

ארקו החזקות בע"מ

מעקב | ספטמבר 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשי
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

ארקו החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה ארקו החזקות בע"מ (להלן: "ארקו" או "החברה") ומותירה על כנו את הדירוג A3.il באופק יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'*	3100245	A3.il	יציב	30.06.2024

* אגרות החוב (סדרה ג') מגובות בשעבוד של 338 מניות אי.סי.אס סטורס בע"מ ("ACS") המהווים 33.8% מהון המניות המונפק והנפרע של ACS.

שיקולים עיקריים לדירוג

הוצאתו מבחינה של דירוג אגרות החוב (סדרה ג') ואישור הדירוג באופק יציב נעשים בעקבות אישור דירוג המנפיק באופק יציב לחברת הבת של ארקו, GPM וכן נוכח השלמת מהלך המימון מחדש של GPM והחזר הלוואות הבעלים לארקו. להערכת מידרוג האטת יחסי הכיסוי של GPM שהחלה בשנתיים האחרונות תשוקם באופן מהיר בהשוואה להערכותינו הקודמות וזאת בשל ההשלכות החיוביות של מגיפת הקורונה על תחום פעילותה אשר מקבלות ביטוי בעיקר בצניחת מחירי הנפט, הירידה בעלות הדלקים והעלייה כתוצאה מכך במרווח הגולמי לגלון.

ארקו אופיינה ע"י מידרוג כחברת החזקות תפעולית בתחום קמעונאות הדלקים, נוכח זיקה עסקית ומימונית גבוהה עם החזקתה העיקרית GPM (A3.il באופק יציב). ארקו כבעלת השליטה ב-GPM מכוונת את פעילותה של GPM. כמו כן, משמשת ארקו מקור מימון לעסקאות הרכישה של GPM (לצד מימון בנקאי שנוטלת GPM ומקורות נוספים), בעיקר באמצעות גיוס אגרות חוב בישראל והזרמת עיקר הכספים לחברה הבת בדרך של הלוואות בעלים. לאור מאפיינים אלו, דירוג ארקו התבסס על מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות ומיצובה הפיננסי נבחן בעיקר על בסיס נתונים פיננסיים מאוחדים, אלא אם צויין אחרת בפירושו.

נציין כי במהלך רבעון ראשון 2020 פרעה GPM הלוואות בעלים לארקו בסך של כ-380 מיליון ש"ח (כ-110 מיליון דולר) וביום 30.06.2020 העמידה ארקו הלוואות בעלים חדשה ל-GPM בסך של כ-86 מיליון ש"ח (25 מיליון דולר). העמדת הלוואות הבעלים האמורה מחדש לאחר הפירעון כפי שצויין לעיל, בטווח זמן זה מחזקת את אפיונה של ארקו כמקור מימון דומיננטי ב-GPM וזאת בהמשך למדיניותה. GPM העמידה שעבדים מדרגה ראשונה על זכויותיה בתחנות הדלק וחניות הנוחות לטובת כל אחד מהמממנים, לרבות לטובת הלוואות הבעלים מארקו. על בסיס זאת, מידרוג הביאה בחשבון כי הלוואות הבעלים שמעמידה ארקו ל-GPM אינן נופלות בבכירותן ביחס להלוואות של GPM ממממנים אחרים שאינם צד קשור לה.

נוכח פרעון הלוואות הבעלים כדלעיל, לארקו (סולו) נזילות עודפת, עם כ-372 מיליון ש"ח בקופת החברה ליום 30.06.2020, למול פירעונות קרן אג"ח סדרה ג' של כ-37.4 מיליון ש"ח לשנה בכל אחת מהשנתיים הקרובות ובסך הכל יתרת אג"ח סדרה ג של כ-243 מיליון ש"ח לאותו מועד. מדיניות החברה, כפי שגם באה לידי ביטוי ביתרות המזומנים בקופתה בשנים האחרונות, הנה לשמירה על יתרות נזילות לאורך זמן.

עפ"י הנהלת החברה, לנוכח עסקת היימקר אין צפי לרכישות/השקעות נוספות ברמת ארקו והחברה אינה צופה שינוי במדיניות זו אף בעקבות עסקת היימקר, אשר מצויה עדיין באי וודאות לגבי התממשותה וקשה להעריך בשלב זה השפעה חיובית או שלילית של העסקה על הדירוג ואולם עם השלמת העסקה תבחן השפעתה על הדירוג ולאורך זמן.

בדצמבר 2019 חתמה GPM על הסכם לרכישת פעילות Empire ("אמפייר") אשר עוסקת באספקה סיטונאית של דלקים לכ-1,500 תחנות דלק המופעלות ע"י צדדים שלישיים ובפעילות קמעונאית הכוללת כ-75 תחנות דלק וחניות נוחות. לאמפייר פעילות ב-30 מדינות ברחבי ארה"ב, מכך 10 מדינות בהן GPM אינה פועלת כיום. מכירות אמפייר נאמדו בכ-1.1 מיליארד גלונים לשנה (נכון

