

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ

דירוג ראשוני | אפריל 2024

אנשי קשר:

דנה קורנצקי
ראש צוות, מערכת דירוג ראשית
dana.c@midroog.co.il

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

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	(P)A2.il	דירוג סדרה

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A2.il באופק יציב לחברת רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "רימון" או "החברה"), וכן דירוג מותנה¹ A2.il באופק יציב לאגרות החוב שתנפיק החברה בסך של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת הגיוס מיועדת לשמש את החברה לתכנית השקעות להרחבה ופיתוח תחומי פעילותה.

עם התקיימות התנאי כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה: קבלת שטר נאמנות סופי לאגרות החוב.

אודות החברה

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ הוקמה בשנת 1997 כחברה פרטית, ומנייתה נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב ביולי 2021. החברה פועלת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בארבעה מגזרי פעילות:

(1) מגזר ביצוע תשתיות - ביצוע פרויקטי תשתית כגון: מערכות הולכת מים וביוב; מאגרים ובריכות תפעוליות; קידוחים אופקיים וקידוחי דחיקה אינטגרליים ומינהור לתשתיות זורמות; תחנות שאיבה, קידוחי שאיבה והקמת בארות מים; מערכות התפלה וטיפול במים; תשתיות צנרת ומתקנים לחלוקת גז טבעי ותשתיות אזוריות שונות. הלקוחות בתחום זה הם גופים ציבוריים (רשויות מקומיות, תאגידים מים, חברות כלכליות של רשויות מקומיות או מועצות אזוריות וכדומה).

(2) מגזר יזמות אנרגיה וגז - ייזום, תכנון, מימון, הקמה ותפעול של פרויקטים שונים, בין היתר של חלוקת גז טבעי בלחץ נמוך בשני אזורי חלוקה בארץ (באזורי חיפה והגליל ובאזור ירושלים) באמצעות החברות הכלולות מרימון גז ורתם גז - שתיהן מוחזקות 50% ע"י רימון ו-50% ע"י קרן נוי, ייצור חשמל באנרגיות ירוקות בטכנולוגיות שונות בארץ ובחו"ל: קוגנרציה, אספקת חשמל, לרבות אספקת חשמל ללא אמצעי ייצור, מתקני ביו-גז וטכנולוגיה פוטו-וולטאית; ניהול רשתות חשמל; הפעלת מספק חשמל לצורך אספקת חשמל לצרכנים בהתאם לרישיון שהתקבל מרשות החשמל; תשתיות חשמל ומערכות מונים.

(3) מגזר יזמות מים וסביבה - ייזום, תכנון, הקמה ותפעול של פרויקטים שונים המספקים פתרונות להפקה, טיפול ואספקת מים, קולחין ושפכים הכוללים, בין היתר, הקמה והפעלת תשתיות צנרת להובלת מים, קידוחי מים, טיפול במים עיליים ומי תהום (לרבות הקמת תחנות שאיבה) ואספקתם לחקלאות ומי שתייה, טיפול בשפכים ומחזור לשימוש חקלאי (מי-קולחין), טיפול והשבה של שפכים תעשייתיים. הלקוחות בתחום זה הם מוניציפאליים, תעשייתיים, חקלאיים ותשתיות לאומיות.

(4) מגזר רימון גלובל - ייזום וביצוע של פרויקטי תשתיות מים נרחבים באזורים חקלאיים ועירוניים במערב אפריקה, בעסקאות בהן החברה מהווה הקבלן הראשי וכחלק מהעסקה החברה אחראית להשגת המימון הפרויקטאלי, מקומי ובינלאומי, עבור מזמיני העבודה (ממשלות וגופים ממשלתיים שונים באפריקה).

החברה מעסיקה כ-455 עובדים. בעלי השליטה בחברה הינם מיגר מערכות מידע גרנות אגש"ח בע"מ (44.83%) ומר יוסף אלמלם (מייסד החברה, מנכ"ל ודירקטור בחברה, 18.91%)² והיתרה מוחזקת בידי גופים מוסדיים (28.33%) והציבור (7.93%). יו"ר הדירקטוריון הוא עמית בן יצחק.

¹ מידרוג מציבה דירוגים מותנים למנפיקים או מכשירים פיננסיים כאשר קביעת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים אשר עשויים להשפיע על הדירוג.
² מכוח הסכם בעלי מניות שנחתם בין הצדדים ביום 14.7.2021.

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך במעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על ותק וניסיון רב בתחומי פעילותה, דרך ארבעת המגזרים: מגזר ביצוע תשתיות (כ-66% מסך הכנסות המגזרים לשנת 2023), מגזר יזמות אנרגיה וגז (כ-19%), מגזר יזמות מים וסביבה (כ-8%) ומגזר רימון גלובל (7%).
- בתחום ביצוע תשתיות החברה מבצעת פרויקטים מגוונים בתחומי התשתיות, מערכות הולכת מים וביוב, תחנות שאיבה, תשתיות צנרת ומתקנים לחלוקת גז טבעי, עבודות תשתית והנדסה אזרחית ועוד. החברה מחזיקה בסיווגים קבלניים גבוהים בתחום פעילותה, מרביתם בהיקף "בלתי מוגבל", דבר המאפשר לה לגשת למכרזים בכל היקף. החברה מתמחה בביצוע עבודות תת קרקעיות מורכבות מבחינה הנדסית בים וביבשה - ביצוע עבודות מינהור בשיטת התקנת צנרת בדחיקה וביצוע עבודות בשיטת הקידוחים האופקיים. עבודות אלו דורשות רמה מקצועית גבוהה, חסמי כניסה גבוהים כתלות במיכשור רלוונטי וייחודי ותקופת הכשרה ארוכה. בתחום הדחיקה הימית קיימת תחרות מוגבלת. בעבודות תת קרקעיות לחברה יתרון על פני חברות בקבוצת ההשוואה והיא נמנית עם הקבלנים המובילים בתחום.
- אסטרטגיית החברה מבוססת במידה רבה על צמיחה אורגנית בפעילות ויכולת ביצוע פרויקטים בהיקפים מהותיים. כמו כן, החברה מבצעת מיזוגים ורכישות בתחומי פעילותה ובתחומי פעילות משיקים בדגש על עסקאות אשר מהוות השלמה סינרגטית לתחומי פעילות החברה, תוך הרחבת היקפי הפעילות ושיווקי הפעילות. אלו תורמים למיצוב החברה. הרכישה העיקרית בשנתיים האחרונות היתה רכישת חברת יורוהינקה הספרדית ביולי 2023, בעלות של כ-31 מיליון אירו³. ליורוהינקה (הכנסות של כ-14 מיליון אירו וכ-24 מיליון אירו בשנים 2022 ו-2023 בהתאמה) ניסיון של מעל 20 שנים בתחום הדחיקה ביבשות שונות והיא בעלת מומחיות לביצוע מנהור בסוגי קרקע שונים וביצוע פרויקטים מורכבים בתחום התשתיות הימיות והיבשתיות. רכישת עיקרית נוספת היתה 67% ממניות חברת מר-טר⁴, אשר מתמחה בביצוע עבודות במרחב הימי ובמרחב הסמוך לו, לרבות ביצוע קירות דיפון בים וביבשה, הקמת פירים, שאיבת מי תהום, חפירות ימיות ועוד. החברה דיווחה⁵ כי ביום 7 באפריל 2024 התקשרה במזכר הבנות לרכישת 50% ממניות צד ג' בחברה פרטית העוסקת בתחום טכנולוגיות ומוצרים לטיפול באוויר ושמירה על איכות הסביבה. החברה סינרגטית לתחומי פעילות החברה ומחיר העסקה צפוי לעמוד על סך של 100 מיליון ₪ לפני התאמות כאמור בדיווח.
- בשנים האחרונות חל גידול בהיקפי הפרויקטים שמבצעת החברה, ואלו משפיעים מחד על העלייה בהיקף ההכנסות, אולם מנגד מגדילים את ריכוזיות הפרויקטים.
- צבר ההזמנות המאוחד של החברה, הכולל בעיקר את המגזרים ביצוע תשתיות ורימון גלובל עמד על כ-2.1 מיליארד ₪ ליום 24.03.24 (כ-1.9 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023), לעומת כ-1.7 מיליארד ₪ ב-31.12.2020. הגידול חל במגזר ביצוע תשתיות, כאשר בשנת 2023 חל גידול בעיקר עקב רכישת יורוהינקה שמבצעת פרויקטים בהיקפים משמעותיים. הגידול בצבר תורם למעמדה העסקי של החברה.
- יחס הצבר להכנסות⁶ עמד על כ-2.4, יחס אשר תומך בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. בשנים האחרונות הגדילה החברה את פעילותה ברימון גלובל עם התקשרותה בשנת 2020 בפרויקט טוגו שעמד על סך של כ-20 מיליון אירו ובפרויקט חוף השנהב הנאמד לסך של כ-160 מיליון אירו, פרויקט מהותי בצבר ההזמנות של החברה, אשר מהווה כ-29% מהצבר ליום 24.03.2024. היקף הפרויקט הינו משמעותי למול הפרויקטים שביצעה החברה בעבר, הן בארץ והן בחו"ל. הפרויקט כולל הקמת מתקני אספקת מים בכ-111 יישובים בחוף השנהב, הצפי להשלמת הפרויקט הוא כ-3 שנים. בעקבות המח"מ של פרויקט חוף

