

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | אוקטובר 2022

אנשי קשר:

דנה קורנצקי

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

dana.c@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

דירוג סדרות	A2.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב במחזור (סדרה ד') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (להלן "החברה") מ-A3.il ל-A2.il. ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד'	1139583	A2.il	יציב	30.06.2023

(*) אגרות החוב סדרה ד' מגובות בשעבוד ראשון בדרגה על חלק ממניות החברה בחברת דור אלון.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג בהמשך להצבת האופק החיובי נתמכת בשיפור שחל בפרופיל סיכון האשראי של החברות המוחזקות אשר נהנות אף מהסביבה העסקית בה פועלות החברות. במקביל, רכישות אחרונות שנעשו ע"י החברה תרמו לעלייה בהיקף תיק המוחזקות והביאו לשיפור ריכוזיות התיק. במקביל החברה שומרת על יחסי מינוף התומכים בדירוג המתבטא ביחס מינוף בטווח של כ-35%-37%.

בשנתיים האחרונות החברה פעלה לגוון את תיק האחזקות שלה, לצד האחזקות המהותיות בדור אלון וברבוע נדל"ן, והשקיעה בשנים 2020 עד יוני 2022 סכום מצטבר של כ-800 מיליון ₪ בחברות בנות בתחומים מגוונים, הן באחזקות הקיימות בהגדלת שיעור האחזקה, והן באחזקות חדשות בתחומי נדל"ן מניב בארה"ב, מימון חוץ בנקאי, תחבורה ציבורית ואנרגיה (תחנת כוח בבאר טוביה). כמו כן, לחברה השקעה בתחום הקמעונאות (אופנת הלבשה ואופנת בית) באמצעות חברת אקסטרה ריטייל. תיק האחזקות בשנים אלו גדל מכ-2.8 מיליארד ₪ בסוף 2019 להיקף של כ-5.3 מיליארד ₪ ב-30.6.2022. במקביל, החברה מימנה את השקעותיה באמצעות הגדלת החוב הפיננסי, אשר גדל מסך חוב נטו של כ-1 מיליארד ₪ בסוף 2019 לסך של כ-1.5 מיליארד ₪ ב-30.6.2022. בשנתיים האחרונות ההשקעות בתחומים החדשים כאמור לעיל טרם השיאו לחברה תזרימים משמעותיים, אם כי להערכתנו אלו יקבלו ביטוי בטווח הבינוני עם קבלת דיבידנדים/הצפת ערך בהשקעות.

תיק הנכסים של החברה, אשר שוויו נכון לספטמבר 2022 הוא כ-5.3 מיליארד ₪, מורכב ברובו (80%) משלוש אחזקות ליבה: רבוע נדל"ן המהווה כ-36% משווי הנכסים, דור אלון המהווה כ-31% ואקסטרה ריטייל המהווה כ-13% משווי הנכסים. פרופיל שתי המוחזקות הראשונות מאופיין בסיכון אשראי מתון, כאשר דור אלון המהווה כ-31% משווי תיק המוחזקות בעלת סיכון אשראי A2.il באופק יציב¹, ואילו רבוע כחול נדל"ן המהווה כ-36% משווי תיק המוחזקות מוערכת על ידינו בסיכון אשראי של כ-A1.il². החברה ממשיכה להנות מדיבידנדים יציבים משתי אחזקות הליבה האמורות אשר פועלות בתחומים שונים, דבר המאזן את התלות בדיבידנדים משתי האחזקות האמורות. ההישענות על התזרימים שעולים משתי המוחזקות העיקריות תומכים בדירוג של אלון רבוע כחול.

שיעור המינוף (LTV) של החברה, כפי שהוא נבחן ביחס בין החוב הפיננסי המותאם נטו לבין שווי תיק הנכסים של החברה (אשר מורכב מאחזקה במניות סחירות ולא סחירות), בולט לטובה ביחס לדירוג. להערכת מידרוג, ה-LTV צפוי לנוע סביב 35%-37% בשנים 2022-2023, כאשר בהערכת שיעור המינוף לעיל, מידרוג ביצעה תרחישי רגישות על שווי של המניות, הן הסחירות והן שאינן סחירות.

לחברה גמישות פיננסית בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג. הגמישות הפיננסית נשענת על מרכיב יחסית גבוה של אחזקות סחירות ואיכותיות יחסית (כ-75% משווי אחזקות החברה), וכן על שליטה בשיעור משוקלל של מעל 70% בחברות המוחזקות. לחברה היקף משמעותי של נכסים חופשיים משעבוד - כ-1.8 מיליארד ₪ (כ-47% מתוכם נכסים שאינם סחירים) - אשר מקנים לה אפשרות לקחת מימון נוסף במידת הצורך ומשפרים את הגמישות הפיננסית של החברה. יצוין כי בהערכת שווי הנכסים שאינם משועבדים מידרוג לקחה תרחישי רגישות.

¹ ב-16.8.2022 מידרוג העלתה את דירוג אגרות החוב של דור אלון מ-A3.il באופק יציב ל-A2.il באופק יציב.

