

להב אל.אר. רילאסטטיט בע"מ

מעקב | יוני 2023

אנשי קשר:

תמיר שרמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

Tamir.s@midroog.co.il

שירן פימא, רו"ח

ראשת צוות, מעריכת דירוג משנית

Shiranfh@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות ב', ג'

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ (להלן: "החברה") מ- A3.il ל- A2.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. כמו כן מידרוג קובעת דירוג מנפיק זהה לחברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1360072	A2.il	יציב	01.02.2026
ג'	1193341	A2.il	יציב	10.07.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

- העלאת הדירוג הינה לאור שיפור בפרופיל העסקי ושיפור בפרופיל הפיננסי של החברה כתוצאה מגידול בהיקפי הפעילות תוך שמירה על רמת מינוף בולטת לחיוב. עם היקף מאזן מותאם של 2.4-2.6 מיליארד ₪ ופיזור עסקי רחב יחסית, לחברה שיעור מינוף מותאם חוב נטו ל- CAP נטו בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג הצפוי לנוע בטווח 53%-57% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. היקף ה- FFO המותאם צפוי להסתכם בשנת 2023 בטווח 100-110 מ' ₪ לעומת כ- 90 מ' ₪ בשנת 2022, הגידול צפוי בעקבות רכישת פורטפוליו נכסים בגרמניה, גידול בפעילות הסולארית, איחוד מפעל וקבלת דיבידנד מדלק ישראל ומדלק נכסים בהיקף של 25-35 מ' ₪. במקביל לגידול בהיקף הפעילות, החברה הגדילה את החוב הפיננסי המותאם בשנתיים האחרונות אולם יחס הכיסוי של החברה נותר מהיר לרמת הדירוג, עם חוב הפיננסי נטו ל- FFO הצפוי להסתכם בטווח של 10-12 שנים.
- עיקר נכסי החברה הם בתחום הנדל"ן המניב למסחר בגרמניה המהווה כ- 57% מהיקף המאזן המותאם ל-31.03.2023. פעילות זו תורמת ליציבות סביבת פעילותה שכוללת ברובה החזקה במרכזים מסחריים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שסביבם. פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה מתבצעת במישרין ובעקיפין באמצעות החזקות מהותיות בתאגידים מקומיים (בדרך כלל חברות או שותפויות הרשומות במדינות הפעילות ולהם הבעלות בנכסים). בבעלות החברה 80 נכסי נדל"ן קמעונאיים בגרמניה אשר מושכרים בעיקר לשוכרי עוגן בתחום הקמעונאות בשכירות ארוכת טווח. נכסי החברה מפוזרים לאורך גרמניה על פי רוב בשולי ערים מרכזיות, עם שיעורי התפוסה גבוהים של כ-96% ומח"מ שכירויות ארוך של כ-8 שנים בממוצע.
- נדבך נוסף בפעילות החברה הינו תחום האנרגיה המתחדשת הכולל הקמה והפעלה של מתקנים סולאריים קטנים ובינוניים בעיקר בישראל, שמאופיין ביציבות וודאות רגולטורית. פעילות החברה בתחום זה צפויה לגדול משמעותית בישראל ובאירופה בשנים הקרובות ולהוות מנוע צמיחה משמעותי לחברה. לצד זאת, החברה מחזיקה בדלק ישראל (40%) ובדלק נכסים (39%) הפועלות בעיקר בתחום הדלקים וחנויות הנוחות בישראל ופיתוח נדל"ן מסחרי בשטחי תחנות הדלק וכן במפעל הפועל בתחום פינוי וטיפול באשפה. אחזקות נוספות אלו תורמות לפיזור מגזרי הפעילות ומקורות התזרים של החברה, אך הן חושפות את פעילותה לסיכונים תפעוליים ורגולטוריים שאינם אופייניים לענף הנדל"ן המניב.
- היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית. אולם, היחס בין החוב המובטח לנדל"ן להשקעה, הצפוי לעמוד בטווח 55%-58% בהתאם להערכת מידרוג, מאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות מימון מחדש על

¹ הנתונים הפיננסיים המותאמים המוצגים בדוח זה הם לאחר התאמות מידרוג הכוללות בין היתר איחוד יחסי של חברות נכס הנרשמות לפי שווי מאזני בדוחותיה הכספיים של החברה. חברות כלולות אחרות ובעיקרן דלק נכסים ודלק ישראל לא אוחדו על ידי מידרוג באיחוד יחסי.

הנכסים. לחברה הלוואה בנקאית מובטחת במניות דלק ישראל ודלק נכסים הנושאת אמות מידה פיננסיות בקשר עם היקף החוב והרווחים של שתי אחזקות אלו, אשר חושפת את החברה במישרין לחוסן פעילות.