³ סך של 5 מיליון יורו מעלות זו נותר בידי החברה למשך 4 שנים - תמורה נדחית.

⁴ העסקה הושלמה ביולי 2022, עלות הרכישה עמדה על כ-28 מיליון ₪.

⁵ דוח מידי מיום 08 בינואר 2024. העסקה כפופה להתקיימות מספר תנאים הכוללים ביצוע בדיקת נאותות, הסכמת הצדדים על התמורה הסופית וקבלת אישור הדירקטוריון.

⁶ היחס מחושב כצבר ליום 31.12.2022 למול הכנסות לשנת 2023.

השנה, יחס הצבר להכנסות יחסית ארוך, אך מנגד, יירוהינקה מאופיינת בפרויקטים במח"מ קצר יחסית ועל כן ממתנת את יחס הצבר להזמנות.

- ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה נוכח אופיו הפרויקטלי, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן. סיכון זה ממותן ע"י פעילות החברה במגזר יזמות מים וסביבה, ומגזר יזמות האנרגיה והגז אשר תורמים לפיזור ההכנסות, ומאופיינים בנראות הכנסות גבוהה, דרך מרכיבי הכנסות קבועים (כ-132 מ' ש' ממכירת מים, אנרגיה וגז בשנת 2023) ורווחיות גבוהה יחסית.
- שיעור הרווח התפעולי⁷ של החברה גבוה יחסית לחברות ביצוע פרויקטי תשתיות אחרות ועמד בשנים 2020-2023 על ממוצע של כ-9.5% (בשנת 2021 נרשמה רווחיות נמוכה באופן חריג של כ-5.1%, כתוצאה מהוצאות בגין צמיחה עתידית הכוללות גיוס והכשרת עובדים חדשים, בנטרול 2021 שיעור הרווחיות הוא 11%). הרווחיות הגבוהה של החברה בשנים האחרונות מבוססת על מספר גורמים: התמחותה בביצוע עבודות תת קרקעיות מורכבות מבחינה הנדסית בים וביבשה, דבר המאפשר לחברה לרשום שיעורי רווחיות יחסית גבוהים בפרויקטים אלו; התמקדות בפרויקטים בהיקפים בינוניים-קטנים אשר נושאים שיעורי רווחיות גבוהים יותר מאשר פרויקטים גדולים; פעילות בחו"ל המאופיינת ברמת סיכון גבוהה ובשיעורי רווחיות יחסית גבוהים; מבנה הוצאות תפעול רזה (ב-2023 הוצאות הנהלה, כלליות, מכירה ושיווק עמדו על כ-6.5% מההכנסות).
- תרחיש הבסיס של מידורג לשנת 2024 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) צמיחה של כ-20%-22% בהכנסות (ללא הנבה מלאה של יירוהינקה - צמיחה של כ-14%) - אנו מניחים בטווח הזמן הקצר-בינוני שמירה על היקף צבר ההזמנות של החברה, בין היתר על בסיס מיצובה העסקי של החברה וכן גידול בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות (בעיקר תקציב להשקעות בתחומי המים והביוב). (2) במגזר ביצוע תשתיות יציבות בשיעור הרווחיות ביחס לשנת 2023. (3) במגזר רימון גלובל הנחנו גידול במחזורי הפעילות ומנגד ירידה בשיעור רווחיות המגזר עקב שינוי בתמהיל הפרויקטים. (4) שחיקה בשיעור הרווח הגולמי במגזר המים והסביבה כתוצאה מתמהיל פרויקטי EPC בעלי רווחיות נמוכה יותר מאשר ב-2023. (5) יציבות יחסית בשיעור הרווח הגולמי במגזר יזמות אנרגיה וגז. (6) גידול בהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מכירה ושיווק כתוצאה מאיחוד יירוהינקה וכן גידול בפעילות הקבוצה. (7) גידול בהוצאות המימון כתוצאה מנטילת אג"ח של כ-150 מ' ש', ומנגד תירשמה הכנסות מימון בסכום נמוך יותר.
- להערכתנו, היקף ההכנסות המאוחד בשנת 2024 ינוע בטווח של 900-930 מיליון ש', לעומת כ-750 מיליון ש' בשנת 2023 וכ-460 מיליון ש' בשנת 2022. שיעור הרווח התפעולי יעמוד בשנת 2024 בטווח של 8%-9%, לעומת כ-11% בממוצע בשנים 2022-2023 + 2020 (בשנת 2021 נרשמה רווחיות נמוכה חריגה כאמור).
- אלו גוזרים רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 105-125 מיליון ש' בשנת 2024, למול EBITDA של כ-106 מ' ש' ב-2023 וכ-80 מ' ש' בשנת 2022. ה-FFO יעמוד בטווח של 80-90 מיליון ש' ב-2024, לעומת כ-80 מיליון ש' ב-2023. הנחתנו בשנת 2024 בקשר עם ההון החוזר היא של גידול בהון החוזר בהיקף של כ-20-10 מיליון ש' בהתאם לגידול בפעילות החברה. להערכתנו, החברה תציג תזרים מפעילות שוטפת בטווח של 60-80 מיליון ש' ב-2024.
- ב-31.12.2023 החוב הפיננסי המותאם ברוטו עמד על סך של כ-420 מיליון ש', ובשנת 2024 אנו צופים גידול משמעותי בחוב לטווח של 580-620 מיליון ש', עקב גיוס אג"ח והלוואות בנקאיות חדשות. לפיכך, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA יעמוד בשנת 2024 בטווח של 4.5-5.5, זאת לעומת יחס של 4.0 ב-31.12.2023. ההון העצמי עמד על סך של כ-505 מיליון ש' המהווים כ-45% מסך המאזן - יחס בולט לחיוב לדירוג החברה. היקף ההון העצמי הושפע לטובה מהנפקת מניות שביצעה החברה בשנת 2021 בסך של כ-240 מיליון ש'.
- נזילותה של החברה סבירה ביחס לדירוג ונתמכת ביתרות נזילות של כ-135 מיליון ש', ובמסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקף של כ-40 מיליון ש' ליום 31.12.2023. להערכת מידורג, בסוף שנת 2024 לחברה תהיינה יתרות נזילות בהיקף של כ-220-240 מיליון ש'.

