 2022 והתחזית הינה לירידה אל מתחת 1.0% בשנת 2023.

באמצעות G Europe, מחזיקה החברה 7 נכסים ברוסיה, אשר בעקבות המלחמה מול אוקראינה הורד דירוגה ל-Ca עם אופק שלילי ע"י Moody's בחודש מרץ 2022 טרם שהופסק. מידרוג העריכה כי נכסי החברה ברוסיה עלולים לספוג השפעה שלילית משמעותית בעקבות היחלשות הרובל וכן גם בשל השלכות ריאליות בעקבות השלכות המלחמה על המצב הכלכלי ברוסיה. נכסי החברה ברוסיה מהווים להערכת מידרוג כ-4% מהיקף הנכסים של החברה במונחי סולו מורחב ולכן להערכתנו השפעתם על המיצוב הפיננסי של החברה אינה גבוהה.

היקף פעילות בולט לחיוב ביחס לדירוג, עם פריסה גיאוגרפית רחבה וביצועים תפעוליים טובים של הנכסים

עם EBITDA של כ-750 מיליון ₪ לשנה שמידרוג צופה בתרחיש הבסיס בשנים 2022-2023 במונחי סולו מורחב והיקף מאזן סולו מורחב של כ-26 מיליארד ₪, לחברה היקף פעילות רחב ובולט לחיוב לרמת הדירוג. החברה מחזיקה ישירות ובאמצעות חברות מוחזקות כ-100 נכסים מניבים בעיקר מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, המשרתים צרכים יומיומיים של קהל היעד, לצד גם משרדים ומגורים להשכרה, בפיזור גיאוגרפי נרחב ובולט לחיוב בישראל, בארה"ב, מרכז ומזרח אירופה, ברזיל וקנדה. נכסי החברה נפרשים על פני מספר מטרופולינים, רובם במדינות בעלות דירוג אשראי גבוה, כאמור לעיל, ובכללם: תל אביב, ניו יורק, פראג, ורשה, הלסינקי, שטוקהולם, בוסטון ועוד. החברה שומרת על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים, באופן אשר תומך בפרופיל העסקי. ליום 30.09.2022 שיעורי התפוסה של נכסי החברה בישראל עמדו בממוצע על כ-98%, בברזיל כ-93.4%, בארה"ב כ-93.5%, במזרח-מרכז אירופה כ-91.8% ובצפון אירופה כ-94.9%.

מידרוג מעריכה כי לאורך זמן פעילות החברה בתחום מרכזי הקניות חשופה לתמורות הטכנולוגיות והתרבותיות המהירות במאפייני הצריכה הפרטית ובענף המרכזים המסחריים, ובפרט לעלייה ברכישה המקוונת כאשר נראה כי משבר הקורונה הביא להאצה במגמת רכישות אונליין, בהתחשב בהגבלות ובסגרים שהיו. לחברה אסטרטגיה להגדלת הפעילות בתחום המגורים להשכרה בכל טריטוריות הפעילות מלבד ברזיל, באופן שתמהיל נכסי המסחר עשוי לפחות עם השנים. להערכת מידרוג, בשנתיים הקרובות התרומה של הפעילות בתחום המגורים עדיין לא צפויה להיות מהותית.

בישראל, נכון ליום 30.09.2022, לחברה 13 נכסים מניבים, בעיקר באזור המרכז וגוש דן, בשווי כולל של כ-3.7 מיליארד ₪ בשטח להשכרה של 161 אלפי מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-98%. מרבית הנכסים בישראל הינם מרכזים שכונתיים בערים מובילות ובאזורים המאופיינים בכוח קניה חזק בשל חתך סוציו-אקונומי גבוה. בתקופה ינואר-ספטמבר 2022 רשמה החברה גידול של כ-28.8% בתזרים מנכסים זהים בישראל, בהשוואה לגידול של כ-2.8% בשנת 2021 ולירידה של כ-18% בשנת 2020 ועלייה של כ-2.8% בשנת 2019. לאורך זמן, אסטרטגיית החברה הינה להרחיב את זכויות הבנייה בנכסים הקיימים לשימושים נוספים בדגש על דיור להשכרה ושימושים מעורבים.