- עומס פרעונות האג"ח בחברה מתון בשנים הקרובות. יצוין, כי לחברה ישנו פירעון תשלום בולט של כ- 180 מ' ש' בשנת 2028. עם זאת, היקף הבולט ביחס לחוב החברה נמוך יחסית ולצד יתרות נזילות גבוהות, גמישות פיננסית ונגישות לשוק ההון מתמתן הסיכון למימון מחדש. החברה הציגה בפני מידרוג מדיניות לשמירת יתרות נזילות לשנים הקרובות בהיקף שלא יפחת מסכום שירות חוב אג"ח (קרן וריבית) לשנה מראש.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, מהלכים שביצעה החברה לאחר 31.12.2022 לרבות גיוס סדרה ג' בהיקף של 235 מ' ש' (גיוס בפועל בינואר 2023) והשקעת הון של קבוצת מור בהיקף של כ- 38.5 מ' ש' (התקבל בפועל ביוני 2023), רכישת נכסים חדשים בגרמניה, השקעה בלהב אנרגיה ירוקה, השקעה בתחום פינוי הפסולת ותחנות המעבר, אמורטיזציה שוטפת של החוב, תזרים מפעילות שוטפת, מכירת נכסים בגרמניה וחלוקת דיבידנד (חולק בפועל באפריל 2023). כמו כן, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תקבולי דיבידנד מדלק ישראל ודלק נכסים. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר באשר לשווי נכסי הנדל"ן להשקעה ולהכנסות מהשקעות חדשות הן מגרמניה והן מהאנרגיה סולארית.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון כגורמי סיכון את מבנה האחזקות של החברה, כך שבמרבית הפעילות מחזיקה החברה יחד עם שותפים, אף שבחלק משמעותי מהנכסים בגרמניה היא מחזיקה בשיעור החזקה גבוה בנכסים. להערכת מידרוג, חשיפה לשותפים יכולה להשליך לשלילה על פרופיל סיכון החברה, אולם סיכון זה מתמתן לאור שותפות ארוכת שנים עם שותף מרכזי בפעילות, ולאור שמירת יכולתיה התפעוליות בנכסים ומהדומיננטיות של להב בניהול ובעסקאות. בנוסף, פעילות החברה נפרשת על פני מספר תחומים שונים זה מזה, אשר מידת הסינרגיה ביניהם אינה גבוהה ונדרשת הוכחת מיקוד וסינרגיה לאורך זמן.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרת אג"ח ב' המובטחת בשעבוד זכויות החברה בחברות כלולות Langen ו-Malone בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). בהתאם לבחינה, נמצא כי איכות הבטוחה אינה מאופיינת על ידי מידרוג כ-"חזקה", על מנת לקבוע הטבה דירוגית לאגרות החוב סדרה ב' היות והבטוחה אינה מהווה שעבוד ראשון על נכסי הנדל"ן של החברה.

דירוג החברה הושפע לשלילה ממבנה החוב של החברה, הכולל אגרות חוב תאגידיות בסך של כ- 280 מ' ש' לצד קיום של חוב מובטח ותאגידי בחברות הקבוצה: דלק ישראל, דלק נכסים ולהב אנרגיה ירוקה למול מגבלות על חלוקת דיבידנדים בחלק מהאחזקות, מייצר נחיתות מבנית של האג"ח בחברה ביחס לחוב בחברות הקבוצה. נחיתות זה ממותנת במידה מסוימת לאור פיזור האחזקות ומעורבות גבוהה בחברות הקבוצה לצד מינוף מתון ויתרות נזילות גבוהות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג להמשך יציבות תפעולית בנכסים ותזרים מפעילות שוטפת, לצד צמיחה בפעילות החברה, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים, ושמירה על יתרות נזילות הולמות לצורך שירות אגרות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך עליה בהיקפי פעילות החברה והחברות המוחזקות, בדגש על הנבת הפעילות הפוטו-וולטאית המצויה בהקמה, הגידול הצפוי בתיק הנכסים המניבים בגרמניה והמשך דיבידנדים מהחברות הכלולות
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית, בדגש על היקף הנכסים הבלתי משועבדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית ומתמשכת ביחס המינוף וביחס הכיסוי של החברה
- מדיניות חלוקת דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ואיתנותה הפיננסית של החברה

להב אל. אר. רילאסטייט בע"מ: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד מורחב), במיליוני ₪²

31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/03/2022	31/03/2023	
1,180	1,418	2,063	1,484	2,438	סך מאזן
530	608	851	673	1,267	חוב פיננסי ברוטו
41	119	115	169	251	נזילות
575	759	972	762	961	הון מיוחס
45%	38%	41%	39%	50%	חוב נטו / CAP נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בגרמניה תומכת ביציבות סביבת הפעילות של החברה**