⁷ התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דו"ח מתודולוגי.

מיליון ₪ - כ-40% מהחוב. מנגד, לחברה חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות בהיקף לא מהותי, ואגרות החוב צפויות להתחיל להיפרע החל משנת 2025 ועד שנת 2032.

- גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת על-ידי רמת מינוף מתונה, יחסי כיסוי סבירים, וכן עומס פירעונות נמוך בשנות התחזית. כנגד אגרות החוב צפויות בשטר הנאמנות שתי אמות מידה פיננסיות (הון עצמי מינימלי והון למאזן) בהן החברה צפויה לעמוד במרווח גבוה. במספר חברות בקבוצה קיימים חובות פרויקטאליים שמובטחים בשעבוד לטובת הבנקים המממנים, וכן אמות מידה פיננסיות, אשר החברות הלוות עומדות בהן במרווח מספק. רימון חתומה על ערבות בעלים לטובת החובות הפרויקטאליים שנטלו החברות הכוללות מרימון גז ורותם גז⁸. בגין הפרויקט של מרימון גז חתמה רימון על ערבות בעלים לטובת 50% מהחוב כאשר הערבות מוגבלת בסך 60 מיליון ₪ ועם סיום תקופת ההקמה הערבות תעמוד על 40 מיליון ₪. מרימון גז חתמה על התניות פיננסיות, בחלקן היא עומדת במרווח נמוך. לטענת הנהלת החברה, הפרויקט של מרימון גז הינו אסטרטגי לחברה. בנוסף לשתי ערבויות אלו, רימון חתומה על ערבויות נוספות לטובת החברות הבנות בהיקף של כ-35 מיליון ₪ כך שסך הערבויות הפיננסיות של רימון נאמד לכ-95 מיליון ₪ ליום 31.12.23 ואלו הובאו בחישוב החוב הפיננסי המותאם.
- לחברה מדיניות פיננסית יציבה המבוססת על יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות כאמור, והרכישות אותן מבצעת החברה לצורך צמיחה עתידית מבוצעות באופן הדרגתי כך שתאבון הסיכון של החברה סביר להערכתנו.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות ללא פגיעה בשיעורי הרווחיות.
- שיפור ביחס הכיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון וביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בשיעורי הרווחיות של החברה לאורך זמן.
- שחיקה ביחס חוב ל-EBITDA מעל ל-6.0-5.5 לאורך זמן.
- מיזוגים ורכישות שיש בהם להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג.

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתונים עיקריים

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	
199	255	292	461	749	סך הכנסות, במיליוני ₪
7.7%	11.4%	5.1%	12.0%	9.5%	שיעור רווח תפעולי LTM
2.9	9.3	4.5	16.9	22.5	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו LTM
7.2	7.4	10.4 ^(*)	4.6	4.0	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-LTM EBITDA
38.3%	36.0%	51.5%	48.8%	45.0%	הון עצמי לסך מאזן

(*) השחיקה ביחס בשנה זו נובעת מרווחיות נמוכה שנרשמה כתוצאה מהוצאות בגין צמיחה עתידית הכוללות גיוס והכשרת עובדים חדשים, וכן מגידול בחוב.

⁸ שתי חברות אלו מוחזקות בשותפות עם קרן נוי (50% כל צד) והן עוסקות בהקמת רשת תשתיות גז ולאחר מכן תפעול הרשת וחלוקת גז לצרכנים.

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתוני מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023		
169	219	203	340	543	הכנסות	ביצוע תשתיות
24	35	16	68	81	רווח גולמי	
36	42	61	66	70	הכנסות	יזמות מים וסביבה
6	8	16	10	12	רווח גולמי	
71	104	84	112	153	הכנסות	יזמות אנרגיה וגז
7	10	11	15	22	רווח גולמי	
-	-	15	30	54	הכנסות	רימון גלובל
-	-	5	12	16	רווח גולמי	
(78)	(109)	(71)	(87)	(71)	הכנסות	התאמות
(13)	(13)	(13)	(11)	(12)	רווח גולמי	

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף ביצוע התשתיות מאופיין בסיכון עסקי גבוה, הממומן בסיכון בינוני של מגזרי האנרגיה, גז ומים

מידרוג מעריכה את ענף ביצוע התשתיות כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על זכיה במכרזים וכניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן מממן.

רימון מתמחה בתחום התשתיות בתחומי מים, דחיקה וגז, כאשר תחומים אלו מאופיינים בעבודות הנדסיות מורכבות יותר מאשר קבלנות תשתיות של הנדסה אזרחית כגון הקמת כבישים וכדומה, כך שלהערכתנו ענף זה מאופיין בסיכון עסקי נמוך יותר מקבלנות תשתיות של הנדסה אזרחית. חסמי הכניסה העיקריים לתחום קבלנות התשתיות הם יכולת הנדסית ויכולת ביצוע; ניסיון מוכח, סיווגים מקצועיים רלוונטיים והיקפי פעילות המהווים תנאי סף במכרזים; איתנות פיננסית; ההון האנושי הנדרש לצורך מתן השירותים.

ענף הקבלנות לתשתיות בישראל נמצא בשנים האחרונות במגמת צמיחה, כאשר מדי שנה מפרסמת הממשלה את תכנית "תשתית לצמיחה" - תכנית רב שנתית לפיתוח התשתיות במדינה. התכנית לשנים 2023-2027⁹ כוללת פרויקטים רבים לתשתיות רכבות קלות בצפון, במרכז ובירושלים, פרויקטים להקמת מסילות רכבת כבדה באזורים שונים בארץ, הקמת נתיבי תחבורה ציבורית, הקמת מתקנים לייצור חשמל באמצעות גז טבעי / אנרגיית רוח / אנרגיה סולארית, הקמת מערכות ביו, הקמת מערכות הולכת גז טבעי, הקמת תשתיות מים לניצול מי קולחים ועוד. ההשקעה בענף התשתיות צפוי לעמוד על מאות מיליארדי ₪ בשנים הקרובות, כאשר ההשקעה כוללת גם את הקמת פרויקט המטרו שעלותו מוערכת בכ-150 מיליארד ₪.

רימון פועלת גם בענפי יזמות אנרגיה, גז ומים. שני תחומים אלו מוערכים על ידי מידרוג בסיכון ענפי בינוני.

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית.

⁹ ממשלת ישראל - תכנית תשתית לצמיחה 2023.

בנוסף, מתקני קוגנרציה לייצור חשמל בהם משתמשים במקור אנרגיה יחיד לייצור חשמל (כגון גז טבעי) מפחיתים גם הם את השימוש בדלקים יקרים ומזהמים, וחוסכים בעלויות ייצור חשמל. לאור היתרונות הכלכליים והסביבתיים של מתקני קוגנרציה, רשות החשמל תומכת בסוגי מתקנים אלו ופרסמה אסדרה פרטנית למתקני קוגנרציה¹⁰, על מנת לעודד הקמתם על ידי יזמים פרטיים.

בענף הגז הטבעי הגז משמש כמקור אנרגיה לתחנות כוח לייצור חשמל, מגוון רחב של ענפי תעשייה, וכן כדלק להנעת כלי רכב כבדים, כאשר בשנים האחרונות הולך וגובר השימוש בגז טבעי כמקור אנרגיה המחליף דלקים כגון פחם, מזוט וסולר. לאור כך, משרד האנרגיה פועל לקידום השימוש בגז טבעי ולחיבור צרכנים חדשים לרשת החלוקה, ולשם כך נותן מענקים שונים לחברות ההקמה והחלוקה. מספר המפעלים שחוברו לרשת הגז הטבעי נמצא במגמת גידול בשנים האחרונות, אולם החיבור נעשה בקצב איטי יותר ממה שנקבע ביעדי הממשלה. חסמי הכניסה לענף כוללים קבלת אישורים, היתרים ורישיונות לצורך הקמת קווי החלוקה וחיבור הצרכנים, השגת מימון, עמידה ברגולציה ויכולת ניהול ותפעול רשת חלוקת גז.