² ביום 14.2.2022 מידרוג הפסיקה את דירוג אגרות החוב ודירוג המנפיק של חברת רבוע כחול נדל"ן.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023, החברה צפויה לקבל דיבידנדים מהחברות המוחזקות בהיקף שנתי של 190-200 מיליון ₪ בשנה. יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בטווח שבין 2.4-2.7 בשנים אלו ומצביע על יכולת סבירה לממן את הוצאות המימון על בסיס הדיבידנדים שהחברה מקבלת. היקף ה-FFO צפוי לנוע בטווח של 95-110 מיליון ₪, ולהערכתנו היקף החוב הפיננסי נטו יעמוד בסוף 2022-2023 על כ-1.5-1.6 מיליארד ₪. יחס החוב המותאם נטו ל-FFO צפוי לעמוד להערכתנו בטווח של 14.5-16.5.

תרחיש הבסיס של מידרוג למקורות ושימושים העיקריים הצפויים בשנים 2022-2023:

מקורות עיקריים: דיבידנדים ופרעונות הלוואות שניתנו לז"ק לחברות מוחזקות בהיקף של כ-225-255 מיליון ₪ בשנה, גיוס חוב נטו (לאחר פרעונות) בהיקף של כ-300 מיליון ₪ ב-2022 וכ-30 מיליון ₪ ב-2023. סה"כ מקורות ב-2022 - 550 מ' ₪, ב-2023 - 260 מ' ₪. **שימושים עיקריים:** הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-25 מ' ₪ בשנה, תשלומי ריבית בסך של כ-60-70 מ' ₪ בשנה, השקעות בחברות מוחזקות בסך של כ-270 מיליון ₪ ב-2022 וכ-65 מיליון ₪ ב-2023. סה"כ שימושים ב-2022 - 420 מ' ₪, ב-2023 - 150 מיליון ₪. עודף המקורות על שימושים עומד ב-2022-2023 על כ-100-140 מיליון ₪ בשנה.

נזילות החברה כוללת יתרות נזילות ויתרת תיק ניירות ערך בהתאם לתרחישי רגישות שביצעה מידרוג על תיק ניירות הערך של החברה. בהתאם לכך, להערכת מידרוג בסוף שנת 2023 יתרות הנזילות של החברה תיוותרנה יחסית גבוהות בהיקף של כ-600-750 מיליון ₪. מידרוג מודדת את נזילות החברה באמצעות יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH), אשר ליום 31.12.2021 עמד על כ-2.8 ומצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית. עם זאת, בתרחיש הבסיס של מידרוג היחס צפוי לעמוד על ממוצע של טווח של 2.5-1.0 בשנים 2022-2023 (הטווח העליון מתייחס לשנת 2023 לאחר פרעון שארית תשלום הבולט).

מדיניותה הפיננסית של החברה היא יציבה. מחד, הנחות תרחיש הבסיס הן שהחברה אינה מחלקת דיבידנד לבעלי מניותיה, דבר הנתמך גם ב-Track Record להיעדר חלוקה. מנגד, החברה מבצעת עסקאות המלוות בגידול בהיקף החוב כחלק מאסטרטגיית הרחבה וגיוון פורטפוליו נכסי החברה. בשלב זה להערכתנו עסקאות אלו עודן תומכות ברמת המינוף ובקיבולת הדירוג. לאורך זמן מידרוג תמשיך לבחון את מדיניותה הפיננסית של החברה, בדגש על האיזון בין בעלי המניות לבעלי החוב.

להערכתנו, קיימת מעורבות ושליטה גבוהות של הנהלת החברה בחברות הבנות, תוך שהחברה עוסקת בהתוויית האסטרטגיה התפעולית והמימונית של החברות המוחזקות וההשבחה של הפעילויות השונות והפיתוח העסקי שלהן, גורם חיובי התומך בשליטת החברה במוחזקות.

שיקולים מבניים

אגרות החוב המדורגות (סדרה ד') מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה על חלק ממניות דור א' שמוחזקה החברה. מידרוג לא הקנתה לאגרות החוב הטבה דירוגית בגין השעבודים לאחר שבחנה זאת בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום מימון תאגידי" ומצאה כי איכות סך הבטוחות אינה עומדת בקריטריונים של איכות "בינונית ומעלה" וכן נוכח כך שיחס ההשבה לבטוחה נמוך מ-70%.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג ליציבות בדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ולשמירה על פרמטרים פיננסיים יציבים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בדיבידנדים שיתקבלו מחברות ממוחזקות לאורך זמן
- שיפור בסיכון האשראי של החברות המוחזקות
- שיפור מהותי ולאורך זמן ביחס הכיסוי חוב פיננסי ל-FFO ויחס הנזילות DSCR+CASH

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול בשיעור המינוף (LTV) כפי שהוא מתבטא ביחס החוב הפיננסי המותאם נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לתרחיש הבסיס
- פגיעה בנראות הדיבידנדים מהמוחזקות וגידול בסיכון האשראי שלהן
- השקעות בהיקפים מהותיים, תוך הגדלת החוב, בחברות בנות שאינן מניבות תזרימים