החברה מחזיקה בעקיפין ו/או במישרין בכ- 80 מרכזים מסחריים ברחבי גרמניה אשר ברובם הינם מרכזים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שסביבם, וכוללים על פי רוב רשתות מתחומי הסופרמרקט ו-"עשה זאת בעצמך". גרמניה מדורגת ע"י Moody's בדירוג Aaa באופן יציב³. בשנת 2022 הכלכלה הגרמנית המשיכה להתאושש ממשבר הקורונה וצמחה בשיעור של כ- 3.0%. עם זאת, ברבעון ראשון של שנת 2023 שיעור צמיחת התמ"ג היה שלילי ועמד על -0.3% וזאת לאחר ירידה נוספת ברבעון הקודם בשיעור של -0.5%, רצף ירידות בשיעור צמיחת התמ"ג של שני רבעונים מוגדר כמיתון, מדובר על הירידה החדה ביותר שנרשמה בתוצר הגרמניה משנת 2009, בחישוב שנתי התוצר הגרמני ירד ב- 2.3%. האינפלציה עלתה בשיעור כולל של 8.6% (נכון למאי 2023 שיעור האינפלציה עומד על כ- 6.1%). שוק העבודה נותר חזק, בדומה למגמה בשאר העולם, שיעור האבטלה נותר יציב ונמוך ברמה של כ- 5.6% נכון למאי 2023. שוק הנדל"ן בגרמניה הינו מהגדולים באירופה עם שווי נכסים של כ- 800 מיליארד אירו. היקף העסקאות בגרמניה בשנת 2022 היה כ- 65.8 מיליארד אירו, נמוך בכ- 69% בהשוואה לשנת 2021 שהיה בהיקף של 111 מיליארד אירו. שוק הנדל"ן בגרמניה נחשב לשוק יחסית ביחס לשאר מדינות האיחוד. כמו כן, שוק הנדל"ן בגרמניה הציג יציבות הן במחירי הנכסים והן בדמי השכירות לאורך השנים. מאידך, צפויים אתגרים בשנים הקרובות לחברות נדל"ן באירופה לאור כך שהבנק המרכזי באירופה העלה את הריבית בשיעור של 3.75% מרמה אפסית נכון למאי 2023. לפי סקירת Moody's, עליית הריבית גורמת להרעה באיכות האשראי של חברות הנדל"ן האירופאיות. הביצועים התפעוליים אינם מראים הרעה משמעותית, אך, תחזית הביצועים נחלשה בשל פעילות כלכלית חלשה יותר. להערכת Moody's, תהיינה ירידות ערך בנדל"ן באירופה בטווח של 12-18 חודשים הקרובים עקב העלאות הריבית והתגברות אי הוודאות הכלכלית⁴.

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, זאת לצד ירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה בעשור האחרון, הנובעים בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות בעולם המערבי קבעו יעדי ייצור שאפתניים באנרגיות מתחדשות ומעודדות ייצור חשמל נקי באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית.

² המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידורג לדוח כספי מורחב שפורסם ע"י החברה, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

³ Germany Credit Opinion – 14 Feb 2023 by Moody's

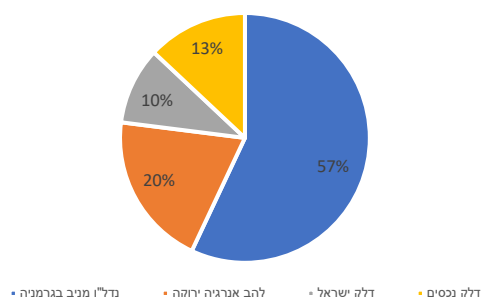
⁴ Real Estate – "Credit quality erosion to continue as refinancing becomes more difficult" – by Moody's June 2023

החברה מחזיקה 65% בחברת מפעל הפועלת בתחום של איסוף ופינוי פסולת. ענף שירותי הפסולת בישראל, מאופיין ע"י מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, כאשר הסיכון הכרוך בפעילות בענף זה משתנה לאורך המקטעים השונים בשרשרת הערך, ותלוי במידה רבה ברמת התחרות ומידת החשיפה לרגולציה ממשלתית בכל מקטע. יש לציין כי לצד הסיכון, הרגולציה מהווה מנוע צמיחה בענף, כאשר המשרד להגנת הסביבה מעודד פיתוח של פתרונות לטיפול בפסולת בעיקר בתחומי המחזור וההשבה.