ענף המים כולל ייזום, תכנון, הקמה ותפעול של פרויקטים שונים שעניינם מקטעים בשרשרת אספקת המים, הקולחין והשפכים, כגון הפקה של מים ואספקת מים שתיה ומים לחקלאות, השבת מי קולחין לחקלאות¹¹, טיוב של בארות מזוהמים ועוד. חסמי הכניסה לענף הינם קבלת רישיונות שונים, יכולת מימון והשקעות בתשתיות לאספקת מים, ניסיון מקצועי והנדסי, עמידה ברגולציה, זכיה במכרזים המפורסמים ע"י גופים ציבוריים ועמידה בתנאי סף. הענף נמצא גם הוא בצמיחה לאור בעיית המחסור במקורות מים לשתיה ולשימושי התעשיות השונות בארץ ובעולם, אשר הולכת ומחריפה כתוצאה מהשפעות ההתחממות הגלובלית.

החברה מבצעת, באמצעות מגזר רימון גלובל, פרויקטי Export Credit, בעיקר באפריקה במדינות טוגו (דירוג Moody's - B3 באופק שלילי) וחוף השנהב (דירוג Moody's - Ba3 באופק חיובי). להערכתנו, סיכון הפעילות במדינות אלו הינו גבוה ביחס לסיכון בישראל והפעילות חשופה לסיכון אי תשלום ע"י המזמין (הגופים הממשלתיים) עקב חדלות פרעון, הפיכות משטריות וכדומה, סיכונים רגולציה ובירוקרטיה מקומית, סיכונים ממשל תאגידי ועוד. מנגד, סיכון זה ממותן באמצעות ביטוח פרויקטים אלו באמצעות חברות ביטוח אשראי ממשלתיות (ECA). כמו כן, החברה מבצעת פרויקטים מורכבים ברחבי העולם באמצעות מגזר ביצוע תשתיות ע"י חברת יורוהינקה.

מעמד עסקי מבוסס והתמחות בתחום הדחיקה בו התחרות מוגבלת

רימון הינה חברה בעלת מעמד מבוסס וותק בענף הקבלנות בישראל ופעילותה מתחלקת לארבעה מגזרי פעילות: מגזר ביצוע תשתיות (כ-66% מסך הכנסות המגזרים לשנת 2023), מגזר יזמות אנרגיה וגז (כ-19%), מגזר יזמות מים וסביבה (כ-8%) ומגזר רימון גלובל (7%). בתחום ביצוע תשתיות החברה מבצעת פרויקטים מגוונים בתחומי התשתיות, מערכות הולכת מים וביוב, תחנות שאיבה, תשתיות צנרת ומתקנים לחלוקת גז טבעי, עבודות תשתית והנדסה אזרחית ועוד. לקוחותיה בתחום זה הם, בין היתר, חברות עסקיות שונות, חברות ממשלתיות בתחומי המים, רשויות מקומיות, יישובים וקיבוצים ועוד. החברה מחזיקה בסיווגים קבלניים גבוהים בתחום פעילותה, מרביתם בהיקף "בלתי מוגבל", דבר המאפשר לה לגשת למכרזים בכל היקף.

לחברה התמחות וניסיון בביצוע עבודות תת קרקעיות מורכבות מבחינה הנדסית בים וביבשה - ביצוע עבודות מינהור בשיטת התקנת צנרת בדחיקה ובשיטת סגמנטים וכן ביצוע עבודות בשיטת הקידוחים האופקיים, זאת באמצעות מספר מכונות שהיא מחזיקה מסוג TBM (Tunnel Boring Machine), ומסוג HDD (Horizontal Directional Drilling). הפעלת המכונות דורשת רמה מקצועית גבוהה מאוד, חסמי כניסה גבוהים כתלות במיכשור רלוונטי וייחודי ותקופת הכשרה ארוכה. בתחום הדחיקה הימית קיימת תחרות מוגבלת. בעבודות תת קרקעיות לחברה יתרון על פני חברות בקבוצת ההשוואה והיא נמנית עם הקבלנים המובילים בתחום זה.

¹⁰ החלטה מס' 2 (1306) של רשות החשמל מישיבה מס' 551 מיום 21 בנובמבר 2018 - הסדרת פעילותם של מתקני ייצור בגז טבעי המחוברים לרשת חלוקת החשמל.

¹¹ קבלת מי קולחין שעברו תהליך טיהור במתקן טיהור שפכים (מט"ש) והעברתם לצרכנים באמצעות רשת שכוללת תחנות שאיבה, מאגרים וצנרת.

תכנית השקעות אסטרטגית, רכישת חברות והרחבת חשיפה לחו"ל תורמים למיצוב העסקי, אך מלווים בגידול בחוב

בשנתיים האחרונות רכשה החברה מספר חברות, אשר מגדילות את סוגי והיקפי העבודות שיכולה לבצע החברה. הרכישה העיקרית היתה רכישת חברת יורוהינקה הספרדית ביולי 2023, בעלות של כ-31 מיליון אירו¹². ליורוהינקה ניסיון של מעל 20 שנים בתחום הדחיקה והיא בעלת מומחיות לביצוע מנהור בסוגי קרקע שונים, ביצוע פרויקטים מורכבים בתחום התשתיות הימיות והיבשתיות, ופעילותה מתבצעת במספר יבשות שונות (דרום אמריקה, צפון אמריקה, אסיה, אפריקה ואירופה). הרכישה מהווה השלמה סינרגטית לתחומי פעילות החברה ומאפשרת לה להגדיל את תחומי התמחותה, היקפי הפעילות שהיא מבצעת וכן להתרחב לשווקי פעילות חדשים בעולם. רכישת עיקרית נוספת היתה 67% ממניות חברת מר-טר בעסקה שהושלמה ביולי 2022, עלות הרכישה עמדה על כ-28 מיליון ₪. מר-טר מתמחה בביצוע עבודות במרחב הימי ובמרחב הסמוך לו, לרבות ביצוע קירות דיפון בים וביבשה, הקמת פירים, שאיבת מי תהום, חפירות ימיות ועוד. גם רכישת זו מגדילה את שרשרת הערך בה שולטת החברה ומאפשרת לה לגשת למכרזים אליהם לא היתה יכולה לגשת טרם הרכישה. בשנת 2021 רכשה החברה גם את חברת בראל רימון תשתיות, שעוסקת בביצוע עבודות תשתית והנדסה אזרחית, ומחזיקה בסיווגים קבלניים גבוהים. החברה דיווחה לאחרונה כי התקשרה במזכר הבנות לרכישת 50% ממניות צד ג' בחברה פרטית אשר הינה סינרגטית לתחומי פעילות החברה ומחיר העסקה צפוי לעמוד על סך של 100 מיליון ₪ לפני התאמות כאמור בדיווח.

רכישת החברות כאמור תומכת באסטרטגיית החברה בשנתיים האחרונות להגדלת תחומי הפעילות והפרויקטים אותם היא מבצעת, ואחזקה בכל שרשרת הערך בתחומי העבודות התת-קרקעיות בים וביבשה ובתחומי פעילות משיקים. אלו יתרמו לגידול בהיקפי הפעילות ושווקי היעד.