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (סולו), במיליוני ש"ח

2018	2019	2020	2021	H1 2021	H1 2022	
95	233	105	482	287	53	רווח נקי מיוחס לבעלי מניות החברה
394	290	553	627	520	631	יתרות נזילות (כולל תיק ני"ע)
84	116	73	219	100	98	דיבידנדים ותקבולים מחברות בנות
-	-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי מניות החברה
864	1,220	1,466	1,945	1,740	2,100	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות החברה
1,395	1,315	1,467	1,974	1,582	2,157	חוב פיננסי ברוטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שיפור בריכוזיות פרופיל האחזקות, אך עדיין קיימת תלות יחסית גבוהה בשווי ובתזרימים משתי אחזקות עיקריות, המאופיינות בסיכון אשראי מתון

תיק הנכסים של החברה, אשר שוויו נכון לספטמבר 2022 הוא כ-5.3 מיליארד ש"ח, (לעומת כ-3.5 מיליארד ש"ח למועד המעקב הקודם בספטמבר 2021) מורכב ברובו (80%) משלוש אחזקות ליבה: רבוע נדל"ן המהווה כ-36% משווי הנכסים, דור אלון המהווה כ-31% ואקסטרה ריטייל המהווה כ-13% משווי הנכסים. פרופיל שתי המוחזקות הראשונות מאופיין בסיכון אשראי מתון, גורם המחזק את דירוג החברה. מנגד, האחזקה השלישית מאופיינת בסיכון אשראי גבוה יותר, ובנוסף קיימת ריכוזיות יחסית גבוהה של שווי התיק ושל תזרים הדיבידנדים בשתי אחזקות הליבה הראשונות, על אף שבשנה האחרונה חל שיפור בריכוזיות שווי התיק לאור היקפי ההשקעות המשמעותיים שבוצעה החברה על מנת לגוון את תחומי פעילותה כפי שיפורט בהמשך. גורמים אלו מעלים את סיכון האשראי של אלון רבוע כחול.

רבוע נדל"ן פועלת בשני מגזרים בישראל: ענף הנדל"ן המניב, בדגש על מסחר, לוגיסטיקה ומשרדים, וענף ייזום הנדל"ן למגורים. נכון ליום 30.06.2022 לרבוע נדל"ן 115 נכסים מניבים כולל פרויקט BOT (חניון גבעון). נכסיה המניבים של החברה כוללים כ-308 אלף מ"ר שטחי השכרה וכ-130 אלף מ"ר שטחי חנייה. שיעור התפוסה של נכסי רבוע נדל"ן הינו יציב יחסית לאורך זמן, ועל פי נתוניה, עמד

על כ-96% ליום 30.06.2022. לאורך זמן חלה גם התמתנות החשיפה לשוכר בודד ושיפור פיזור השוכרים. בד בבד, חל גידול בחשיפה של רבוע נדל"ן לנכס עיקרי, קניין TLV, לאור עליה בשיעור האחזקה בקניין מ-50% ל-100% ב-1.1.2020.

דור אלון הינה השחקן הרביעי בגודלו בענף שיווק הדלקים בישראל עם מיצוב עסקי גבוה בענף, הנובע מנתח שוק משמעותי בתחנות הדלק בישראל, פריסה ארצית רחבה של כ-216 תחנות דלק (נתח של 17% מהשוק) בהפעלה עצמית שברובן חנויות נוחות. לדור אלון מותגים בולטים בתחום הקמעונאות וביניהם "דור אלון", "אלונית", "דורגז", "אמגזית", "am:pm", "Burgerim", "Moses" ו-"BBB". לדור אלון אסטרטגיה לפיתוח עסקי בתחומי האנרגיה, קמעונאות מזון והשבחת נדל"ן לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים וגיוון מקורות התזרים.

ב-16.08.2022 העלתה מידרוג את הדירוג של דור אלון מ-A3.il באופק יציב ל-A2.il באופק יציב. העלאת הדירוג נבעה מהשיפור במיצוב הפיננסי של דור אלון לנוכח שיפור בבסיס ה-EBITDA בשנת 2021, תוך הערכת מידרוג לתוצאות דומות בשנת 2022. כמו כן, דור אלון חתמה על הסכם מכר עם אופי.סי החזקות ישראל למכירת מלוא הזכויות בתאגידים המפעילים את תחנת הכוח בקריית גת בתמורה לסך של 535 מיליון ₪. מלוא תמורת המכירה צפויה להוביל להקטנת החוב הפיננסי ברוטו בשנת 2023, ולירידה ברמת המינוף. העלאת הדירוג של דור אלון משליכה לחיוב על הדירוג של חברת האם, אלון רבוע כחול, בהיבט סיכון אשראי של המוחזקות. חברת אקסטרה ריטייל גרופ בע"מ עוסקת בשיווק ומכירה של מוצרי הלבשה ("אופנת הלבשה") ומוצרים לבית ("אופנת בית", לרבות כלי מטבח, מוצרי טקסטיל ונוי לבית). החברה מחזיקה ב-12 מותגים, כדוגמת ורדינון, נעמן, אפרודיטה, בוניטה דה מאס, "GANT", "G-" ו-"STAR", "דיסני הום", "הום סטייל" ועוד, והיא מפעילה כ-290 חנויות נכון למועד הדו"ח.