בנוסף, החברה מחזיקה 40% מהון המניות של "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ ("דלק ישראל"), הפועלת בתחום שיווק דלקים קמעונאי וסיטונאי בישראל ובתחום חנויות הנוחות במתחמי התדלוק. ענף הדלקים בישראל מאופיין בביקושים יציבים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית לצד תחרות גבוהה המתמקדת במחיר המכירה, ברגולציה ובצרכי השקעה גבוהים. מידרוג מעריכה כי בטווח הבינוני חוסנו של ענף שיווק הדלקים הקמעונאים נתון לאיומים מצד הרכב החשמלי. קצב החדירה של הרכב החשמלי צפוי לעלות בשנים הקרובות ולהוות נתח משמעותי ממסירות רכבים חדשים. האיום הנובע מכך על תחנות הדלק אינו ניתן לכימות במידת וודאות גבוהה בשל כך אך מביא לעלייה בסיכון הענפי.

פעילות החברה צפויה לגדול ולהתרחב בשנים הקרובות, בעיקר באמצעות רכישת נכסים מניבים נוספים בגרמניה וגידול בפעילות האנרגיה הסולארית; הפרופיל העסקי של החברה נתמך בנכסי החברה שעיקרם בגרמניה

תרשים 1: פילוח נכסי החברה על בסיס מאזן מורחב 31.03.2023



מקור: דוחות החברה. עיבוד: מידרוג

פעילות החברה נפרשת על פני 4 תחומי פעילות בהם היא פועלת ישירות באמצעות חברות בנות ובעיקר חברות כלולות: תחום נדל"ן מניב בגרמניה ובישראל, תחום אנרגיה מתחדשת, תחום איסוף ופינוי פסולת ותחום מוצרי דלק וקמעונאות בישראל. בתחום נדל"ן מניב בגרמניה פועלת החברה בעיקר באחזקת נכסים נדל"ן מניב בגרמניה בשיעור שבין 50% ועד 100% (שיעור הממוצע המשוקלל הינו כ- 72%). להנהלת החברה ניסיון ו-וותק בתחום הנדל"ן המניב והאנרגיה הירוקה, המהוות את ליבת פעילות החברה.

על בסיס דוחות כספיים "מאוחדים מורחבים" שמציגה החברה בדוח הדירקטוריון⁵, היקף מאזן מאוחד מורחב ליום 31.03.2023 הסתכם בכ- 2.4 מיליארד ₪, מכך כ- 57% מיוחס לשווי נדל"ן להשקעה בגרמניה (חלק החברה), כ- 20% מיוחס לנכסי להב אנרגיה ירוקה לרבות האחזקה במפעל ואילו יתר הנכסים מיוחסים לאחזקה בדלק ישראל (כ- 10%) ולדלק נכסים (כ- 13%). יש לציין עוד כי פעילות הנדל"ן המניב בישראל מצויה בזיקה גבוהה לפעילות הדלקים בהיותה נשענת בעיקר על השכרת נכסים לדלק ישראל. פעילות הנדל"ן המניב בגרמניה היותה את החלק הארי ברווח גולמי של החברה לפי דוח מאוחד מורחב לשנת 2022 (65% מסך הרווח הגולמי ל- 31.12.2022) ואילו פעילות האנרגיה הירוקה (ללא מפעל) מהווה כ- 17% מהרווח גולמי. שתי פעילויות אלו צפויות להציג צמיחה בשנה-שנתיים הקרובות ע"י המשך רכישת נכסים והשקעות חדשות. פעילות האנרגיה בפרט צפויה להגדיל את חלקה היחסי במונחי נכסים והכנסות לאור הצמיחה הצפויה בשנים הקרובות בכושר הייצור המותקן של להב אנרגיה ירוקה ולאור הנבה מהפעילות בתחום טיפול בפסולת שנרכשה בשנת 2022. פיזור מגזרי הפעילות של החברה לרבות פיזור גאוגרפי בין ישראל וגרמניה מהווים גורם חיובי בפרופיל סיכון האשראי.

במגזר המרכזים המסחריים בגרמניה, נכון ליום 31.12.2022, החברה מחזיקה, לרוב ביחד עם שותפים ולרבות באמצעות שותפויות, בכ- 80 מרכזים מסחריים ברחבי גרמניה שממוקמים בערים מרכזיות כגון: ברלין, פרנקפורט, מינכן, שטוטגרט, קלן והמבורג, אשר ברובם הינם מרכזים שכונתיים המשרתים את צרכים בסיסיים יחסית של האוכלוסייה המקומית שסביבם, וכוללים על פי רוב רשתות מובילות מתחומי הסופרמרקט ו-"עשה זאת בעצמך". נכסים אלו הניבו הכנסה תפעולית (NOI) בסך כ- 49 מ' ₪ (חלק החברה) בשנת

⁵ מאזן שבו החברה מאחדת באופן יחסי את נכסיה בגרמניה והפעילויות דלק ישראל ודלק נכסים עדיין מוצגות כחברות כלולות.