צבר הזמנות משמעותי תורם לנראות ההכנסות בטווח הקצר-הבינוני, אולם חשוף למחזוריות הכלכלית; ריכוזיות פרויקטים בצבר

צבר ההזמנות המאוחד של החברה, הכולל בעיקר את המגזרים ביצוע תשתיות ורימון גלובל עמד על כ-2.1 מיליארד ₪ ב-24.3.2024, לעומת כ-1.7 מיליארד ₪ ב-31.12.2020. בשנים האחרונות הגדילה החברה את פעילותה ברימון גלובל עם התקשרותה בשנת 2020 בפרויקט טוגו שעמד על סך של כ-20 מיליון אירו ופרויקט חוף השנהב הנאמד לסך של כ-160 מיליון אירו. בנוסף, בצבר חל גידול במגזר ביצוע תשתיות, כאשר בשנת 2023 חל גידול בעיקר עקב רכישת יורוהינקה שמבצעת פרויקטים בהיקפים משמעותיים. הגידול בצבר תורם למעמדה העסקי של החברה.

בעבר החברה היתה מבצעת פרויקטים בעיקר בהיקפים של עד 40-30 מיליון ₪, ובשנים האחרונות מתמקדת החברה בפרויקטים בהיקפים גבוהים הרבה יותר, כדוגמת פרויקט איגודן QJ יפו (ביצוע עבודות שיקום וחיידוש קו הסניקה הראשי של איגודן בעיר תל אביב - יפו) - היקף של כ-220 מיליון ₪, איגודן Q דרום (ביצוע עבודות שיקום וחיידוש של קו ההולכה הראשי של איגודן בבית ים) - כ-130 מיליון ₪, סבחה אילת (תכנון והקמה של מערכת יניקת מי ים חדשה עבור מתקן ההתפלה סבחה בעיר אילת) - 135 מיליון ₪, עבודות דחיקה במסגרת הקמת מתקן התפלה גליל מערבי (ביצוע עבודות דחיקה במסגרת הקמת מתקן התפלה גליל מערבי) - כ-150 מיליון ₪, פרויקט לתכנון וביצוע קו להובלת מים נבות - חמדיה - 100 מיליון ₪ ופרויקטים נוספים.

כמו כן, רכישת יורוהינקה תורמת לרימון בהרחבת פעילותה בחו"ל ובביסוס מעמדה בתחום עבודות הדחיקה - כיום צבר ההזמנות של יורוהינקה כולל בין היתר פרויקט במערב אפריקה (בניית קווי צנרת במתקן התפלה) - היקף של כ-125 מיליון ₪, פרויקט בצ'ילה (ביצוע עבודות דחיקה בפרויקט הקמת מתקן התפלה בצ'ילה) - היקף של כ-100 מיליון ₪, פרויקט נוסף במערב אפריקה (עבודות קידוחים בים לצורך הקמת מתקן התפלה) - היקף של כ-50 מיליון ₪.

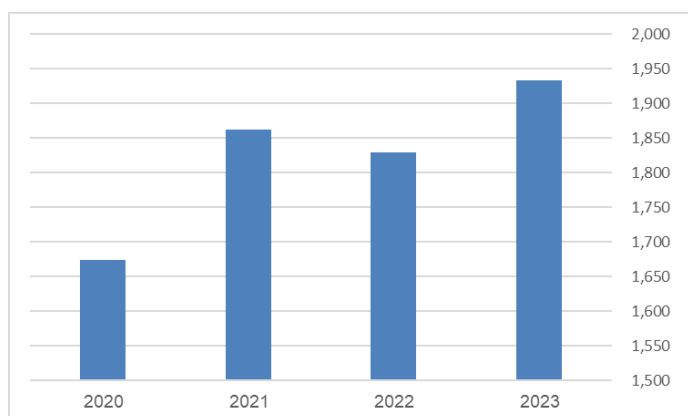
הגידול בהיקפי הפרויקטים שמבצעת החברה משפיע לחיוב נוכח הגידול בהיקף ההכנסות, אולם מנגד מגדיל את ריכוזיות הפרויקטים. בשנת 2023 נרשמו הכנסות של כ-92 מיליון ₪ בגין פרויקט פינוי עגורן קצא"א חח"י - כ-17% מהכנסות מגזר ביצוע התשתיות אשר

¹² סך של 5 מיליון יורו מעלות זו נותר בידי החברה למשך 4 שנים - תמורה נדחית.

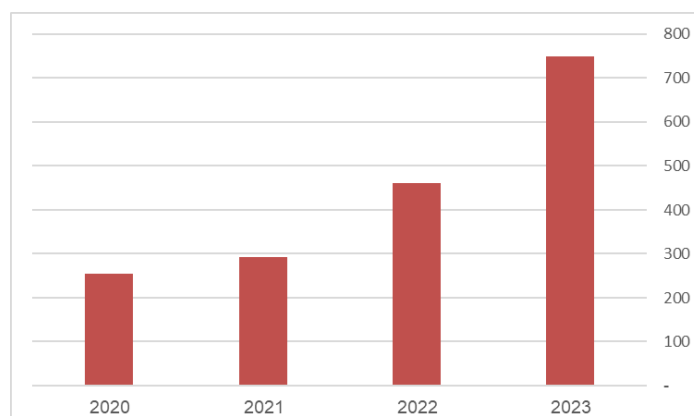
היווה את הפרויקט הגדול ביותר בצבר. בשנים קודמות לא היו פרויקטים שעלו על 10% מסך הכנסות המגזר. פרויקט פינוי עגורן קצא"א חח"י החל באפריל 2023 וצפוי להסתיים בדצמבר 2024, הפרויקט כלל חילוץ העגורן שנפל באשדוד והקמת עגורן חדש.

יחס הצבר להכנסות¹³ עמד על כ-2.4. יחס הצבר להכנסות יחסית ארוך בעקבות פרויקט חוף השנהב אשר מהווה כ-32% מהצבר ואמור להימשך כשלוש שנים, כאשר מנגד יירוהינקה מאופיינת בפרויקטים במח"מ קצר יחסית ועל כן ממתנת את היחס. בנטרול חוף השנהב, היחס עומד על כ-1.7. היחס צפוי לרדת מעט בשנת 2024 עקב גידול בהכנסות ושמירה על היקף צבר ההכנסות של החברה. היחס תומך בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני.

תרשים 2 - צבר פרויקטים בשנים 2020-2023, במיליוני ₪



תרשים 1 - הכנסות מאוחדות בשנים 2020-2023, במיליוני ₪



גידול בהיקפי הפעילות ופיזור פעילויות המשפיעים לטובה על המיצוב העסקי, יחד עם נראות הכנסות טובה בתחומי המים והגז

היקף ההכנסות במגזר ביצוע התשתיות גדל באופן משמעותי בשנים האחרונות, ובשנת 2023 עמד על כ-543 מיליון ₪, לעומת כ-170 מיליון ₪ בשנת 2019, כאשר בשנת 2023 רכישת יירוהינקה תרמה כ-50 מיליון ₪ להכנסות ורכישת חברות שאוחדו לראשונה כ-120 מיליון ₪ נוספים. יתרת הצמיחה של החברה בעיקרה אורגנית. להערכתנו, בשנת 2024 צפוי גידול נוסף בהכנסות המגזר, וזאת בזכות היקפי הפרויקטים שמבצעת החברה שנמצאים במגמת גידול, יחד עם רכישת יירוהינקה. להערכתנו, היקף ההכנסות ב-2024 במגזר ינוע סביב 630-650 מיליון ₪.