בארה"ב, נכון ליום 30.09.2022 לחברה 13 נכסים הכוללים בעיקר מרכזים מסחריים וכן דיור להשכרה, בשווי כולל של כ-1.6 מיליארד דולר בשטח של כ-85 אלפי מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-93.5%. עיקר נכסי החברה מצויים בבוסטון עם נוכחות גם בניו יורק, פילדלפיה ומיאמי. שיעור הצמיחה בנכסים זהים בנכסי החברה בארה"ב עמד על כ-14.8% בתקופה ינואר-ספטמבר 2022, בהשוואה לכ-11.3% בשנת 2021, ולעומת ירידה של כ-3.4% בשנת 2020 ועלייה של כ-5.3% בשנת 2019. החברה מתעתדת להיכנס גם לתחום הדיור להשכרה ובמהלך שנת 2021 החברה רכשה בניין מגורים להשכרה הכולל 262 יח"ד בלב מיאמי בהשקעה של כ-100 מיליון דולר וכן קיבלה אישור הרשויות להגדלת היקף פרויקט המגורים להשכרה שלה במיאמי, Brickell Gateway, מ-364 יח"ד ל-504 יח"ד.

נכון ל-30.09.2022 לחברה 7 נכסים מניבים בברזיל בעיר סאו פאולו הכוללים השקעה בשטח כולל של כ- 176 אלפי מ"ר בשווי הוגן של כ- 2.6 מיליארד ש"ח. שיעור התפוסה ליום 30.09.2022 עמד על כ-93.4%. במהלך ינואר-ספטמבר 2022 נרשם גידול של כ- 54% בתזרים מנכסים זהים בברזיל, במונחי מטבע מקור, ובשנת 2021 גידול של כ- 10%. הגידול החד נבע בין השאר מהשלכות שליליות של מגיפת הקורונה בתקופה המקבילה אשתקד.

פעילות החברה במרכז ומזרח אירופה הינה באמצעות G Europe (100%, לשעבר אטריום). G Europe מחזיקה 26 מרכזי קניות בערים מרכזיות בעיקר בפולין ובצ'כיה. נכסי G Europe מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים יחסית, שעומדים על 91.8%. צמיחת ההכנסות שכירות מנכסים זהים בשנת 2021 הייתה שלילית בשיעור של 0.3% בשל השפעות הקורונה ומאז חלה התאוששות בנתוני החברה. בחודש אפריל 2022 Moody's הורידה את דירוג G Europe לדירוג Ba3 באופן שלילי. הורדת הדירוג נבעה משינוי מדיניות הפיננסית של G Europe וחלוקת דיבידנד נוסף באמצעות הלוואות בעלים. כמו כן הורדת הדירוג הושפעה מהחשיפה לרוסיה בצל מלחמת רוסיה ואוקראינה, כאשר נכסי G Europe ברוסיה מייצגים כ-10% מסך נכסיה ו-20% מההכנסה נטו מדמי שכירות. דירוג G Europe משקף, בין היתר, מובילות שוק במרכז אירופה, פעילות בערים המרכזיות ורשה ופראג וכן פיזור הבולט לחיוב.

בהתאם לאסטרטגיה של החברה, פעלה החברה בשנים האחרונות להגדלת שיעור הנדל"ן הפרטי (דהיינו, פעילות שאינה מוחזקת דרך חברות ציבוריות), תוך מימוש החזקותיה בחברות הציבוריות בצפון אמריקה וכן הקמת פלטפורמות פרטיות (לרבות עם שותפים) והגדלת תיק הנכסים המוחזק באמצעות החברות הבנות הפרטיות של החברה. במסגרת זאת, בחודש פברואר 2022 השלימה החברה עסקה לרכישת בעלי מניות המיעוט (כ-25%) של G Europe, שהייתה חברה ציבורית בשליטת החברה, ומחיקת מניותיה מהמסחר בבורסה ולאחר העסקה מחזיקה בה החברה בשרשור ב-100%.

פעילות החברה במדינות הנורדיות מבוצעת באמצעות חברת ("CTY") Citycon oyg (שיעור האחזקה בחברה הינו 52.1%), כאשר החברה הינה בעלת השליטה בחברה זו. סיטיקון מחזיקה 35 נכסי מסחר מעוגני עסקים חיוניים במדינות הנורדיות במיקומים פרבריים. נכסי CTY מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים יחסית, שעמד ב- 5 השנים האחרונות על ממוצע של כ- 95% ונכון ל-31.12.2021 עמד על שיעור נמוך יותר של כ- 94.3% בשל השפעות משבר הקורונה. צמיחת ההכנסות שכירות מנכסים זהים בשנת 2021 הייתה שלילית בשיעור של 1.5% בשל השפעות הקורונה ומאז הרבעון הראשון של שנת 2021 ניכרת התאוששות בנתון זה. בחודש יוני 2022 אישרה Moody's את דירוג Baa3 של CTY, אולם הוצב באופן שלילי בשל היחלשות הסביבה התפעולית והשלכות אפשריות של העלייה באינפלציה על הביקושים מצד צרכנים ובהתחשב גם בעליית הריבית והשפעתה על הפרופיל הפיננסי של סיטיקון.