(לדצמבר 2019) והן צפויות להכפיל את נפח המכירות השנתי של GPM לכ- 2.1 מיליארד גלונים בהנבה מלאה. עיקר הגלונים הם באספקה סיטונאית ומאופיינים במרווח נמוך יחסית לפעילות הקמעונאית ומבנה הוצאות שונה מזה של הפעילות הקמעונאית של GPM. במועד השלמת העסקה צפויה GPM לשלם למוכרים תשלום במזומן של כ- 360 מ' דולר ובנוסף תשלום בגין המלאי ויתרות המזומנים באתרים הנרכשים במועד סגירת העסקה¹. עד כה GPM הסדירה את מלוא המימון הנדרש לעסקת אמפייר, ותמורת הבסיס תשולם בעיקרה תוך שימוש בקו אשראי בסינדיקט בנקים בהובלת בנק אמריקאי. עסקת אמפייר ממשיכה שורה של עסקאות שביצעה GPM בשנים האחרונות, כחלק מאסטרטגיה ממוקדת ועקבית להגדיל את הפעילות באמצעות רכישות. אנו מקנים סבירות גבוהה להתממשות עסקת אמפייר בהתאם לדווחי החברה על השלמת העסקה הצפויה בתחילת הרבעון הרביעי לשנת 2020. בשלב זה אנו מניחים כי וקטור הגידול בחוב יקוזז ע"י וקטור התרומה לתזרים התפעולי (היקף גלונים גבוה של שיווק בסיטונאות) על רקע רוח גבית מצד המרווח לגלון ובצד המיצוב העסקי, עלייה בנתחי השוק העשויה להקנות ל-GPM יתרונות לגודל, הכוללים הוזלת מחירי רכש וסינרגיה תפעולית.

GPM פועלת בענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב, המאופיינ על ידי מידרוג בסיכון עסקי בינוני, נוכח ביקושים יציבים יחסית, אולם תחרות גבוהה ומשוכללת הלוחצת את מרווחי שיווק הדלקים. מעמדה העסקי של GPM מושפע לחיוב מהיקף פעילות משמעותי, הכולל כ- 1,270 אתרים בהפעלה עצמית בפריסה גיאוגרפית רחבה ברחבי ארה"ב, מרביתם בהסכמי חכירה לטווח ארוך. היקף הפעילות והפיזור של GPM בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג, ומהווה גורם הממתן את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך זמן. פריסתה הגיאוגרפית של GPM מוערכת על ידי מידרוג כגורם חיובי בדירוג, בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות, וכן בהתחשב בחשיפות סיכון מקומיות כגון תנאי אקלים קיצוניים או לחילופין השפעות רגולטוריות. GPM מציגה טרק רקורד חיובי במימוש האסטרטגיה לצמיחה באמצעות רכישת מקבצי חנויות נוחות ותחנות דלק והטמעתן בפעילות הקיימת של GPM. החוב הפיננסי של החברה אשר עלה בשנים האחרונות בעיקר נוכח השקעות ברכישת תחנות. רמת המינוף של החברה² גבוהה ונובעת ממרכיב גבוה של התחייבויות בגין חכירות תפעוליות ומימוניות לזמן ארוך הקיימות לחברה. יחס הון למאזן של ארקו במאוחד ליום 30.06.2020 עמד על כ-10.7% (בדומה לחציין מקביל אשתקד). להערכתנו, רמת המינוף אינה צפויה במסגרת מהלך העסקים הרגיל להשתפר במידה רבה בשל המרכיב הכבד של התחייבויות חכירה הנכללות בחוב ובשל בנייה איטית מידי של הכרית ההונית, נוכח שולי רווח צרים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג הונחו מספר הנחות מרכזיות וביניהן: שיפור במרווח לגלון על רקע הירידה החדה במחירי הדלקים, ירידה בהיקף הגלונים בשנה הנוכחית כפועל יוצא של השפעת משבר הקורונה, צמיחה במכירות GPM אנאורגנית על רקע עסקת אמפייר החל משנת 2021, שחיקת המרווח לגלון הממוצע של GPM בעקבות עסקת אמפייר שהינה בעלת משקל רב לתחנות בסיטונאות, המאופיינות במרווח נמוך מזה של תחום הקמעונאות, וכן גידול בחוב הפיננסי כפועל יוצא של עסקת אמפייר. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2020 ו- EBITDA 2021 ו- FFO צפויים לעמוד בטווח 200-250 מיליון דולר ו- 100-150 מיליון דולר, בהתאמה. הטווח העליון לוקח בחשבון את הערכותינו לשנת 2020 על רקע רמת מרווחים גבוהה. הטווח התחתון לוקח בחשבון הערכותנו לגבי 2021 התייצבות רמת המרווחים הכוללת ובפרט השלמת עסקת אמפייר, המשפיעה לשלילה על שיעור הרווחיות כפועל יוצא ממרווח נמוך יותר של הפעילות הסיטונאית בהשוואה לפעילות הקמעונאית, וכן אנו מניחים אי וודאות מסוימת לגבי הסביבה הכלכלית והשפעת המגיפה בשנה זו. אנו מניחים את תרומתה של אמפייר ל-EBITDA בכ- 50 מיליון דולר לשנה, אולם היא אינה תורמת לשיפור יחסי הכיסוי על סמך הנחות החברה לגידול בחוב נוכח עסקת אמפייר.

¹ כמו כן צפויה GPM לתשלום נוסף בפריסה של עד 5 שנים בסכום כולל מינימלי של כ- 22.5 מ' דולר ועד לתשלום של מקסימאלי של כ- 65 מ' דולר, בהתאם לתנאים אשר נקבעו בהסכם.