אסטרטגיית השקעות הובילה מחד לפיזור וגיוון התיק, ומאידך לוותה בגידול בחוב

בשנתיים האחרונות החברה פעלה לגנון את תיק האחזקות שלה, לצד האחזקות המהותיות בדור אלון וברבוע נדל"ן, והשקיעה בשנים 2020 עד יוני 2022 סכום מצטבר של כ-800 מיליון ₪ בחברות בנות (הן באחזקות קיימות והן באחזקות בתחומים חדשים). הפעילויות העיקריות בהן החברה השקיעה:

השקעה של כ-260 מיליון ₪ בדור אלון וברבוע כחול נדל"ן.

השקעה של כ-315 מיליון ₪ בזרוע ייזום ופיתוח נדל"ן מניב בחו"ל תחת חברת אקסטרה ליווינג (לשעבר חברת "א.ר פיתוח וייזום בע"מ" - מוחזקת 100%), ההשקעה מבוצעת יחד עם שותפים מקומיים. כיום לחברת אקסטרה ליווינג שני נכסים מניבים בארה"ב: הראשון הוא Pepper Building בפילדלפיה - בנין Multi Family אשר כולל 184 יח"ד להשכרה, והשני הוא בנין ב-LaGrange בג'ורג'יה - בנין Multi Family אשר כולל 198 יח"ד להשכרה. בנוסף, לחברה 6 פרויקטים בפיתוח במספר מיקומים בארה"ב, ביניהם פלורידה וטקסס, אשר כוללים דיור להשכרה ומעונות סטודנטים. יצוין כי היקף השקעה המתוכנן של אלון רבוע כחול באקסטרה ליווינג הינו בהיקף מצטבר של כ-108 מיליון דולר (כולל הסכום שכבר הושקע) לצורך המשך השקעה בעסקאות הנ"ל, כך שבשנה וחצי הקרובות צפויה השקעה נוספת בהיקף של כ-50-60 מיליון ₪.

השקעה של כ-91 מיליון ₪ בתחנת הכח IPM באר טוביה בשיעור של כ-25% במישרין ובעקיפין (באמצעות חברת ג'י פי גלובל פאוור בע"מ - חברה ציבורית - והן באמצעות חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ - חברה פרטית). IPM באר טוביה מחזיקה ברישיון קבוע לתחנת כוח לייצור חשמל עם הספק של 451 מגה וואט. התחנה מבוססת טכנולוגיית טורבינות גז טבעי. בפברואר 2021 החלה ההפעלה המסחרית של תחנת הכוח. הכנסות התחנה נשענות על אסדרת זמינות קבועה. במסגרת ההפעלה המסחרית מספקת IPM כ-85% מההספק המותקן למנהל מערכת החשמל הארצית תחת הסכם לתקופה של 20 שנה, ויתרת ההספק נמכרת ללקוחות קצה באמצעות רשת החשמל. לתחנה הסכמים לרכישת גז עם חברת אנרג'יאן ישראל בע"מ, מאגר תמר ומאגר לווייתן. חברת סימנס, שלה ניסיון רב בתחום פרויקטי תחנות הכוח, מתפעלת ומתחזקת את תחנת הכוח. שווין הכלכלי של מניות טריפל אמ הוערך ע"י מעריך שווי בסכום של כ-198 מיליון ₪ נכון ל-30.6.2022. שווי ההחזקה במניות גלובל הוא כ-156 מיליון ₪.

השקעה של כ-30 מיליון ₪ בתחום המימון החוץ בנקאי - החברה רכישה כ-88% ממניותיה של חברת איסתרא פריפקט בע"מ, העוסקת במתן אשראי, בעיקר בדרך של פקטורינג. תיק האשראי ללקוחות של איסתרא נכון ליום 30.6.2022 עמד על כ-160 מיליון ₪, לעומת כ-40 מיליון ₪ בדצמבר 2021.

השקעה של כ-40 מיליון ₪ בתחום התחבורה הציבורית - החברה השקיעה ב-60% ממניותיהן של שתי חברות תחבורה ציבורית, אשר זכו בשני מכרזים להפעלת אשכולות תחבורה ציבורית: האחד בנתניה - החברה החלה להפעיל את אשכול התחבורה הציבורית בנתניה בחודש ינואר 2022. השני בצפון ירושלים - החברה צפויה להתחיל להפעיל את אשכול תחבורה ציבורית זה באוקטובר 2022.

החברה מימנה את השקעותיה באמצעות הגדלת החוב הפיננסי, אשר גדל מסך נטו של כ-1 מיליארד ₪ בסוף 2019 לסך של כ-1.5 מיליארד ₪ ב-30.6.2022. בשנתיים האחרונות מרבית השקעותיה החדשות של החברה אשר תוארו לעיל, טרם השיאו לחברה תזרימים משמעותיים. עם זאת, החברה צופה כי בשנה וחצי הקרובות יחלו גם ההשקעות החדשות להניב תזרימים. להערכת מידרוג, בשלב זה התזרימים מהשקעות חדשות לא יהיה משמעותי.