מידרוג אינה צופה שיפור מהותי בפרופיל הפיננסי החלש בטווח הקצר, שנפגע מגידול בחוב הפיננסי המעיב על התזרים התפעולי ועל יחסי הכיסוי

נכון ליום 30.09.2022 יחס החוב נטו ל-CAP נטו מותאם, על בסיס סולו מורחב, עומד על כ-71%, זאת לעומת יחס של כ-64% נכון ל-30.09.2021 ערב רכישת מניות המיעוט ב-G Europe. השחיקה ביחס המינוף נבעה בעיקר מגידול בחוב הפיננסי של החברה לצורך מימון עסקת G Europe וכן מעלייה בהוצאות מימון שרשמה החברה במהלך ינואר-ספטמבר 2022 בגין שערך נגזרים (כ- 467 מ' ש"ח), הפרשי הצמדה של אגרות החוב (כ- 442 מ' ש"ח) והפסד בתיק ני"ע (כ- 197 מ' ש"ח). מנגד, החברה ביצעה הנפקת הון מניות וזכויות בתמורה נטו של כ- 468 מ' ש"ח.

החברה נוקטת במספר מהלכים להורדת המינוף, אשר העיקרי בהם הוא מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה בהיקף של כ- 5.3 מיליארד ש"ח הכולל כ- 3.6 מיליארד ש"ח נכסים שאינם בליבה עליה דיווחה החברה בחודש אוקטובר 2022, וכן היקף של כ- 1.8 מיליארד ש"ח נכסים נוספים לגבי דיווחה החברה לאחרונה, ובהם גם נכסי ליבה של החברה. עד בסמוך למועד דוח זה דיווחה החברה על חתימת הסכמים מחייבים למכירת 2 נכסים מבין הנכסים האמורים, בתמורה כוללת של כ- 1.0 מיליארד ש"ח, האחד בארה"ב בהיקף של כ- 0.5 מיליארד ש"ח והאחד באירופה בהיקף של כ- 449 מ' ש"ח אשר הושלמה והתמורה בגינה התקבלה בחברה. לגבי הנכסים הנותרים, החברה דיווחה לאחרונה כי היא צפויה להתקשר בהסכמים מחייבים למכירת נכסים בהיקף של 1.5-2.0 מיליארד

ש מתוך כ- 2.6 מיליארד ש נכסים לגביהם היא מצויה במו"מ פעיל למכירתם. מידרוג רואה בחיוב את תכנית מימוש הנכסים במטרה להוריד מינוף, בהתחשב בהיקף הפעילות של החברה ובפיזור הגיאוגרפי, ומעריכה כי הדבר עשוי לשפר את מיצובה הפיננסי של החברה מבלי לפגוע במידה מהותית במיצובה העסקי, אולם, זאת כתלות בהיקף המימושים, בשוויים ביחס לשווי הספרים ובסוג הנכסים שיימכרו בפועל. כל אלו עומדים עדיין באי וודאות.

מידרוג סבורה כי הסיבה התפעולית בה פועלת החברה נחלשה בשל העלאות הריבית ברחבי הכלכלות בהן פועלת החברה, רמת אינפלציה גבוהה וחשש ממתון באירופה ובארה"ב. בשל כך, מידרוג הביאה בחשבון כי לחברה צפויים אתגרים במימוש הנכסים. מידרוג בחנה תרחישי רגישות ביחס לתכנית המימושים של החברה, והניחה כי זו עלולה להארך זמן רב מהמתוכנן. להערכת מידרוג, החברה עשויה לנקוט במהלכים נוספים להקטנת מינוף, לרבות צמצום מדיניות הדיבידנדים לבעלי המניות, עד כדי עצירתם המלאה לפרק זמן מסוים וכן מהלכים להנפקת הון / הנפקת זכויות.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף, חוב נטו ל-CAP נטו, צפוי לנוע בטווח של 68%-72%, כתלות בהיקף ובמועד מימוש הנכסים וכן בפעולות נוספות שהחברה עשויה לנקוט כמפורט לעיל.