במגזר יזמות אנרגיה וגז החברה יוזמת, מתכננת, מקימה ומתפעלת תשתיות לחלוקת גז טבעי, מתקנים לייצור חשמל בטכנולוגיות שונות (קוגנרציה, מתקני ביו גז ועוד) ומנהלת רשתות חשמל. עיקר ההכנסות מיוחס להקמת תשתיות לחלוקת גז ולמכירת אנרגיה. לחברה רישיונות לחלוקת גז באזור חיפה והגליל (הרישיון ניתן לחברת מרימון גז עד שנת 2038 - מוחזקת 50%), ובאזור ירושלים, מטה יהודה, בית שמש ומבשרת ציון (הרישיון ניתן לחברת רותם גז עד שנת 2041 - מוחזקת 50%). הפעילות מאופיינת בנראות הכנסות טובה ויציבה, שיעורי רווחיות גולמית יציבים וגבוהים יחסית ותורמת לפיזור ולמיצוב של החברה. היקף ההכנסות במגזר נמצא במגמת צמיחה והוא עמד על כ-153 מיליון ₪ בשנת 2023 לעומת כ-84 מיליון ₪ בשנת 2021, צמיחה הנובעת ברובה מחיבור צרכנים חדשים לרשת הגז שהחברה מקימה וכן מסיום הקמת תחנות קוגנרציה חדשות ומכירת חשמל לצרכנים. להערכתנו, בשנת 2024 צפויה צמיחה נוספת עקב סיום פרויקטי הקמת מתקני קוגנרציה, כאשר לאחר סיומם החברה מתחילה למכור חשמל ורושמת הכנסות קבועות. להערכתנו, היקף ההכנסות במגזר ינוע סביב 150-170 מיליון ₪.

¹³ היחס מחושב כצבר ליום 31.12.2022 למול הכנסות לשנת 2023.

במגזר יזמות המים והסביבה החברה פועלת בתחום אספקה ומכירת מים, וכן פועלת בתחום ביצוע עבודות בתחום המים, כולל הקמת והפעלת תשתיות וצנרת לשאיבת והובלת מים, הקמת תחנות שאיבה, השבת מי קולחין לשימוש חקלאי, הקמת מפעלי טיהור שפכים ועוד. גם בתחום המים החברה שולטת בכלל שרשרת הערך בתחום, לרבות מכירת מים. ממכירת המים הינן הכנסות קבועות מדי שנה ומבוססות על התקשרויות לטווח ארוך מול הלקוחות החקלאיים, התעשייתיים והמוניציפאליים. מגזר זה מוערך על ידינו כבעל סיכון בינוני הנתמך בביקושים יציבים וצמיחה בעקבות גידול האוכלוסיה והשפעת ההתחממות הגלובלית. גם פעילות זו תורמת לפיזור ולמיצוב של החברה. היקף ההכנסות במגזר עמד על כ-65 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2021-2023, ולהערכתנו צפוי להיות דומה בשנת 2024.

היקף ההכנסות החוזרות והקבועות בגין פעילויות מכירת גז, אנרגיה ומים עומדות על כ-132 מיליון ₪ בשנה ובשנת 2023 היוו כ-17% מההכנסות החברה, דבר התורם למיצוב העסקי.

פעילות רימון גלובל מגדילה את הפיזור הגאוגרפי של החברה, אך מנגד מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יותר מאשר הפעילות בישראל, אשר ממותן באמצעות ביטוח אשראי, קבלת מקדמות ושמירה על תזרים חיובי לאורך חיי הפרויקט

לחברה פעילות לתכנון והקמת פרויקטים בתחום תשתיות המים בחו"ל, בעיקר באפריקה, כאשר פעילות מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יותר מאשר הפעילות בישראל. מזמיני העבודות הינם הגופים הממשלתיים באפריקה, כאשר המימון לפרויקט מועמד לגופים הממשלתיים ע"י בנקים ישראלים וזרים, ומגובה בביטוח סיכוני אשראי הניתן ע"י חברות ביטוח ממשלתיות. החברה אינה חשופה לסיכוני אשראי (למעט שיפויים מקובלים בסכום שאינו מהותי). במסגרת העסקה החברה מארגנת את הליווי הבנקאי הנדרש למזמינה (ממשלת חוף השנהב), ועסקאות המימון הן בין הממשלה המקומית לבין הבנק המלווה, והחברה אינה צד להסכמי מימון אלה. המימון הניתן ע"י הבנקים משמש באופן ישיר ובלעדי לתשלום לחברה בגין ביצוע העבודות, אך לחברה עדיין קיים סיכון חדלות פרעון של מזמיני העבודה שעלול לגרום להפסקת הפרויקט טרם סיומו (התמורה בגין עבודות שביצעה החברה מגובה בביטוח אשראי כאמור לעיל). כפי שהוסבר לעיל, פרויקט חוף השנהב הינו מהותי עבור החברה והדבר גם הוא מגדיל את הסיכון העסקי. הסיכונים בפרויקטים ממותנים באמצעות ניהול תזרים חיובי לאורך חיי הפרויקט, באמצעות קבלת מקדמות מראש אשר עולות על גובה ההוצאות, כך שאין חשיפה בגין הרווח בפרויקט. בנוסף, חוף השנהב אמנם מהווה כ-29% מהצבר ליום 24.3.2024, אך מהווה כ-10%-12% מההכנסות והרווח הגולמי המאוחדים של החברה - שיעור שאינו מהותי. הפעילות בחו"ל אמנם מגדילה את הפיזור הגאוגרפי והיקף ההכנסות של החברה, אולם משליכה לשלילה על סיכון האשראי שלה.

היקף ההכנסות במגזר גלובל נמצא במגמת צמיחה בשנים האחרונות ובשנת 2023 נרשמו הכנסות של כ-54 מיליון ₪, כאשר בשנת 2024 החברה צפויה לבצע את הפרויקט בחוף השנהב אשר היקפו הכולל עומד על כ-160 מיליון אירו והוא אמור להסתיים ברבעון הראשון של שנת 2027. להערכתנו, היקף ההכנסות במגזר בשנת 2024 ינוע סביב 90-100 מיליון ₪.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח בטווח הזמן הקצר-בינוני שמירה על היקף צבר ההזמנות של החברה. להערכתנו, הגורמים התומכים בשמירה על היקף הצבר והתפתחותו כוללים, בין היתר, את מיצובה העסקי של החברה, וכן גידול בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות (בעיקר תקציב להשקעות בתחומי המים והביוב). תרחיש הבסיס של מידרוג לצמיחת ההכנסות מבוסס על מספר הנחות מרכזיות בהן: (1) מגזר ביצוע תשתיות - צמיחה בהכנסות של כ-17%-19% בהתבסס על קצב הכנסות לשנה בשנים עברו (בשנת 2024 בנטרול הנבה מלאה של יורוהינקה שיעור הצמיחה הוא כ-7%-9%, כ-13% בשנת 2023 בנטרול מיזוגים ורכישות) וסך צבר ההזמנות לביצוע עד סוף השנה. (2) מגזר יזמות אנרגיה וגז - צמיחה של כ-5%-7% בעקבות חיבור לקוחות חדשים בתחומי הגז והחשמל. (3) מגזר יזמות מים וסביבה - שמירה על יציבות בהכנסות. (4) מגזר רימון גלובל - ביצוע פרויקט חוף השנהב וצמיחה בדומה לשיעור הצמיחה בשנת 2023.

להערכתנו, היקף ההכנסות המאוחד בשנת 2024 ינוע בטווח של 900-930 מיליון ₪ (ללא הנבה מלאה של יורוהינקה - צמיחה של כ-14%) לעומת כ-750 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-460 מיליון ₪ בשנת 2022.