2022 וצמיחה של כ- 2% בהכנסה תפעולית מנכסים זהים. להערכת החברה, דמי השכירות בנכסי החברה בגרמניה גוזרים עומס שכירות נמוך יחסית להיקף הפדיונות, זאת בהלימה לפרופיל הפעילות של השוכרים וכמקובל באזורי הפעילות של החברה.

מח"מ החוזים הינו בד"כ לתקופות ארוכות, וזאת כחלק מאסטרטגיית החברה הפועלת להתמקד בשוכרים לטווח ארוך. כך, ליום 31.12.2022, מח"מ החוזים המשוקלל מסתכם בכ- 8.4 שנים. שיעורי התפוסה בנכסים בשנים האחרונות עמדו בטווח 97%-93%, כאשר ליום 31.12.2022 שיעור התפוסה המשוקלל הינו כ- 96%. לחברה פוזר נכסים טוב, כאשר פורטפוליו ששת הנכסים העיקרי המושכר ל-Decathlon הממוקמים ברחבי גרמניה ב- 6 ערים שונות מהווה כ- 10% מסך שווי הנכסים בגרמניה. שלושת הנכסים העיקריים מהווים 15% מסך שווי הנכסים. הניהול השוטף של נכסי הנדל"ן המניב בגרמניה מבוצע על ידי חברת ניהול חיצונית.

כמו כן, החברה פועלת בנדל"ן מניב בישראל באמצעות אחזקה של כ- 39% בדלק נכסים (ד.פ.) בע"מ ("דלק נכסים") העוסקת ברכישה, השבחה, ייזום, ניהול ופיתוח של נדל"ן בשימוש עיקרי של מתחמי תדלוק הכוללים, תחנות דלק, חנויות נוחות ושימושים נלווים כגון: שירותי רחיצה, שירותי רכב והסעדה וכן פועלת להשבחת והרחבת נכסי נדל"ן מניב ונדל"ן למגורים. בבעלות דלק נכסים כ- 60 נכסים, מתוכם 55 מתחמי תדלוק בהן השוכרת העיקרית היא החברה האחות דלק ישראל. דלק נכסים נכנסה לתחום פעילות השבחת נדל"ן לפיתוח נכסים מניבים ושינוי ייעוד למגורים ובחודש פברואר 2022 השלימה ביחד עם חברת אזורי עסקה לרכישה בחלקים שונים של מקרקעין ברחוב המסגר בתל אביב בשטח כולל של כ- 3.87 דונם לצורך ייזום מגדל בשימוש מעורב למסחר, תעסוקה ומגורים בשטח כולל של כ- 50 א' מ"ר. תמורת הנכס שילמו דלק נכסים ואזורי כ- 390 מ' ש, חלקה של דלק נכסים מחצית מכך. מידרוג מעריכה כי בהתאם לאסטרטגיית החברה, היקף פעילות ההשבחה והייזום בדלק נכסים צפוי לגדול בשנים הקרובות עם הפיתוח בנכסי החברה ושל הנכס האמור לעיל וכן רכישה והשקעה בנכסים נוספים. בחודש מאי 2023 דלק נכסים גייסה לראשונה אג"ח בסך כ- 420 מ' ש שמיועדים בעיקר למחזור חוב קיים ולפעילות השוטפת של דלק נכסים.

במגזר שיווק הדלקים וקמעונאות הדרכים פועלת החברה באמצעות דלק ישראל, המפעילה בישראל כ- 242 תחנות דלק ציבוריות בפריסה ארצית ובהן כ- 206 חנויות נוחות במוטג "ג'ו" ו-"מנטה". דלק ישראל בעלת נתח שוק של כ- 21% מכלל תחנות התדלוק הציבוריות בישראל. דלק ישראל השקיעה בשנים האחרונות בשיפוץ ושידרוג תחנות הדלק וחנויות הנוחות והיא צפויה להוסיף ולהשקיע ברשת התחנות על מנת לשפר את נכסיה, לשמר ולחזק את נתח השוק שלה. כמו כן לדלק ישראל אסטרטגיית צמיחה בתחום הקמעונאי סובב התחנה.