שיפור בהיקפי הדיבידנדים מהחברות המוחזקות העיקריות תומך בדירוג

לחברות המוחזקות העיקריות - רבוע נדל"ן ודור אלון - תזרימי מזומנים יחסית יציבים וטרק רקורד של חלוקת דיבידנדים עקבית לאורך שנים. לרבוע נדל"ן מדיניות לחלוקה של עד 75% מהרווח הנקי, ולאורך השנים 2019-2021 חילקה במוצק כ-35% מהרווח הנקי. לדור אלון אין מדיניות מוצהרת של חלוקת דיבידנד, עם זאת היא חילקה לאורך השנים 2019-2021 כ-50% במוצק מהרווח הנקי.

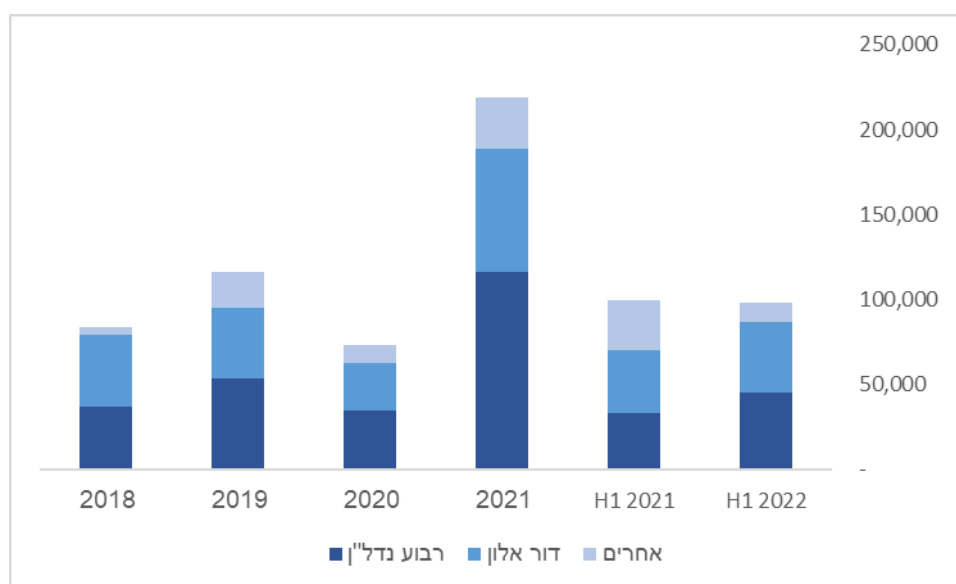
רבוע נדל"ן מאופיינת ברמת מינוף סבירה - חוב נטו ל-CAP נטו של כ-49% ב-30.6.2022. דור אלון מאופיינת גם היא ברמת מינוף הולמת את הדירוג שלה (A2.il באופק יציב), כאשר החוב הפיננסי שלה צפוי לרדת בשנים 2022-2023 לנוכח מכירת תחנת כוח בקריית גת כאמור לעיל. נציין כי על דור אלון ורבוע נדל"ן חלות מספר אמות מידה פיננסיות למול המממנים ושתייהן עומדות במרווח מספק מאמות המידה.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023, היקף הדיבידנדים שתחלק רבוע נדל"ן הוא כ-180 מיליון ₪ בשנה (חלוקה 100% ע"י רבוע נדל"ן). חלוקת דיבידנדים זו נתמכת ב-FFO בהיקף צפוי של כ-240-230 מיליון ₪ בשנת 2022 נוכח גידול צפוי בפעילות הנדל"ן המניב של החברה. בשנים האחרונות חלה עליה בהיקף ה-FFO מסך של כ-106 מיליון ₪ בשנת 2018 לסך של כ-193 מיליון ₪ ב-2021. הגידול נבע, בין היתר, כתוצאה מעליה משיעור אחזקה של 50%-ל-100% בנכס העיקרי של החברה, קניין TLV בתל אביב וכן מגידול בפעילות החברה.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023, דור אלון צפויה לחלק דיבידנדים בהיקף של כ-100 מיליון ₪ בשנה (חלוקה 100% דור אלון). יצוין כי בשנת 2021 חילקה דור אלון דיבידנד בסך 100 מיליון ₪, כאשר היקף חלוקה זה גבוה ביחס לשנים קודמות (ב-2018-2020 חולק סך ממוצע של כ-50 מיליון ₪ בשנה). בהערכתנו לגבי רווחי דור אלון והיקף הדיבידנדים שהיא תחלק, מידרוג הביאה בשנות התחזית שיפור בפרמטרים הפיננסיים וגידול בפעילות, בדגש על גידול בפעילות קמעונאות המזון, וכן מכירה של תחנת הכוח בקריית הגת וקבלת התקבולים בגינה בתחילת שנת 2023. בנוסף, מידרוג צופה תקבולים בהיקף של כמה מיליוני ₪ לאחר תרחישי רגישות בכל אחת מהשנים 2022-2023 מתחנת הכוח IPM באר טוביה..