לחברה תזרים תפעולי משמעותי הבולט לגובה הדירוג, עם EBITDA מותאם במונחי סולו מורחב של כ- 666 מ' ש ב- 4 הרבעונים שעד 30.09.2022, ובהשוואה לכ- 590 מ' ש וכ- 628 מ' ש בשנים 2021 ו-2020, בהתאמה¹. בשנת 2019, טרום פרוץ מגיפה הקורונה, הסתכם ה- EBITDA בכ- 810 מ' ש. ההיחלשות בתזרים התפעולי בשנתיים האחרונות נבעה בעיקר מהשפעות הקורונה על הכנסות השכירות בנכסי החברה, לרבות ברבעון הראשון של שנת 2022 בצל גל האומיקרון. מנגד, עלייה במדד המחירים תרמה להכנסות השכירות. הוצאות המימון של החברה מכבידות על התזרים התפעולי בשל הגידול בחוב ומרכיב חוב צמוד. בהתאם להערכות מידרוג, EBITDA צפוי לעמוד סביב 750 מ' ש לשנה בשנים 2022-2023, ו- FFO שנתי צפוי לעמוד על 200-250 מ' ש, שני הנתונים במונחי סולו מורחב. להערכתנו, מכירת הנכסים שהונחה בטווח הקצר אין בה להשפיע במידה מהותית על היקף EBITDA ו- FFO. לצד היקף התזרים התפעולי, יחסי הכיסוי צפויים להיוותר איטיים ביחס לדירוג ולהסתכם במעל 50 שנים, בשל רמת המינוף הגבוהה.

נזילות סבירה על בסיס יתרות נזילות משמעותיות, קווי אשראי פנויים וגמישות פיננסית הנובעת מהיקף מהותי של נכסים לא משועבדים

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי המקורות והשימושים של החברה ביחד עם החברות הבנות בבעלות מלאה (סולו מורחב) החל מ- 30.09.2022 ועד 31.12.2023 (5 רבעונים), מידרוג מניחה תזרים נטו ממימוש נכסים בניכוי פרעון חוב בכיר בסך כ- 0.9 מיליארד ש (כולל מימוש שהושלם עד בסמוך למועד דוח זה) ומקורות מפעולות בסך כ- 0.25 מיליארד ש, פרעונות קרן אג"ח לפי לוח הסילוקין בסך כ- 1.1 מיליארד ש, השקעות נטו בנכסים המצויים בפיתוח בניכוי נטילת חוב למימון בסך כ- 0.5 מיליארד ש וכן דיבידנד שהוכרז בהיקף של כ- 52 מיליון ש. החברה עשויה לחלק דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ- 200 מיליון ש בהתאם למדיניותה הנוכחית, אם כי להערכת מידרוג הוודאות לגבי חלוקה זו חלשה מבעבר ומידרוג הביאה בחשבון תרחישים שונים לגבי זאת.

ליום 30.09.2022 לחברה ולחברות בנות בבעלותה המלאה יתרות מזומנים, פקדונות ותיק ני"ע ולפני מסגרות אשראי בסך כ-1.4 מיליארד ש (סולו מורחב), ובהתאם לתרחיש המקורות והשימושים לעיל, היתרות הנזילות צפויות להצטמצם עד לסוף השנה הבאה להיקף של 0.7-0.9 מיליארד ש, זאת כאמור מבלי להניח מחזור חוב וכתלות גם בהיקף חלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות בחברה. מידרוג סבורה כי נגישות החברה לגיוס אג"ח לא מובטחת בשוק החוב הסחיר בישראל נחלשה בשנה האחרונה, בעוד שלחברה היקפי פרעונות משמעותיים מידי שנה, כ- 1.0 מיליארד ש בשנת 2023 וכ- 1.2 מיליארד ש בשנת 2024. להערכת מידרוג, לחברה גמישות פיננסית לקבלת מימון מובטח כנגד נכסים לא משועבדים שיתרתם ל- 30.09.2022 נאמדת בכ- 9.4 מיליארד ש (ברמת החברה והחברות הבנות בבעלות מלאה). כמו כן לחברה ולחברות הבנות בבעלותה המלאה מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של

¹ נתון EBITDA סולו מורחב מבוסס על נתוני ההנהלה (לא מבוקרים) כפי שמוצגים בדוחות הדירקטוריון של החברה אשר במסגרת הדוחות הכספיים והם כוללים בין היתר דיבידנדים מחברות ציבוריות המוחזקות על ידי החברה. נתון EBITDA מותאם המוצג לעיל אינו כולל "הכנסות אחרות" הנובעות בעיקר מתיק ני"ע.