שיעורי רווחיות יחסית גבוהים אשר תומכים בדירוג החברה

שיעור הרווח התפעולי של החברה גבוה יחסית ועמד בשנים 2020-2023 על ממוצע של כ-9.5% (בשנת 2021 נרשמה רווחיות נמוכה באופן חריג של כ-5.1%, כתוצאה מהוצאות בגין צמיחה עתידית הכוללות גיוס והכשרת עובדים חדשים, בנטרול 2021 שיעור הרווחיות הוא 11%). שיעור הרווח הגולמי עמד בשנים אלו על ממוצע של כ-16.1% (בנטרול 2021 - 17.3%). הרווחיות הגבוהה של החברה בשנים האחרונות מבוססת על מספר גורמים: התמחותה בביצוע עבודות מינהור בשיטת התקנת צנרת בדחיקה וביצוע עבודות בשיטת הקידוחים האופייים וכן בשיטת הסגמנטים, כאשר אלו מורכבות מבחינה הנדסית ומבוצעות ע"י מספר מצומצם של חברות בארץ, דבר המאפשר לחברה לרשום שיעורי רווחיות יחסית גבוהים בפרויקטים המבוצעים בשיטות אלו; התמקדות בפרויקטים בהיקפים בינוניים-קטנים אשר נושאים שיעורי רווחיות גבוהים יותר מאשר פרויקטים גדולים (ולכן מעבר החברה להתמקדות בפרויקטים גדולים צפוי להביא לשחיקה בשיעורי הרווחיות); פעילות בחו"ל המאופיינת ברמת סיכון גבוהה ובשיעורי רווחיות יחסית גבוהים.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2024 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) יציבות בשיעור הרווחיות במגזר ביצוע תשתיות ביחס לשנת 2023, כאשר בשנה זו חלה שחיקה ברווחיות עקב ביצוע פרויקטים גדולים המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים יותר מאשר פרויקטים בינוניים-קטנים, ובנוסף בשנת 2022 נרשמה רווחיות חריגה בעקבות אישור עבודות חריגות שתרמו לרווח. (2) במגזר רימון גלובל הנחנו גידול במחזורי הפעילות ומנגד ירידה בשיעור רווחיות המגזר עקב שינוי בתמהיל הפרויקטים. (3) שחיקה בשיעור הרווח הגולמי במגזר המים והסביבה כתוצאה מתמהיל פרויקטי EPC בעלי רווחיות נמוכה יותר מאשר ב-2023. (4) יציבות יחסית בשיעור הרווח הגולמי במגזר יזמות אנרגיה וגז. (5) גידול בהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מכירה ושיווק כתוצאה מאיחוד ירוהינקה וכן גידול בפעילות הקבוצה. (6) גידול בהוצאות המימון כתוצאה מנטילת אג"ח בהיקף של 150 מיליון ₪, ומנגד תירשמה הכנסות מימון בסכום נמוך יותר.

מגזר ביצוע תשתיות הציג בשנים 2020+2022-2023 רווחיות גולמית ממוצעת של כ-16.9% (בשנת 2021 נרשמה כאמור רווחיות נמוכה באופן חריג של כ-8%). שיעור רווחיות זה יחסית גבוה ביחס לחברות בקבוצת השוואה והוא נגזר מפרויקטים אשר מבצעת החברה בתחומי המים, גז והדחיקה, שכאמור לחברה התמחות בהם. במחצית השנייה של 2023 החלה החברה לאחד את חברת ירוהינקה אשר הובילה לירידה בשיעור הרווחיות של המגזר ל-15% לעומת כ-20% ב-2022, וזאת כתוצאה מעלויות חד פעמיות שנרשמו בשנה זו בעקבות רכישתה ע"י רימון. בנוסף, הירידה חלה כתוצאה משינוי בתמהיל הפרויקטים, כאשר כיום החברה מתמקדת בפרויקטים בהיקפים גדולים של 80 מיליון ₪ ומעלה ששיעורי הרווחיות בגינם נמוכים מאשר פרויקטים קטנים יותר בשנים קודמות, והן כתוצאה מאישור עבודות חריגות בשנת 2022 אשר תרמו לרווח. להערכתנו, בשנת 2024 המגזר ישמור על שיעור רווח גולמי בדומה לזה שנרשם בשנת 2023 - סביב 15%, כאשר השפעת ירוהינקה בשנת 2024 תהיה משמעותית (כ-27% מהרווח הגולמי המגזרי).

מגזר רימון גלובל רשם בשנים 2021-2023 שיעור רווח גולמי ממוצע של כ-35%, ובשנת 2024 צפויה להערכת מידרוג לחול ירידה לשיעור בטווח של 14%-16% כתוצאה משינוי תמהיל פרויקטים.

מגזר יזמות המים הציג בשנים 2022-2023 רווחיות גולמית של כ-16.5% בממוצע (בשנת 2021 נרשמה רווחיות גבוהה יחסית של כ-27% בשל ביצוע פרויקטים בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית וכן גידול בהכנסות ממכירת מים כתוצאה מתנאי מזג אוויר). בשנת 2024 צפויה לחול ירידה בשיעור הרווח הגולמי לשיעור סביב 9%-11% כתוצאה משינוי תמהיל פרויקטים.

מגזר יזמות אנרגיה וגז הינו מגזר יציב יחסית ובשנים 2021-2023 רשם שיעור רווח גולמי ממוצע של כ-14% ולהערכתנו צפוי להציג יציבות בשנת 2024.

להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי המאוחד ינוע סביב 13%-14.5% בשנת 2024, לעומת שיעור ממוצע של כ-16.3% בשנים 2021-2023. בהוצאות ההנהלה והכלליות והוצאות המכירה והשיווק צפוי להערכתנו גידול בשנות התחזית עקב איחוד של חברת ירוהינקה החל מיולי 2023 וכן גידול בפעילות החברה. כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווח הגולמי והגידול בהוצאות ההנהלה והכלליות, להערכתנו שיעור הרווח התפעולי יעמוד בשנת 2024 בטווח של 8%-9%, לעומת כ-11% בממוצע בשנים 2022-2023 + 2020 (בשנת 2021 נרשמה רווחיות נמוכה חריגה כאמור).

צפי לייצור תזרימי מזומנים שליליים לאור מרכיב השקעות גבוה, רמת המינוף טובה ביחס לדירוג ויחסי הכיסוי נשחקים עם גיוס האג"ח

במסגרת תרחיש הבסיס של מידורג, אנו מעריכים כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד בטווח של 105-125 מיליון ₪ בשנת 2024, למול EBITDA של כ-106 מיליון ₪ ב-2023 וכ-80 מיליון ₪ בשנת 2022. אנו מניחים גידול בהוצאות המימון עקב גיוס אגרות החוב בהיקף של 150 מיליון ₪, כאשר מנגד לחברה הכנסות מימון בגין פקדונות. ה-FFO יעמוד בטווח של 80-90 מיליון ₪ ב-2024, לעומת כ-80 מיליון ₪ ב-2023 וכ-60 מיליון ₪ בשנת 2022. הנחנו בשנת 2024 גידול בהון החוזר בהיקף של כ-20-10 מיליון ₪ בהתאם לגידול בפעילות החברה. להערכתנו, החברה תציג תזרים מפעילות שוטפת בטווח של 60-80 מיליון ₪ ב-2024.

ה-Capex של החברה (לרבות השקעות הוניות ותשלומי חכירות) להערכתנו יעמוד בשנת 2024 על כ-120-140 מיליון ₪, אשר מורכבים מהשקעות ברכוש קבוע, הלוואות לחברות כלולות והשקעות בפרויקטים¹⁴. בשנת 2023 ה-Capex עמד על כ-190 מיליון ₪ וכלל רכישה של חברת יורוהינקה (בוצעה ביולי 2023) בהיקף של כ-100 מיליון ₪ והלוואות לחברות הכלולות בהיקף של כ-34 מיליון ₪. ה-FFO-Capex צפוי לעמוד בשנת 2024 סביב סכום שלילי של כ-30-60 מיליון ₪, לעומת סכום שלילי של כ-110 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-20 מיליון ₪ ב-2022. הסכום השלילי הושפע לשלילה בשנים אלו מהשקעות ביורוהינקה ב-2023 ורכישת מר-טר בשנת 2022¹⁵. בנטרול הרכישות, בשנים 2022-2023 ה-FFO-Capex הוא חיובי מתון.