בהתאם לאמור לעיל, מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי היקף הדיבידנדים השנתי הצפוי לחברה מהמוחזקות יעמוד בשנות התחזית 2022-2023 בטווח של 190-200 מיליון ₪ בשנה (חלוקה של החברה). להערכת החברה עצמה, היקף הדיבידנדים הצפוי מהמוחזקות יעמוד בשנים 2022-2023 בטווח של 220-240 מיליון ₪ בשנה. יצוין כי בהערכות מידרוג לגבי היקף הדיבידנדים הצפוי מהמוחזקות נלקחו תרחישי רגישות.

תרשים 1: התפלגות תקבולים מהמוחזקות המהותיות (2018-2022) - חלקה של רבע כחול, באלפי ₪



גמישות פיננסית בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. השלמת היערכות לקראת תשלום חוב הבולט בשנת 2023

החוב הפיננסי ברוטו של החברה (סולו) ליום 30.06.2022 עמד על כ-2,157 מיליון ₪ (כולל כ-120 מיליון ₪ הלוואה מחברת האם), ולצד זאת לחברה יתרת נזילות ליום 30.6.2022 של כ-630 מיליון ₪ הכוללת יתרת תיק ני"ע של כ-375 מיליון ₪. לפיכך, החוב נטו הוא כ-1,526 מיליון ₪.

ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג, החוב הפיננסי נטו של החברה צפוי להיוותר יחסית יציב ולהסתכם בסך של כ-1,550 מיליון ₪ בסוף שנת 2023. היקף ה-FFO שתייצר החברה בשנים 2022-2023 צפוי לעמוד בטווח של 95-110 מיליון ₪ בשנה, מעט גבוה יותר מסך של כ-90 מיליון ₪ בשנת 2021 (להערכת החברה היקף ה-FFO שלה צפוי לעמוד בטווח של כ-130-170 מיליון ₪ בשנים 2022-2023, כאשר הוא כולל קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות בהיקפים גבוהים יותר ממה שהעריכה מידרוג). כמו כן, מידרוג אינה כוללת בחישוב ה-FFO פרעונות חד פעמיים של הלוואות שניתנו לחברות מוחזקות לז"ק. יחס החוב הפיננסי המותאם נטו ל-FFO צפוי לעמוד להערכת מידרוג על טווח של כ-14.5-16.5 בשנות התחזית, לעומת כ-16 בשנת 2021.

תרחיש הבסיס של מידרוג למקורות ושימושים העיקריים הצפויים בשנים 2022-2023:

מקורות עיקריים: דיבידנדים ופרעונות הלוואות שניתנו לז"ק לחברות מוחזקות בהיקף של כ-225-255 מיליון ₪ בשנה, גיוס חוב נטו (לאחר פרעונות) בהיקף של כ-300 מיליון ₪ ב-2022 וכ-30 מיליון ₪ ב-2023. סה"כ מקורות ב-2022 - 550 מ' ₪, ב-2023 - 260 מ' ₪. **שימושים עיקריים:** הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-25 מ' ₪ בשנה, תשלומי ריבית בסך של כ-60-70 מ' ₪ בשנה, השקעות בחברות מוחזקות בסך של כ-270 מיליון ₪ ב-2022 וכ-65 מיליון ₪ ב-2023. סה"כ שימושים ב-2022 - 420 מ' ₪, ב-2023 - 150 מיליון ₪. עודף המקורות על שימושים עומד ב-2022-2023 על כ-100-140 מיליון ₪ בשנה.

יחס שירות החוב DSCR, שהינו היחס בין התקבולים מדיבידנדים מהחברות המוחזקות, בניכוי הוצאות מטה, לבין שירות החוב לפני מיחזור חוב (מורכב מקרן + ריבית), צפוי לעמוד להערכת מידרוג בשנים 2022-2023 על טווח של 0.2-0.5 בשנה, זאת בדומה ליחס שרשמה החברה בשנים קודמות. מאחר והדיבידנדים מהחברות המוחזקות לא מכסים את שירות החוב, החברה למעשה משתמשת ביתרות הנזילות שלה וכן ממחזרת חוב על מנת לפרוע את החוב הקיים. אנו רואים בחיוב את היערכות החברה שהושלמה לקראת תשלום פרעון חוב בודד (bullet) בחודש יוני 2023 בהיקף מהותי בסך של כ-675 מ' ₪ באג"ח סדרה ד'.

כך, בתחילת חודש ספטמבר 2022 ביצעה החברה גיוס אג"ח חדשות בדרך של הרחבת סדרות ו' ו-ז' בהיקף כולל של כ-540 מיליון ש"ח. ב-29.9.2022 בוצע פרעון מוקדם חלקי לאג"ח סדרה ד' בהיקף של 400 מיליון ש"ח (פרעון סופי לסדרה זו צפוי ב-30.6.2023 כאשר טרם הפרעון המוקדם הערך הנקוב של הסדרה עומד על כ-675 מיליון ש"ח). לאחר תשלום חוב הבולט ולאור הגיוסים הצפויים, בשנים הבאות לחברה צפויים היקפי פרעונות אג"ח שנתיים בטווח של 400-450 מ' ש"ח בכל אחת מהשנים 2024-2026 וכ-140 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2027-2029.