² רמת המינוף נמדדת על ידי מידרוג על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של ארקו שבהם מתבטלות הלוואות הבעלים שהעמידה ארקו לטובת חברת הבת GPM ונכללות בין השאר אגרות החוב שגייסה ארקו.

לאורך זמן מידרוג מעריכה כי יחסי הכיסוי של ארקו במאוחד עם GPM צפויים להיות יחס חוב פיננסי מותאם³ ל-EBITDA בטווח של 6.5-7.5 וחוב פיננסי מותאם ל-FFO ביחס של 10.0-13.0, ולרוב בטווח העליון של יחסים אלו. להערכתנו יחסי הכיסוי יעמדו בטווח לעיל גם בהתחשב בעסקת Empire.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי התזרים החופשי של GPM לאחר תשלומי חכירות הצפוי להיות חיובי בטווח של 0-50 מיליון דולר, וזאת ביחס לצורכי פירעון קרן חוב בהיקף של כ-5 מיליון דולר מדי שנה בשנים 2020-2021.

שיקולים מבניים

אגרות החוב (סדרה ג') שהחברה הנפיקה מגובות בשעבוד של 33.8% מהון המניות המונפק והנפרע של ACS חברה המחזיקה ב-GPM בה מחזיקה כאמור ארקו. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב וזאת נוכח הערכת מידרוג להלימה גבוהה בין סיכון האשראי של החברה לבין שווי הבטוחות וכן נוכח היותו של החוב הבכיר המובטח חוב יחיד או עיקרי בחברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג לגבי מדיניות הנזילות של החברה וכן בהתאם לתרחיש הבסיס כי GPM תשמור על מעמדה העסקי ותציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים וזאת גם בהנחת סבירות גבוהה להשלמת עסקת Empire.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- קיטון ברמות החוב ושיפור יחסי המינוף

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה וביחס הון למאזן
- המשך שחיקה ברווחיות החברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות

ענף אנטי מחזורי אשר גם על רקע האטה בכלכלת ארה"ב עודנו מאופיין בביקושים יציבים יחסית

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, המושפעת לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק ובחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית. שני מוצרי העוגן העיקריים בחנויות הנוחות, דלקים וטבק, מצויים במגמת ירידה איטית/סטגנציה לאורך זמן, האחד, בשל התייעלות אנרגטית וחדירה הדרגתית של רכבים היברידיים וחשמליים והשני בשל העלייה במודעות לנזקי העישון. במענה למגמות אלו, השחקניות הגדולות בענף נוטות להרחיב את תמהיל המוצרים, בין היתר, לכיוון מוצרי נוחות, מזון טרי ומותגים פרטיים ומבצעות השקעות בפיתוח ושדרוג האתרים על מנת למשוך קונים. בענף קיימת מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיא יתרונות לגודל במערך הרכש וההפצה. אנו מעריכים כי מגמות אלו בענף יימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק, מנאמנות מותג נמוכה יחסית כתוצאה מסטנדרטיזציה של המוצרים העיקריים (דלקים, טבק ומשקאות) ומרגישות המחיר של הצרכנים. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות, אך עם זאת קיימת רגולציה שעשויה להכביד על פתיחת אתרים חדשים.

³ חוב פיננסי מותאם כולל נוסף להתחייבויות לבעלי אגרות החוב, לתאגידים בנקאיים ומממנים אחרים, הלוואות מוכר ככל שישנן וכן התחייבויות בגין חכירות תפעוליות ומימוניות לז"ז וחלויות שוטפות של התחייבויות אלו.

מרווח השיווק לגלון בענף שיווק הדלקים בארה"ב הנו נמוך, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. מרווח שיווק הדלקים הינו פונקציה בין השאר של רמת התחרות האזורית המשפיעה על התמחור וכן של מגמת השינוי במחירי הדלקים ועוצמתה, המשפיעות על יכולת מפעילי האתרים לשפר את הרווחיות בעיקר בתקופות של תנודות חדות במחירי הדלקים. הפעילות בענף מאופיינת בדרך כלל בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך. בחודש דצמבר 2019 התפרץ בסין וירוס הקורונה אשר התפשט לרחבי העולם ובמרץ 2020 הכריז ארגון הבריאות העולמי על המחלה כעל מגפה עולמית. ארה"ב השיתה מגבלות שונות בניסיון למנוע את התפשטות הנגיף ובכללן צווי סגירה לעסקים מסוימים ואיסורי התקהלויות, אולם פעילות הפעלת חנויות הנוחות ותחנות הדלק הורגו מהמגבלות המהותיות. כתוצאה ממגפת הקורונה, חל צמצום מהותי בביקושים לדלקים החל מהמחצית השנייה לחודש מרץ. החל מחודש מאי נרשמה עלייה בהשוואה לשבועות הקודמים. המשך המגבלות אשר צפויות ללוות את השנה יחד עם הקיטון בנוסעה על רקע העלייה באבטלה והתכווצות התוצר צפויים להביא לקיטון בביקוש לדלקים השנה ביחס לשנת 2019. תחום חנויות הנוחות רושם גידול בביקושים הנובע בין היתר מהסטת ביקושים מערוצי קמעונאות אחרים לתחום חנויות הנוחות. עם זאת לתחום אלטרנטיבה חלשה יותר בזירת האון ליין. נציין כי אנו מסייגים הנחות אלו לאור קיומה של אי וודאות לגבי השלכות המשבר. כחלק מהשלכות נגיף הקורונה, חלה ירידה דרמטית במחירי הנפט הגולמי מתחילת חודש מרץ 2020 אשר הובילה לעלייה במרווח הגולמי לחברות הפועלות בתחום ועתידה להיות בעלת השפעה חיובית על הרווחיות הגולמית ממכירת דלקים בטווח הקצר-הבינוני, בין היתר, כתוצאה מכך שעדכון המחיר לצרכן כלפי מטה נעשה באופן איטי יותר מהירידה בעלויות הרכישה. כלכלת ארה"ב הפגינה סימני חולשה החל מפרוץ המגיפה ואנו מניחים כי היא ניצבת בפני הבראה איטית נוכח אינדיקטורים כלכליים חלשים בדמות שיעור אבטלה גבוהים, ירידה בצריכה הפרטית והתכווצות התמ"ג. בטווח הזמן הבינוני וכן בהתאם למגמות ארוכות הטווח בענף, מידרוג מניחה התמתנות בביקוש לדלקים עקב התייעלות אנרגטית של רכבים והתרחבותם של רכבים חשמליים אשר תמותן מצד הצמיחה הטבעית בנוסעה.