במגזר האנרגיה הירוקה, החברה פועלת באמצעות 9 חברות המוחזקות בידי להב אנרגיה, הפועלות בתחום האנרגיה הסולארית בישראל ובאירופה. פעילותה בישראל כוללת החזקה ב- 107 מתקנים סולאריים קטנים ומתקן סולארי בינוני אחד בהתקן מצטבר של כ- 16.7 מגה וואט ליום 31.12.2022. ללהב אנרגיה ירוקה חוזים ארוכי טווח לאספקת חשמל בתעריף קבוע מול חברת חשמל שמשנתה בכל מתקן ונע סביב 45 אגורות לקוט"ש. פעילות האנרגיה המתחדשת בישראל תורמת ללהב אנרגיה ירוקה הכנסה תפעולית בהיקף של כ- 11 מ' ש. בחו"ל פועלת קבוצת האנרגיה, בפורטוגל, הונגריה וגרמניה, וזאת לאחר שבחודשים דצמבר 2022 ופברואר 2023, השלימה להב אנרגיה עסקאות לרכישת מתקנים פועלים בתחום האנרגיה המתחדשת במדינות אלה ובמאי 2023, החלה לפעול בגרמניה בהקמת מתקנים על גגות נכסי החברה. מתקן האנרגיה בפורטוגל מספק 19 מגה וואט וצפוי לתרום הכנסה תפעולית כ- 6.8 מ' ש בשנת 2023. מתקן האנרגיה בפורטוגל מספק 15.8 מגה וואט לחוזה ארוך טווח מול חברת החשמל בפורטוגל ותוקפו עד שנת 2052. מתקן זה, צפוי לתרום לחברה הכנסה תפעולית של כ- 8 מ' ש בשנת 2023. בהתאם לתוכניתיה, החברה צפויה להגדיל את פעילותה בתחום האנרגיה הסולארית באמצעות הקמה של כ- 300 מגה וואט במשך 3 השנים הבאות בישראל ובחו"ל בעסקאות שימומנו באמצעות 85% חוב בכיר ו-15% הון עצמי.

בנוסף למגזר האנרגיה, לחברה פעילות של איסוף ומיין פסולת באמצעות חברת מפעת אשר נרכשה (65%) באוגוסט 2022 תחת חברת להב אנרגיה. מפעת פועלת ב- 2 תחומי פעילות עיקריים: איסוף ופינוי פסולת ממועצות ועירויות באמצעות כ- 200 משאיות פסולת ומיין והטמנה של פסולת ב- 2 תחנות מעבר ומטמנה שבאחזקתה. לחברה תוכניות להגדלת הסכמי איסוף הפסולת מהרשויות והגדלת קיבולת המיין וההטמנה באמצעות שדרוג תחנות המעבר.

גידול צפוי ב-FFO בשנתיים הקרובות לאור הצמיחה בפעילויות החברה צפוי להיטיב עם החברה, לצד העלייה בשיעור המינוף

היקף מאזן מאוחד מורחב של החברה צפוי להסתכם ב- 2.4-2.6 מיליארד ₪ בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר, רכישת נכסים חדשים בגרמניה, השקעות של להב אנרגיה ירוקה ברכישה ובפיתוח של מתקנים נוספים לייצור חשמל, השקעה בתחום פינוי הפסולת ותחנות המעבר וכן גידול ביתרות המזומנים בעקבות גיוס סדרה חדשה ג' בהיקף של 235 מ' ₪ (גיוס בפועל בינואר 2023) והשקעת הון של קבוצת מור בהיקף של כ- 38.5 מ' ₪ (התקבל בפועל ביוני 2023) כנגד הקצאת כ- 5% מהונה המונפק והנפרע של החברה.

שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו על בסיס מאזן מאוחד מורחב, נכון ליום 31.12.2022 הינו כ- 43%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח, בין היתר, השקעות בפיתוח הפעילות כמתואר לעיל, הנחת רגישות ביחס לשווי נכסי הנדל"ן של החברה, אמורטיזציה שוטפת של החוב ותזרים מפעילות שוטפת, מכירת נכסים בגרמניה וחלוקת דיבידנד, שיעור המינוף צפוי לעלות לטווח של 53%-57%, אך להמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

לחברה היקף FFO מותאם אשר הולם את רמת הדירוג, ואשר הסתכם בכ- 91 מ' ₪ בשנת 2022 זאת לאחר התאמות מידרוג הכוללות בין היתר דיבידנדים בהיקף של 40 מ' ₪ שהתקבלו מדלק ישראל. ה- FFO המותאם צפוי להמשיך ולגדול בטווח התחזית ולהסתכם ב- 100-110 מ' ₪ לשנת 2023, בין היתר, לאור הנבה מלאה מתיק נכסי הנדל"ן שנרכשו במהלך שנת 2022, הנחת רכישת נכסים נוספים אשר יתרמו לגידול ה- NOI, קבלת דיבידנד מדלק ישראל ודלק נכסים, וכן גידול בפעילות איסוף הפסולת ולהב אנרגיה ירוקה. הגידול בהכנסות וב- EBITDA יתקזז באופן חלקי עם עלייה בהוצאות המימון של החברה בין היתר לאור מרכיב מהותי של חוב צמוד פריים וכן גידול בחוב הפיננסי הצפוי לאור ההשקעות הנמשכות והחדשות. מידרוג מעריכה כי לאור המשך ההשקעות בעיקר בתחום האנרגיה הירוקה ה- FFO עשוי לגדול גם בשנת 2024, אם כי חלק ניכר מהגידול החזוי בשנה הבאה נובע ממתקנים המצויים בשלבים ראשוניים של תכנון ו/או בנייה וכן מהשקעות עתידיות ולכן קיימת אי וודאות גבוהה יותר לגבי התממשות גידול זה. יש לצייין כי ה- FFO החזוי על ידי מידרוג נמוך מהסכום שצופה החברה בתחשיבה.