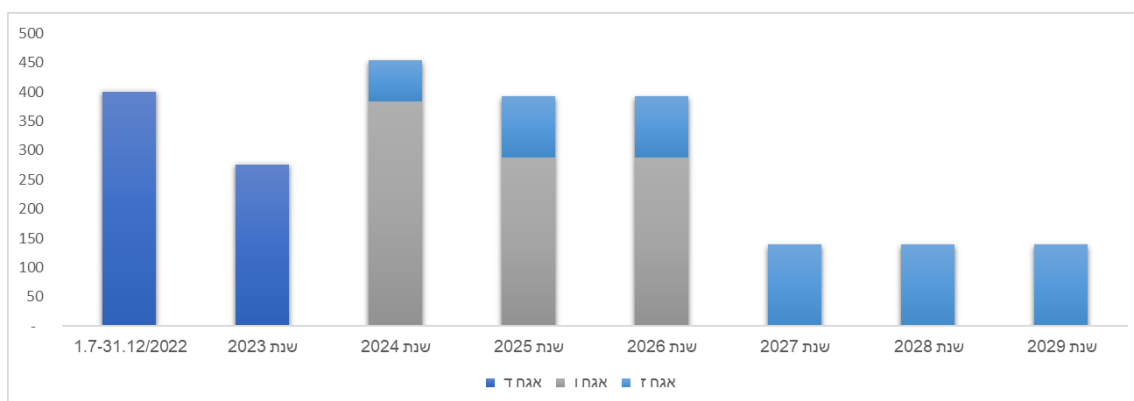
מידרוג מודדת את נזילות החברה באמצעות יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH), אשר ליום 31.12.2021 עמד על כ-2.8 ומצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית. בתרחיש הבסיס של מידרוג היחס צפוי לעמוד על טווח של כ-2.5-1.0 בשנים 2022-2023 (הטווח העליון מתייחס לשנת 2023 לאחר פרעון שארית תשלום הבולט).

יחס כיסוי הריבית (ICR), שהינו היחס בין תקבולי הדיבידנדים בניכוי הוצאות המטה לבין תשלומי הריבית, צפוי לנוע בטווח של 2.4-2.7 בשנים 2022-2023 (בשנת 2021 היחס עמד על כ-2.3) והינו בולט לשלילה ביחס לרמת הדירוג.

שיעור המינוף (LTV) של החברה, כפי שהוא נבחן ביחס בין החוב הפיננסי המותאם נטו לבין שווי תיק הנכסים של החברה (אשר מורכב מאחזקה במניות סחירות ולא סחירות), בולט לטובה ביחס לדירוג. להערכת מידרוג, ה-LTV צפוי לנוע בטווח של 35%-37% בשנים 2022-2023, כאשר בהערכת שיעור המינוף לעיל מידרוג ביצעה תרחישי רגישות על שווי של המניות, הן הסחירות והן שאינן סחירות.

לחברה גמישות פיננסית בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג. הגמישות הפיננסית נשענת על מרכיב יחסית גבוה של אחזקות סחירות ואיכותיות יחסית (כ-75% משווי אחזקות החברה), וכן על שליטה בשיעור משוקלל של מעל 70% בחברות המוחזקות (לאחר תרחישי רגישות של מידרוג). לחברה היקף משמעותי של נכסים חופשיים משעבוד - כ-1.8 מיליארד ש"ח - אשר מקנים לה אפשרות לקחת מימון נוסף במידת הצורך ומשפרים את הגמישות הפיננסית של החברה. החברה עומדת במרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות הקיימות.

תרשים 2: לוח סילוקין של קרן האג"ח במיליוני ש"ח ל-30.06.2022 *



* הפרעון במחצית השניה של 2022 כולל פרעון חלקי מוקדם של אג"ח סדרה ד' בהיקף של 400 מיליון ש"ח בהתאם לדיווחי החברה.

מדיניות פיננסית ברת חיזוי, ומנגד הגדלת פורטפוליו המוחזקות באמצעות עסקאות המלוות בהגדלת היקפי החוב

מדיניותה הפיננסית של החברה היא יציבה. מחד, הנחות תרחיש הבסיס הן שהחברה אינה מחלקת דיבידנד לבעלי מניותיה, דבר הנתמך גם ב-Track Record להיעדר חלוקה. מנגד, החברה מבצעת עסקאות המלוות בגידול בהיקף החוב כחלק מאסטרטגיית הרחבה וגיוון פורטפוליו נכסי החברה. בשלב זה להערכתנו עסקאות אלו עודן תומכות ברמת המינוף ובקיבולת הדירוג. לאורך זמן מידרוג תמשיך לבחון את מדיניותה הפיננסית של החברה, בדגש על האיזון בין בעלי המניות לבעלי החוב.