פרופיל עסקי

היקף פעילות רחב ופריסה גיאוגרפית תורמים למיצוב גבוה של GPM, המתבסס בעיקר על אסטרטגיית התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות

נכון ליום 30.06.2020 מונה GPM כ-1,400 אתרים (בהשוואה לכ-1,350 אתרים נכון ליום 30.06.2019), מרביתם כוללים תחנות דלק לצד חנויות נוחות, כאשר כ-1,270 אתרים מצויים בהפעלה עצמית של GPM (לעומת כ-1,220 נכון ליום 30.06.2019), וליתר האתרים GPM מספקת דלקים בלבד. מתוך האתרים בהפעלת החברה, GPM שוכרת כ-1,090 אתרים נכון ל-30.06.2020. בשנת 2019 סיפקה GPM כ-1.1 מיליארד גלונים של דלק, גידול של כ-5% לעומת שנת 2018, רובו גידול אנאורגני. נציין כי בהיעדר רכישות, GPM אינה מציגה צמיחה משמעותית אורגנית לאורך זמן ולהערכת מידרוג הסיבות לכך הן בין היתר תחרות אגרסיבית בענף וכן השקעות מתונות בלבד באתרים הקיימים. אתרי GPM נפרסים על פני 23 מדינות בארה"ב, בחמישה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב, דרום-מערב ארה"ב, מיד אנטלטיק ומרכז ארה"ב. GPM מפעילה את חנויות הנוחות באמצעות כ-20 מותגים בבעלותה. GPM מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב⁴, זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy, Speedway. היקף הפעילות של GPM בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג ומהווה גורם ממתן סיכון התורם לאורך זמן ליציבות תזרימי המזומנים. פריסתה הגיאוגרפית של GPM מוערכת על ידינו כגורם חיובי בדירוג, ותורמת לפיזור עסקי בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות.

בשנת 2019 רשמה GPM גידול במכירות חנויות הנוחות אשר נבע בעיקר כתוצאה מרכישת E-Z Mart שהושלמה בחודש אפריל 2018 והוסיפה ל-GPM כ-267 אתרים בהפעלה עצמית (הנבה מלאה בשנת 2019). בנטרול השפעת רכישת אתרים חדשים, הציגה

⁴ מקום שביעי נכון לפרסום ב-CSP's Top 202 Convenience Stores 2020 באתר www.cspdailynews.com על פי נתונים שדיווחה ארקו החזקות בע"מ במצגת דוחות כספיים ליום 30 ביוני 2020

GPM בשנת 2019 עליה קלה יחסית במכירות חנויות הנוחות. עליה זו מיוחסת בעיקרה למדיניות תמחור מוצרי טבק מוזלת (מוצרי טבק מהווים כ-40% מכלל המכירות בחנויות הנוחות), שהביאה לגידול בתנועת הלקוחות בחנויות הנוחות, וכן מיוחסת ליישום תוכניות שיווקיות ובכללן הטמעת מועדון לקוחות. מידרוג מעריכה כי רכישת אתרים חדשים תוסיף להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של GPM אם כי זו להערכתנו תתמתן לאחר עסקת אמפייר אשר עתידה להביא את GPM לקצב שנתי של כ-2.1 מיליארד גלונים.

רווחיות

רווחיות נמוכה, ירידת מחירי הדלקים בלמה את מגמת השחיקה ברווחיות שאפיינה את השנים האחרונות

רווחיות GPM נגזרת בעיקר מגובה מרווח שיווק הדלקים ומהרווחיות הגולמית בחנויות הנוחות, כאשר מנגד ל-GPM, בדומה לענף, מרכיב גבוה של עלויות תפעול קבועות של שכר עבודה ודמי שכירות. מכירות הדלקים תרמו כ-35% מהרווח הגולמי בשנת 2019 ואילו מכירות מוצרים בחנויות הנוחות והכנסות אחרות תרמו כ-65% מהרווח הגולמי באותה תקופה.

לאורך השנים GPM צומחת במחזורי הפעילות בעיקר על בסיס רכישת אתרים חדשים, אך מנגד לא ניכר כי הגידול במחזורים מתורגם ליתרונות משמעותיים לגודל ולגידול בשולי הרווח.