יחס הכיסוי של החברה חוב נטו מותאם ל- FFO מותאם נכון ליום 31.12.2022 הסתכם בכ- 8 שנים ובהתאם להערכת מידרוג, בין השנים 2023-2024, יחס זה צפוי להאט במידה מסוימת לטווח 10-12 שנים, יחס שבולט לחיוב לרמת הדירוג.

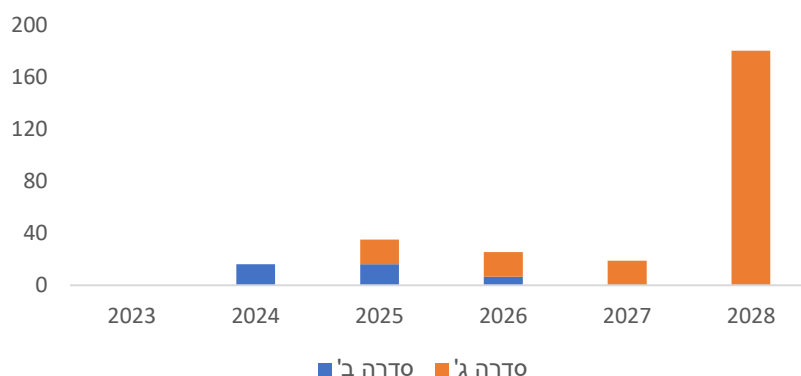
היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית

יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה של החברה עמד ביום 31.12.2022 על כ- 53% לאחר התאמות מידרוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל, בין היתר, רכישת נכסים חדשים ותרחישי רגישות ביחס לשווי הנכסים, יחס זה צפוי להישחק ולהסתכם בטווח הקצר-בינוני ב- 55%-58% יחס ההולם את הדירוג המאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות מימון מחדש על הנכסים. יחד עם זאת, היעדר נכסים שאינם משועבדים משפיעים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה.

להלן תחזית מידרוג למקורות ושימושים של החברה החל מ- 31.03.2023 ועד 31.12.2024 (שבעה רבעונים): לחברה יתרות נזילות סולו כ- 213 מ' ₪ ליום 31.03.2023 וזאת לאחר שבמהלך ינואר 2023 החברה הנפיקה אג"ח בתמורה נטו של כ- 233 מ' ₪, תזרים שוטף מפעילות הקבוצה (כולל דיבידנדים מדלק נכסים ודלק ישראל) בהיקף של 170-180 מ' ₪, הזרמת הון מקבוצת מור בהיקף של כ- 38 מ' ₪ (בוצע במאי 2023) ותזרים ממכירת נכסים נטו (בניכוי חוב בגין הנכסים) בהיקף של 50-100 מ' ₪. אלה מסתכמים לכדי מקורות בסך של 471-531 מ' ₪.

למול זאת, לחברה פירעונות הלוואות לפי לוח סילוקין בסך של כ- 150 מ' ₪ וכן מידרוג מניחה כי החברה תמשיך לחלק דיבידנד בהיקף של 40 מ' ₪ בשנת 2024 (החברה חילקה דיבידנד של 40 מ' ₪ באפריל 2023). מידרוג מעריכה כי החברה תנתב את עודפי המקורות על השימושים כדלעיל לטובת המשך השקעות בחברות הקבוצה. להערכת מידרוג, האמצעים הנזילים של החברה ימשיכו לשקף יחס של 100%-200% ביחס לשירות הקרב הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות, אשר הולם לרמת הדירוג. החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות של אגרות החוב במידה מספקת.

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ - לוח סילוקין לפרעון קרן אג"ח (סולו) ליום 31.03.2023, במיליוני ₪



שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי, בעת הערכת איכות האשראי של החברה. במקרה של להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, קמעונאיות דלקים חשופות במידה גבוהה לסיכונים סביבתיים וחברתיים באופן הפעלתן. החברה חשופה לסיכונים אלו בעקיפין באמצעות האחזקה בדלק ישראל, המשווקת דלקים בישראל בערוצים קמעונאיים וסיטונאיים.