כ-1.0 מיליארד ₪. מסגרות האשראי מסתיימות לאורך השנים 2023-2024 והחברה פועלת לחדשן. חלק ממסגרות האשראי מובטחות במניות CTY, כאשר לחברה אמות מידה פיננסיות המבוססות על שווי השוק מניית של CTY, גורם סיכון הפוגם בגמישות הפיננסית של החברה. בהתאם לנתוני החברה, החברה והחברות הבנות בבעלותה המלאה עומדות באמות מידה פיננסיות למול המממנים (מחזיקי אג"ח, בנקים ואחרים) במידה הולמת.

מימוש הנכסים צפוי לשפר את נזילות החברה אך מנגד לפגוע בגמישות החברה. יחס חוב מובטח (כולל מסגרות אשראי פנויות) לנדל"ן להשקעה עמד על כ-44% ל-30.09.2022 והוא צפוי לעלות ככל שהחברה תפעל לשעבד נכסים כנגד מחזור חוב וכן תפעל למימוש נכסים. שיעור נכסים לא משועבדים לסך מאזן צפוי לעמוד בטווח של 32%-30% גם כן, כתלות בהיקף מימוש הנכסים, יחסים ההולמים את רמת הדירוג.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים ממשי תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. להערכת מידרוג, רמת המינוף הגבוהה של החברה וכן החשיפה להפסדי שערי חליפין מעיבות על המדיניות הפיננסית של החברה לצד גם חלוקת דיבידנדים עקבית בשיעור מהותי, בין השאר לצורך שירות צרכי החוב של בעלת השליטה חברת נורסטאר. מדיניות פיננסית לשמירה על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, לרבות מסגרות אשראי חתומות, ומהלכי החברה ובעלת השליטה לגיוס הון מניות מעת לעת ממתנות זאת במידת מה.

מטריצת הדירוג

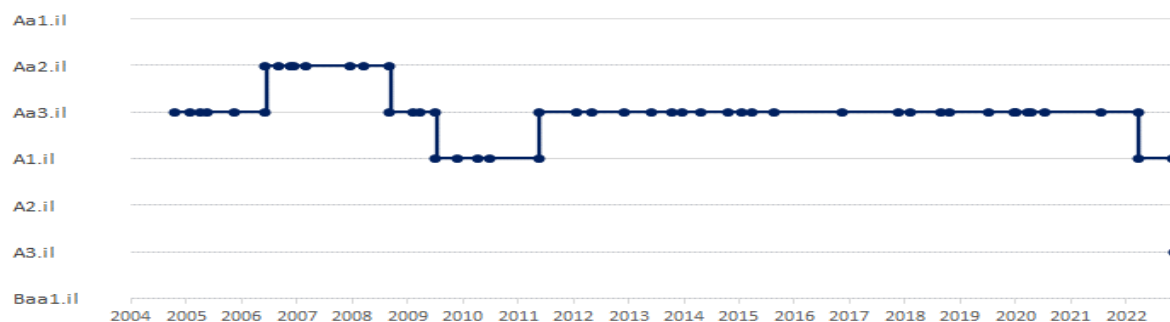
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	26	Aaa.il	26	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Baa.il-A.il	68%-72%	A.il	71%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Aa.il	200-250	Aa.il	212	היקף FFO (מיליון ש"ח)	פרופיל פיננסי
Ba.il	46 <	Ba.il	46 <	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	32%	A.il	36%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	45%	A.il	44%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	80%-90%	A.il	110%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A3.il					
A3.il					דירוג בפועל

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

אודות החברה

ג' סיטי, ישירות ובאמצעות חברות מוחזקות שלה, פרטיות וציבוריות, עוסקת ברכישה, השבחה, פיתוח וניהול של נדל"ן מניב לשימושים מעורבים לרבות מסחר, מגורים ומשרדים בצפון אמריקה, ישראל, ברזיל וצפון מרכז ומזרח אירופה. בעלת השליטה בחברה היא נורסטאר החזקות אינק. אשר בעל השליטה בה הינו מר חיים כצמן. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ג' סיטי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[נורסטאר החזקות אינק - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

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

[השפעת העלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - הערת ענף, יוני 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

25.12.2022	תאריך דוח הדירוג:
08.11.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.10.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ג' סיטי בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ג' סיטי 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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 והיה 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>