המרווח הממוצע לגלון ב-GPM עמד בשנת 2019 על כ-19.9 סנט בהשוואה ל-20.6 סנט בשנת 2018. הקיטון במרווח אשתקד מוסבר בתנודתיות נמוכה יחסית במחירי הדלקים בהשוואה לשנת 2018. המרווח הגולמי במכירות חנויות הנוחות נותר יציב יחסית בשנים אלו סביב 27% ממכירות חנויות הנוחות.

הירידה החדה במחיר הנפט בעקבות ההשלכות של מגיפת הקורונה והתנודתיות הגבוהה שנלוותה לה הובילו לעלייה חדה במרווח מכירת הדלקים, שעמד ברבעון הראשון של שנת 2020 על כ-25.4 סנט לגלון, זאת בהשוואה לכ-17.8 ברבעון המקביל אשתקד. מגמה זו נמשכה ביתר שאת לרבעון השני ולהערכתנו תחלחל לשיפור משמעותי ברווחיות GPM ובתזרים התפעולי בשנה זו כולה, על אף הירידה הצפויה בכמויות הגלונים כתוצאה מהשלכות הקורונה בטווח הקצר – מגבלות התנועה, ירידה בנוסעה והגידול באבטלה. בתרחיש הבסיס לשנת 2020 בתחום הדלקים מידרוג מניחה קיטון בהיקף מכירות הגלונים נוכח השפעות הקורונה ובמקביל שיפור במרווח סנט לגלון. בתחום חנויות הנוחות מידרוג מניחה גידול בהיקף המכירות לאור הנבחה מלאה השנה של עסקת Riiser אשר הושלמה בדצמבר אשתקד. להערכת מידרוג הביקוש למוצרי GPM בתחום זה נשאר יציב, בעיקר למוצרי טבק ומוצרי בסיס אחרים אשר מהווים את עיקר המכירות ובעלי מאפייני ביקוש קשיח אף בתקופות מיתון ופגיעה בכלכלה. יש להוסיף כי חל גידול בביקוש למוצרי היגיינה כגון מסכות פנים וחומרי חיטוי לידיים אשר הרווחיות הגולמית שלהם גבוהה יחסית. מידרוג מניחה בתחום זה גידול מתון בשולי הרווחיות הגולמית לטווח של 28%-28.5%, בהשוואה לשיעור של כ-27% בשנת 2019.

שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי בשנת 2019 הסתכם בכ-2.1% בנטרול השפעת תקן 16 בהשוואה לכ-4.6% בשנת 2018. שחיקת הרווחיות נבעה בעיקר מעלייה בשיעור הוצאות המכירה והשיווק של GPM. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי (בנטרול השפעת תקן 16) צפוי להשתפר בשנת 2020 לרמה של 5%-6% ובשנת 2021 לעמוד סביב 4% - אלו ללא השפעת עסקת אמפייר.

מידרוג מביאה בחשבון השפעות אקסוגניות על פעילות הדלקים, ואפשרות של שחיקה במרווח לגלון כתוצאה מעלייה במחירי הנפט. מידרוג מניחה כי השפעה כזו יכולה להיות מהותית יותר לאחר רכישת אמפייר המאופיינת כאמור במרווח סיטונאי נמוך.

עסקת אמפייר, ככל שתושלם, צפויה להגדיל באופן ניכר את היקף הפעילות הסיטונאית של GPM, העסקה צפויה לתרום כ-1.1 מיליארד גלון. כתוצאה מכך אחוז הגלונים ב-GPM המיוחסים לסיטונאות יעלה מכ-6% לכ-50%, עלייה משמעותית. הפעילות הסיטונאית מאופיינת במרווח לגלון נמוך מזו הקמעונאית, כך שמחד המרווח לגלון הממוצע ב-GPM צפוי לרדת לאחר רכישת אמפייר, אך ילווה בפחות הוצאות תפעוליות יחסית. העסקה עשויה להקנות ל-GPM הטבות מסחריות ברכש דלקים אולם מבחינת מיצוב קמעונאי לא צפויה לה בשלב הראשון השפעה מהותית בהגדלת הפריסה וכיוב. נציין כי הפעילות הסיטונאית מאופיינת בסיכון אשראי לקוחות גבוה יותר מזו הקמעונאית, אך הפיזור הגבוה של הלקוחות מפצה על כך.