אנו מניחים חלוקת דיבידנד בסך של 30-35 מיליון ₪ ב-2024 בהתאם למדיניות הדיבידנד של החברה (50% מהרווח הנקי בשנת 2023). כל אלו צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי שנתי (FCF) שלילי בשנת 2024 בטווח של 85-105 מיליון ₪, לעומת FCF שלילי בסך של כ-155 מיליון ₪ ב-2023 וכ-70 מיליון ₪ (שלילי) ב-2022. ה-FCF השלילי ימומן באמצעות גיוס האג"ח.

ב-31.12.2023 החוב הפיננסי המותאם ברוטו עמד על סך של כ-420 מיליון ₪ והוא מורכב מאשראי בנקאי בסך של כ-250 מיליון ₪, התחייבות בגין ערבות פיננסית בהיקף של כ-95 מיליון ₪, התחייבות פיננסית בשווי הון דרך רווח והפסד בסך של כ-35 מיליון ₪ (אופציית מכר למיעוט בחברת מר-טר) והתחייבויות חכירה בסך של כ-37 מיליון ₪. בשנת 2024 אנו צופים גידול משמעותי בחוב עקב גיוס אג"ח בסך 150 מיליון ₪ וכן גיוס הלוואות בנקאיות חדשות, ולהערכתנו היקף החוב בסוף שנת 2024 יעמוד להערכתנו בטווח של 580-620 מיליון ₪. לאורך זמן, אנו צופים עלייה בהיקף החוב כתלות בהיקפי עסקאות המיזוגים ורכישות וכתלות באופן מימון.

ערב גיוס החוב הנוסף החברה מציגה יחסי כיסוי חוב מהירים, עם חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO ליום 31.12.2023 של 4.0 ו-4.8 בהתאמה, וכן יחס כיסוי ריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון נטו) מהיר העומד על כ-22.5 (בשנת 2023 חל גידול משמעותי ברווח התפעולי ללא גידול מקביל בהוצאות המימון, כך שנרשם יחס גבוה). במסגרת תרחיש הבסיס של מידורג, בהנחה לגיוס חוב של כ-150 מיליון ₪ ערך נקוב, יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO, צפויים לנוע בטווח של 4.5-5.5 ו-6.5-7.5, בהתאמה, כאשר יחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח של 5.0-6.0. אופיו הפרויקטאלי של הענף גוזר תנודתיות בהיקף הפעילות, במיוחד בתקופות של האטה כלכלית, בהן יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

ב-31.12.2023 ההון העצמי עמד על סך של כ-505 מיליון ₪ המהווים כ-45% מסך המאזן - יחס בולט לחיוב לדירוג החברה. היקף ההון העצמי הושפע לטובה מהנפקת מניות שביצעה החברה בשנת 2021 בסך של כ-240 מיליון ₪. אנו צופים כי תחול ירידה ביחס ההון העצמי למאזן בשנת 2024 בעקבות הגידול בחוב ובהיקף המאזן והוא יעמוד להערכתנו על טווח של 38%-42%.

¹⁴ ללא עסקת רכישה מחצית ממניות חברה פרטית בישראל אשר דווחה ביום 08 באפריל 2024 במסגרת מזכר הבנות וטרם הושלמה.

¹⁵ עלות הרכישה עמדה על כ-28 מ' ₪, אולם בפועל שולמו כ-16 מ' ₪ לאחר ניכוי יתרת המזומנים במר-טר.

נזילות וגמישות פיננסית סבירות הנתמכות בגיוס הון בשנת 2021 ובמהלך גיוס החוב הנוכחי

נזילותה של החברה סבירה ביחס לדירוג ונתמכת ביתרות נזילות של כ-135 מיליון ₪ ליום 31.12.2023, ובמסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקף של כ-40 מיליון ₪ לאותו מועד. להערכת מידרוג, בסוף שנת 2024 לחברה תהיינה יתרות נזילות בהיקף של כ-220-240 מיליון ₪ - כ-40% מהחוב. מנגד, לחברה חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות בהיקף לא מהותי, ואגרות החוב צפויות להתחיל להיפרע בשנת 2025 (פרעון של 7.5 מיליון ₪ ב-2025), בשנים הראשונות פרעון קרן של 10% בשנה ולאחר מכן 20% בשנה עד שנת 2032.

גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת על-ידי רמת מינוף מתונה, יחסי כיסוי סבירים, וכן עומס פירעונות נמוך בשנות התחזית. כנגד אגרות החוב צפויות בשטר הנאמנות שתי אמות מידה פיננסיות (הון עצמי מינימלי והון למאזן) בהן החברה צפויה לעמוד במרווח גבוה. במספר חברות בקבוצה קיימים חובות פרויקטאליים בהם קיים שעבוד לטובת הבנקים המממנים, וכן אמות מידה פיננסיות, אשר החברות הלוות עומדות בהן במרווח מספק. רימון חתומה על ערבות בעלים לטובת החובות הפרויקטאליים שנטלו החברות הכלולות מרימון גז ורותם גז. שתי חברות אלו מוחזקות בשותפות עם קרן נוי (50% כל צד) והן עוסקות בהקמת רשת תשתיות גז ולאחר מכן תפעול הרשת וחלוקת גז לצרכנים. בגין הפרויקט של מרימון גז חתמה רימון על ערבות בעלים לטובת 50% מהחוב (חוב בסך כולל של 150 מיליון ₪), כאשר הערבות מוגבלת בסך 60 מיליון ₪ ועם סיום תקופת ההקמה הערבות תעמוד על 40 מיליון ₪. מרימון גז חתמה על התניות פיננסיות, בחלקן היא עומדת במרווח נמוך. לטענת הנהלת החברה, הפרויקט של מרימון גז הינו אסטרטגי לחברה. בנוסף לשתי ערבויות אלו, רימון חתומה על ערבויות נוספות לטובת החברות הבנות בהיקף של כ-35 מיליון ₪ כך שסך הערבויות הפיננסיות של רימון נאמד לכ-95 מיליון ₪ ליום 31.12.23 ואלו הובאו בחישוב החוב הפיננסי המותאם.

לחברה מדיניות פיננסית יציבה המבוססת על יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות כאמור, והרכישות אותן מבצעת החברה לצורך צמיחה עתידית מבוצעות באופן הדרגתי כך שתאבון הסיכון של החברה סביר להערכתנו.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות (שיקולי ESG). להערכת מידרוג, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג רימון. ענף הקבלנות חשוף במידה מסוימת לסיכונים הקשורים לבטיחות העובדים באתרי בניה, סיכונים משפטיים וסיכוני מוניטין הכרוכים בכך.

שיקולי ממשל תאגידי אינם נושאים השפעה מהותית על החברה. בעל המניות בחברה, מר יוסי אלמלם, מכהן כמנכ"ל החברה. עם זאת, לאור גורמים ממתנים לא גילמנו לשלילה סיכון איש מפתח בדירוג.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2023			
ניקוד	מדידה ^[1]	ניקוד	מדידה ^[1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	900-930 מיליון ₪	Baa.il	750 מיליון ₪	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	9%-8%	Aa.il	9.5%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il-Aa.il	42%-38%	Aa.il	45%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Baa.il-A.il	4.5-5.5	A.il	4.0	חוב / EBITDA	
A.il	5.0-6.0	Aaa.il	22.5 ^[2]	רווח תפעולי / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il				דירוג נגזר	
A2.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] בשנת 2023 חל גידול משמעותי ברווח התפעולי ללא גידול מקביל בהוצאות המימון, כך שנרשם יחס גבוה.

דוחות קשורים

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

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

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

08.04.2024

שם יוזם הדירוג:

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>