מוצרי נפט הינם חומרים מסוכנים ומזהמים מטבעם והעיסוק בהם עלול לגרום לסיכונים סביבתיים ובכלל זה לסיכונים הנובעים מזיהום אוויר שנוצר מאדי דלק ולזיהום קרקע ומי תהום העלולים להיגרם כתוצאה מפעילות לתחנות התדלוק. תחום שיווק הדלקים בישראל, ודלק ישראל בתוכו, חשוף לדרישות רגולציה בתחום הגנת הסביבה, חוק המים, חוק חומרים מסוכנים ועוד. העמידה בדרישות הרגולציה משפיעה על ההוצאות הכוללות בפעילותה של דלק ישראל, לרבות השקעות הוניות לצורך רכישה והקמה של תשתיות, מתקנים וציוד לצורך הגנה על הסביבה, הגברת הבטיחות, שיקום קרקע וטיפול במי תהום ועוד וכן הוצאות תפעול שוטפות. אי עמידה בדרישות הרגולציה חושפת את דלק ישראל לקנסות ולענישה אזרחית ופלילית. מידרוג אינה מצפה כי סיכונים סביבתיים ישפיעו על דירוג החברה בטווח הבינוני.

כמו כן, רכישת חברת מפעל אשר פעילה בתחום איסוף ומחזור פסולת חושפת את החברה לסיכונים סביבתיים ורגולטוריים מחמירים כגון זיהומי קרקע וטיפול נאות בפסולת הנאספת, אי עמידה בדרישות הרגולציה חושפת את מפעל לקנסות ולענישה אזרחית ופלילית. מידרוג אינה מצפה כי סיכונים סביבתיים אלה ישפיעו על דירוג החברה בטווח הקצר-הבינוני בתחום פעילות זה.

לחברה טרק רקורד קצר יחסית במבנה האחזקות והפעילות הנוכחי והיא בעלת אסטרטגיית צמיחה בין היתר באמצעות מיזוגים ורכישות. עד כה החברה הפגינה מדיניות פיננסית יציבה יחסית בהתייחס לחלוקת דיבידנדים, מינוף ושמירה על יתרות נזילות. מידרוג אינה מצפה כי סיכונים ממשל תאגידי ישפיעו על החברה בטווח הבינוני.

מטריצת הדירוג

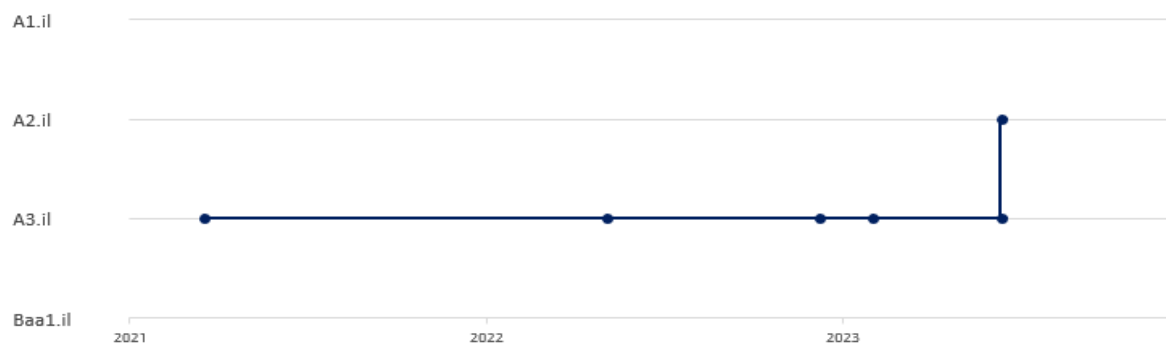
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	2.4-2.6	A.il	2.0	סך מאזן (מיליארד ₪)*	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il-Aa.il	53%-57%	Aa.il	43%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו*	פרופיל סיכון
A.il	100-110	A.il	91	היקף FFO (מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
Aa.il	10-12	Aa.il	8	חוב פיננסי נטו / FFO	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	55%-58%	A.il	53%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	100%-200%	Aaa.il	>200%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
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.

אודות החברה

חברת להב אל.אר רילאסטייט בע"מ פועלת ב-4 תחומי פעילות באמצעות חברות בנות וכלולות שפועלן בהשקעות בנדל"ן מניב בעיקר בגרמניה ובישראל, בענף האנרגיות המתחדשות, איסוף ומיון פסולת, במכירת דלקים, תפעול תחנות, תדלוק ציבוריות והפעלת חנויות נוחות. להב הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. הנהלת החברה הכוללת בין היתר את מר אבי לוי (יו"ר דירקטוריון), מר איליק רוזנסקי (סגן יו"ר דירקטוריון פעיל) וגברת חוה זמיר טואף (מנכ"לית).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[להב אל.אר. רילאסטייט - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

19.06.2023	תאריך דוח הדירוג:
06.02.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
15.03.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ	שם יוזם הדירוג:
להב אל.אר. רילאסטייט 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 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>