פרופיל פיננסי

זיקה עסקית ומימונית גבוהה עם אחזקת הליבה GPM הצפויה להימשך גם בשנים הקרובות

ארקו כבעלת שליטה ב-GPM, מכוונת את פעילותה של GPM, בהובלת מר אריה קוטלר, בעל השליטה בארקו, המשמש מנכ"ל בשתי החברות ומהווה להערכתה של מידרוג איש מפתח בחברה. ל-GPM אסטרטגיה להרחבת פעילותה באמצעות רכישת מקבצים של חנויות נוחות ותחנות דלק לרוחבה של ארה"ב ומיזוגן בפעילותה הקיימת. בנוסף, משמשת ארקו מקור מימון משמעותי לעסקאות הרכישה של GPM והזרמת עיקר הכספים לחברה הבת בדרך של הלוואות בעלים. הלוואות הבעלים שמעמידה ארקו ל-GPM עומדות בדרגה שווה ליתר המממנים הבכירים של GPM ומובטחות בשעבודים מדרגה ראשונה על הנכסים שנרכשו בעסקאות אלו. מידרוג הביאה בחשבון כי בכוונת החברה להוסיף ולהחזיק ב-GPM כנכס מהותי עיקרי, ולייעד את השקעותיה לאחזקה זו. במהלך רבעון ראשון 2020 פרעה GPM הלוואות בעלים לארקו בסך של כ-380 מיליון ש"ח וביום 30.06.2020 העמידה ארקו הלוואות בעלים חדשה ל-GPM בסך של כ-86 מיליון ש"ח (כ-25 מיליון דולר). כנגד ההלוואה משועבדים נכסי נדל"ן בסך כולל של כ-35 מיליון דולר. העמדת הלוואות הבעלים האמורה מחדש לאחר הפירעון כפי שצוין לעיל, בטווח זמן זה מחזקת את אפיונה של ארקו כמקור מימון דומיננטי ב-GPM וזאת בהמשך למדיניותה. לאור המאפיינים לעיל, דירוג ארקו התבסס על מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות ומיצובה הפיננסי נבחן בעיקר על בסיס נתונים פיננסיים מאוחדים, אלא אם צוין אחרת בפירוט.

יחסי מינוף גבוהים ביחס לדירוג נוכח מרכיב משמעותי של התחייבויות לחכירה תפעולית המהווים את עיקר התחייבויות GPM

קצב בניית הכרית ההונית של GPM הנגזר מרווחיות GPM היה נמוך בעיקר עקב הרווחיות התפעולית ונוכח מרכיב עולה של הוצאות מימון לאור הרכישות האחרונות של GPM. גורמים אלו הביאו לכך שהרווח התפעולי להוצאות המימון לאורך השנים האחרונות נשחק והנו נמוך מ-1.0 בשנת 2019.

רכישות אינטנסיביות של מקבצי תחנות דלק וחנויות נוחות לאורך השנים האחרונות הובילו את GPM לגידול ממושך בהיקף החוב הפיננסי המותאם בשל גידול בחוב הבנקאי והלוואות בעלים למימון הרכישות. בנוסף, ישנו מרכיב דומיננטי של התחייבויות חכירה בפעילות הנרכשת (והקיימת) נוכח חוזי חכירה ארוכים יחסית, המכביד אף הוא על מאזן GPM ויחסי המינוף.

מכאן, אנו מצביעים על שחיקה ביחס המינוף של ארקו במאוחד כך שיחס הון למאזן ליום 30.06.2020 נאמד בכ-10.7%. החוב הפיננסי המותאם נכון ליום 30.06.2020 הסתכם בכ-4.7 מיליארד ש"ח מתוך כ-3.61 מיליארד ש"ח בגין חכירות. אנו מניחים בלימה כאמור ביחסי המינוף המוסברת בין השאר בסביבת מחיר חבית נמוכים המהווים רוח גבית למרווחים עולים.

בשנת 2019 הסתכם ה-EBITDA של GPM בנטרול השפעת תקן 16 בכ-75 מיליון דולר (כ-169 מיליון דולר כולל השפעת תקן 16), זאת בהשוואה לכ-79.9 מיליון דולר בשנת 2018. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, EBITDA ו-FFO (כולל השפעת תקן 16)

לאחר קיזוז זכויות המיעוט ב-GPMP, צפויים להסתכם בשנת 2020 בטווח של 200-250 מיליון דולר ו-100-150 מיליון דולר, בהתאמה. הטווח העליון לוקח בחשבון את הערכותינו לשנת 2020 על רקע רמת מרווחים גבוהה. הטווח התחתון לוקח בחשבון הערכותנו לגבי 2021 עם התייצבות רמת המרווחים הכוללת ובפרט השלמת עסקת אמפייר המשפיעה לשלילה על שיעור הרווחיות כפועל יוצא ממרווח נמוך יותר של הפעילות הסיטונאית בהשוואה לפעילות הקמעונאית וכן אנו מניחים אי וודאות מסויימת לגבי הסביבה הכלכלית והשפעת המגיפה בשנה זו. יחס כיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO הסתכמו לכ-6.1 וכ-12.0 בהתאמה בארבעת הרבעונים שעד

30.06.2020. מידרוג כאמור מניחה שיפור ביחס הכיסוי בשנים 2020 ו-2021 יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA יעמוד בטווח של 6.5-7.5 ויחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO ביחס של 10.0-13.0 (כשהם מחושבים לפי מודל מידרוג הכולל הסכמי חכירה). יחס רווח תפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בשנים 2020-2021 בטווח של 0.6-1.0. מידרוג מביאה בחשבון כי יחסי הכיסוי המותאמים מבטאים בחלקם התחייבויות לחכירה לטווח ארוך של תחנות, עם לוח תשלומים הפרוס על פני שנים ארוכות ביחס לתזרים התפעולי.

אנו מעריכים כי התזרים החופשי (FCF) של GPM לאחר השקעות הוניות יעמוד בטווח של 0-50 מיליון דולר לשנה ללא מיזוגים ורכישות.

נזילות חזקה הנשענת על יתרות מזומנים גבוהות עם פרעון הלוואות הבעלים מ-GPM

נזילות החברה נשענת על יתרות מזומנים בסך של כ-372 מיליון ש"ח נכון ליום 30.06.2020. עודפי מזומנים אלו נבעו מפרעון הלוואות הבעלים במהלך רבעון ראשון 2020 ע"י GPM בסך של כ-380 מיליון ש"ח ולאחר שביום 30.06.2020 העמידה ארקו הלוואות בעלים חדשה ל-GPM בסך של כ-86 מיליון ש"ח (כ-25 מיליון דולר) וכן לאחר הנפקת זכויות שביצעה ארקו ברבעון השני השנה בהיקף של כ-40 מיליון ש"ח.