להערכתנו, קיימת מעורבות ושלטיה גבוהות של הנהלת החברה בחברות הבנות, תוך שהחברה עוסקת בהתוויית האסטרטגיה התפעולית והמימונית של החברות המוחזקות וההשבחה של הפעילויות השונות והפיתוח העסקי שלהן, גורם חיובי התומך בשליטת החברה במוחזקות.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

לחברה חשיפה לסיכוני סביבה בעקבות אחזקותיה בחברת דור אלון. הכנסות דור אלון חשופות במידה רבה לשימוש בדלקים מזהמים, למגמת המעבר מדלקים פוסיליים מזהמים לאנרגיות מתחדשות ולשימוש הגובר בגז טבעי, זאת לצד מגמת המעבר לרכבים חשמליים. כמו כן, חשופה דור אלון לסיכונים סביבתיים כתוצאה מאופי פעילותה, וכן לסיכונים משפטיים בקשר עם איכות הסביבה. נציין כי דור אלון נוקטת בצעדים שונים הממתנים סיכונים אלו. לדור אלון ממונה בתחום איכות הסביבה וממונה בטיחות האחראים במסגרת תפקידיהם על ביצוע הדרכות שוטפות בקרב עובדי החברה.

שיקולי חברה אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. לחברה חשיפה בינונית לסיכוני ממשל תאגידי מאחר וכיום בעל השליטה הינו גם מנכ"ל החברה. עם זאת, החברה פועלת למציאת מנכ"ל כפי שהיה בעבר.

מטריצת הדירוג

מיליוני ₪		ליום 30.06.2022		תחזית מידרוג	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה [1]	ניקוד
פרופיל תיק האחזקות	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	---	A.il	---	A.il
	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות חלוקת דיבידנדים	---	A.il	---	A.il
	מאפייני ריכוזיות התיק	---	A.il	---	A.il
	חוב פיננסי מותאם / שווי נכסים מותאם	38%	A.il	35%-37%	A.il
פרופיל פיננסי	ICR	2.3 [2]	A.il	2.4-2.7	A.il
	חוב פיננסי מותאם / FFO	16.1 [2]	Baa.il	14.5-16.5	Baa.il
	גמישות פיננסית	---	Aa.il	---	Aa.il
	DSCR+CASH	2.8 [2]	Aa.il	1.0-2.5	A.il-Aa.il
	מדיניות פיננסית	---	A.il	---	A.il
דירוג נגזר		A2.il			
דירוג בפועל		A2.il			

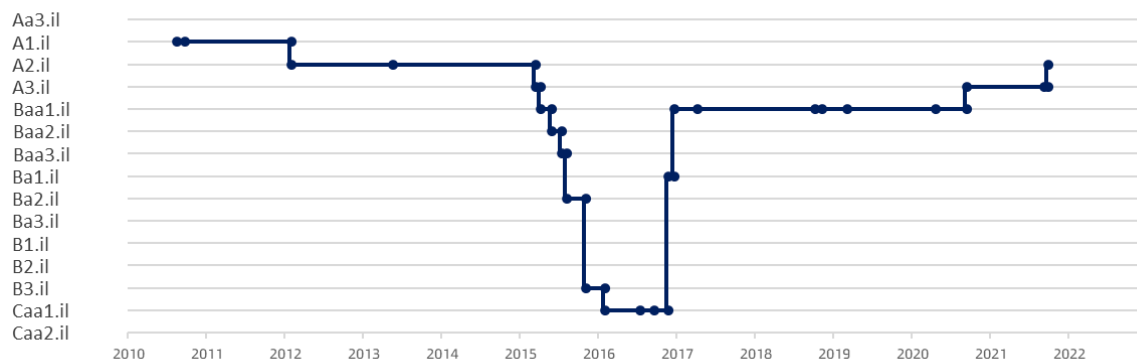
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למונחים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] הנתון לשנת 2021 ולא ל-30.6.2022.

אודות החברה

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ הינה חברת אחזקות פרטית (החל מחודש ספטמבר 2016) המוחזקת בבעלות מלאה בידי מר מוטי בן משה באמצעות חברה פרטית, אקסטרה אחזקות ישראל בע"מ. בחודש ספטמבר 2016 השלימה החברה הסדר חוב עם נושיה שכלל בין השאר שינוי תנאי החובות והזרמת מקורות מצד בעל השליטה החדש. אחזקותיה העיקריות של החברה הן אחזקה בשיעור של 56.3% ברבוע כחול נדל"ן בע"מ, אחזקה בשיעור של 82.73% בדור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ, אחזקה בשיעור של כ-25% במישרין ובעקיפין ב-IPM תחנת הכוח בבאר טוביה, אחזקה בשיעור של 100% באקסטרה ריטייל גרופ בע"מ, אחזקה בשיעור של 60% בשתי חברות תחבורה ציבורית, אחזקה בשיעור 100% בחברת אקסטרה ליווינג בע"מ, אחזקה בשיעור של כ-88% בחברת איסתר פריפקט בע"מ ואחזקה בשיעור של 100% בחברת אקסטרה לוגיסטיקה בע"מ. מנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון שלה הוא מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - מאי 2020](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

03.10.2022	תאריך דוח הדירוג:
22.09.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
10.08.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלון רבוע כחול ישראל 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 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 וככאלה 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>