מידרוג מעריכה כי החברה תשמור על יתרת נזילות משמעותית לאורך זמן, על בסיס הנחתנו כי השלמת המימון מחדש ברמת GPM עתה על צורכי המימון של GPM גם לאור עסקת אמפייר, הנחתנו כי חלוקת דיבידנד תהיה רק במסגרת עסקת הימייקר ומדיניות החברה לשמירה על יתרות נזילות לאורך השנים האחרונות.

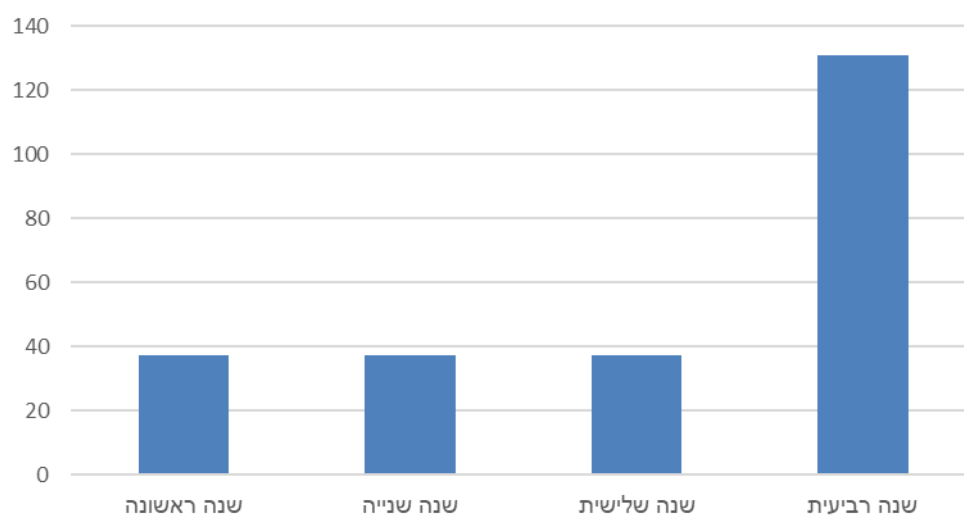
לנוכח עסקת הימייקר, אין צפי לרכישות/השקעות נוספות ברמת ארקו והחברה אינה צופה שינוי במדיניות זו.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, המקורות הצפויים ברמת ארקו סולו לששת הרבעונים החל מיום 30.06.2020 כוללים יתרות נזילות של כ-372 מיליון ש"ח תזרים שלילי מפעילות שוטפת בהיקף של כ-28 מיליון ש"ח, שחרור מזומנים מיועדים ומשועבדים בהיקף של כ-8 מיליון ש"ח ותקבולי ריבית וקרן בגין הלוואות בעלים של כ-11 מיליון ש"ח ובסך הכל כ-363 מיליון ש"ח. כנגד זאת, החברה מפקידה למזומנים מיועדים כ-10 מיליון ש"ח, פירעונות קרן אגרות חוב בסך כ-38 מיליון ש"ח ובסך הכל שימושים של כ-48 מיליון ש"ח. כמו כן למעט דיבידנד אגב עסקת הימייקר כפי שיפורט להלן, מידרוג אינה מעריכה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.

ביום 12.07.2020 נחתם מכתב כוונות לא מחייב בין החברה ו-GPM לבין Haymaker Acquisition Corp, בכוונת הצדדים לפעול להתקשרות בהסכמים מחייבים לעסקה לפיה HYAC תהפוך לבעלת מלוא הזכויות בחברה וב-GPM כאשר GPM תישאר כחברה הבת של ארקו. מניות ארקו יימחקו מהמסחר בבורסת תל אביב ומניות החברה הממוזגת יירשמו למסחר דואלי בתל אביב, במקביל לנאסד"ק. התמורה בעסקה מתוכננת לכלול מרכיב מזומן בהיקף של עד 200 מיליון דולר (מזה עד 150 מיליון דולר לבעלי מניות החברה ועד 50 מיליון דולר לשותפי המיעוט ב-GPM) והיתרה תשולם בדרך של הקצאת מניות HYAC לפי מחיר של 10 דולר למניה, בכמות שתקבע בהתאם להיקף התמורה במזומן בה יבחרו בעלי מניות החברה ושותפי המיעוט ב-GPM. בכוונת הצדדים להשלים את העסקה (בכפוף לקבלת האישורים הנדרשים) עד לתום שנת 2020. עסקת הימייקר, מצויה בשלב זה באי וודאות לגבי התמשותה וקשה להעריך בשלב זה השפעה חיובית או שלילית של העסקה על הדירוג ואולם עם השלמת העסקה תבחן השפעתה על הדירוג ולאורך זמן. עסקה זו יכול ותהיה מלווה בחלוקת דיבידנד אגב העסקה בהמשך לדיווחי החברה כי בכוונת החברה שישולמו לבעלי המניות של החברה יתרות שתהינה לחברה ערב השלמת העסקה מעבר להתחייבויותיה, וזאת בכפוף לקבלת האישורים עפ"י דין.

ל-GPM מסגרות אשראי המיועדות למימון ההון החוזר בסך של כ-110 מיליון דולר, כאשר נכון ליום 30.06.2020 לא נוצלו מסגרות האשראי למימון הון חוזר. GPM רשאית להגדיל את המסגרת לצרכי ההון החוזר לסך של 150 מיליון דולר בכפוף לשיקול דעת הבנק. בנוסף, קיימת מסגרת אשראי ברמת GPMP בסך של עד 300 מיליון דולר נכון ליום 30.06.2020, המיועדת בין היתר למימון עסקאות חדשות, כאשר נכון ליום 30.6.2020 מנוצלים ממסגרת זו סך של כ-48 מיליון דולר. באפריל 2020 נתקבלו התחייבויות להגדלת המסגרת עד לסך של 500 מיליון דולר, בכפוף להשלמת עסקת אמפייר.

ארקו החזקות בע"מ (סולו) - לוח סילוקין קרן אג"ח (סדרה ג') ליום 01.07.2020, במיליוני ש"ח



מטריצת הדירוג

מיליוני ₪		LTM - 30.06.2020		תחזית מידרוג	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
ענף הפעילות	יציבות סל המוצרים הקמעונאי	---	Aa.il	---	Aa.il
	מאפיינים תחרותיים	---	Baa.il	---	Baa.il
פרופיל עסקי	היקף הכנסות ברוטו (מיליארדי ₪) ומספר נקודות מכירה	12 מיליארד ש"ח	Aaa.il	20 מיליארד ש"ח	Aaa.il
	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	---	Aa.il	---	Aa.il
פרופיל פיננסי	שיעור רווח תפעולי להכנסות ברוטו	3%	Baa.il	4%	Ba.il
	הון עצמי / מאזן	10.7%	Ba.il	9%	Ba.il
	רווח תפעולי / הוצ' מימון	0.9 X	Ba.il	1.0 X	Baa.il
	חוב / EBITDAR	6.1 X	Baa.il	7.0 X	Baa.il
היקף התזרים התפעולי ויציבותו		FFO: 350 מיליון ₪	Aa.il	FFO: 435 מיליון ₪	Aa.il
		FFO-Capex: 35 מיליון ₪	Aa.il	FFO-Capex: 150 מיליון ₪	Aa.il
מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	---	Baa.il	---	Baa.il
דירוג נגזר					A3.il
דירוג בפועל					A3.il

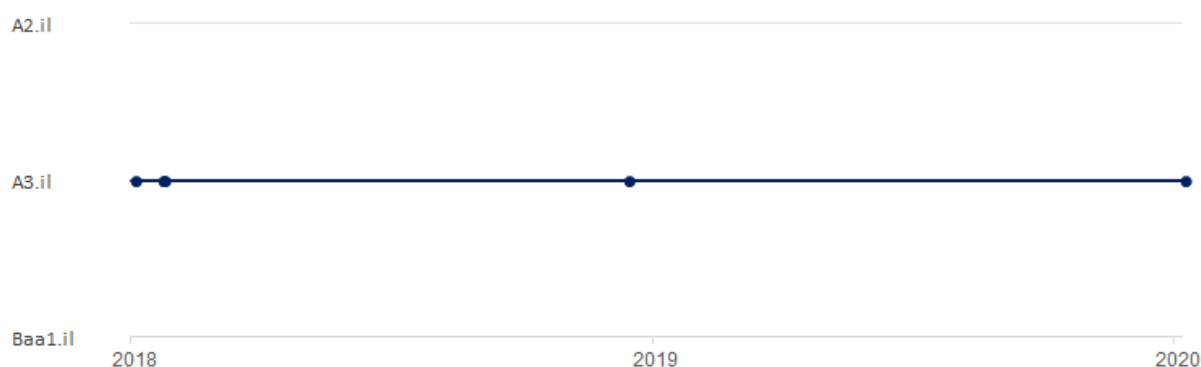
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] המדדים מתייחסים לחוזי החכירה כאל חוב על פימתודולוגיית מידרוג.

אודות החברה

ארקו הינה בעלת השליטה ב (GPM Investments LLC (A3.il CR Nge, "GPM", בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, ומחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב-GPM (אחזקה אפקטיבית בהון של 67.99%). GPM פועלת בתחום חנויות הנוחות המשולבות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, דרום מערב ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. לארקו פעילות נוספת לא מהותית של אחזקה במלון בוטיק בנהריה באמצעות ליגד השקעות ובניין בע"מ. קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC מחזיקה ב- 21.9% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב GPM (כ-20.3% אפקטיבי בהון) וקרן ההשקעות Harvest Partners מחזיקה ביחידות בכורה המקנות לה 7.3% מחלוקת שתבצע GPM וכן קדימות בפירוק ובכ-2.55% מיחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה (סך כולל כ-9.7% אפקטיבית בהון) וקרן Ares Capital Management המחזיקה בכ-2.15% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה (כ-2% אפקטיבית בהון) וכן באופציות לרכישת 1% נוסף מהון GPM. יו"ר ומנכ"ל ארקו הוא מר אריה קוטלר, שהינו גם מבעלי השליטה בה ומשמש כנשיא ומנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ארקו החזקות בע"מ](#)

[GPM Investments, LLC](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

01.09.2020	תאריך דוח הדירוג:
21.01.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.02.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ארקו החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ארקו החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' 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 וליסכנוי 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 נגרם 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>