

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | ספטמבר 2018

אנשי קשר:

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

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג משני
kobir@midroog.co.il

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

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

דירוג סדרה	Baa1.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
------------	---------	-------------------------------

מידורג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרות ד') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("אלון רבוע כחול" ו/או "החברה") ומותירה את הדירוג בבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות נוכח הערכת השפעת עסקת אפריקה נכסים על סיכון האשראי של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד' (*)	1139583	Baa1.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	30.06.2023

(*) אגרות החוב (סדרה ד') מגובות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות החברה בחברות דור אלון ורבוע כחול נדלן והכל כמפורט בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשתי חברות עיקריות: רבוע כחול נדל"ן בע"מ (A1.il St) ("רבוע נדל"ן") המהווה כ-51% משווי תיק האחזקות ודור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (A3.il St) ("דור אלון") המהווה כ-30% נוספים משווי האחזקות. תיק האחזקות של החברה מאופיין באיכות אשראי בינונית-גבוהה, בריכוזיות גבוהה יחסית של שתי האחזקות המרכזיות בתרומה לשווי ובתרומה לתזרים, ובשיעורי החזקה גבוהים יחסית במוחזקות. החברה נבחנת על ידי מידורג כחברת אחזקות באמצעי שליטה, בהתבסס בין השאר על הישענות גבוהה על דיבידנדים ממוחזקות ועל שווי האחזקות לצורך שירות החוב, היעדר פעילות עצמאית בהיקפים משמעותיים, והיעדר זיקה מימונית גבוהה בין החברה למוחזקות ובין לבין עצמן. לצד זאת, החברה שולטת במידה גבוהה במוחזקות, מטווה את אסטרטגיית הפעילות והמימון וחותרת לבסס את הקבוצה בתחומי הנדל"ן והאנרגיה במטרה לייצר סינרגיה עסקית. ככל שמידורג תעריך בעתיד כי גדלה הזיקה העסקית והמימונית בין המוחזקות ובין לבין החברה, אנו עשויים לבחון את שינוי מתודולוגית הדירוג לכיוון של חברת אחזקות תפעולית, וזאת בהתאם למתודולוגיה של מידורג לדירוג חברות החזקה.

יודגש כי שיקולי הדירוג לעיל ולהלן לרבות תרחיש הבסיס של מידורג והיחסים הפיננסיים בדוח זה מתייחסים לפעילות החברה טרם לעסקת אפריקה נכסים (ראה להלן) וככל שעסקה זו תצא אל הפועל הדירוג יבחן מחדש, כמפורט להלן.

אחזקותיה המרכזיות של החברה מאופיינות בנראות דיבידנדים טובה, בשל יציבות יחסית בהכנסות וברווחים ורמת מינוף מתונה יחסית. רבוע נדל"ן עוסקת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב המסחרי ומחזיקה במצבת נכסים איכותיים בישראל בהיקף משמעותי. רבוע נדל"ן חשופה לשוכר מהותי בתחום קמעונאות המזון וכן לנכס מסחרי מהותי בפורטפוליו המניבים, קניין TLV (שיעור אחזקה של 50%), אשר טרם התייצב בשיעורי התפוסה וההנבה. אלו מהווים גורמי סיכון אשראי. בנוסף, לרבוע נדל"ן פעילות יזמית הדורשת מקורות הוניים וגמישות פיננסית גבוהה, ועלולה להשפיע על יציבות הדיבידנדים לאורך זמן. רבוע נדל"ן העלתה את שיעור חלוקת הדיבידנדים החל בשנת 2017 עם החלפת השליטה ברבוע כחול, ומידורג מעריכה טווח דיבידנד של 55-65 מיליון ₪ לשנה מאחזקה זו (חלק החברה) בשנים 2018-2019.

דור אלון הינה בין קמעונאיות הדלקים המובילות בישראל עם נתח שוק משמעותי בענף, פריסה ארצית רחבה ומותגים קמעונאיים בולטים כגון AM-PM, אלון/אלונית ודורגז. פעילותה מאופיינת בביקושים יציבים, אך הרווחיות נתונה בלחצי מחיר, בפרט נוכח הפחתת מרווח השיווק בענף אשר שחקה את הרווחיות מפעילות הדלקים. לדור אלון צורכי השקעה משמעותיים במתחמי התדלוק וחשיפה לתנודתיות בהון החוזר, אך יחד עם זאת היא צפויה לעמוד במידה סבירה בטווח דיבידנד של 45-55 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה) שנלקח על ידי מידורג בתרחיש הבסיס בשנים 2018-2019. בנוסף, עשויה דור אלון לבצע חלוקה מיוחדת בשנים אלו הודות לרווחי הון מהשבחה ומימוש של נכסי נדל"ן.

תזרימי הדיבידנדים השוטפים (ללא דיבידנדים מיוחדים בגין מימוש נכסים בחברות הבנות) הצפויים מהחברות הבנות בשנות התחזית מוערכים על ידינו בטווח של 100-120 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה). בהתאם לכך יחס הכיסוי בין ההכנסות השוטפות של אלון רבוע

כחול מדידינדים שוטפים, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות ואחרות, לבין הוצאות המימון (ICR) צפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 1.6-2.4 וכ-2.0 בממוצע. יחס זה מצביע על יכולת איטית של החברה לצבור מזומנים מההכנסות השוטפות. החוב הפיננסי של החברה עלה במהלך שנת 2017 בעקבות גיוס אג"ח (הרחבת סדרה ד') ששימש להגדלת האחזקות בחברות הפורטפוליו וכן לעיבוי הנזילות, חלק מכך בדרך של השקעה בתיק ני"ע סחיר. בד בבד הציגה מניית רבוע נדל"ן תנודתיות גבוהה. למרות זאת רמת המינוף של החברה כפי שהיא נמדדת ביחס בין החוב הפיננסי בניכוי מזומנים לבין שווי האחזקות ותיק ני"ע נותרה יציבה יחסית, והוא נאמדת בשיעור של כ-54%, בהתבסס על שווי השוק הממוצע של האחזקות הסחירות על פני 30 הימים האחרונים שבסמוך לדוח זה, וזאת בעיקר בזכות הזרמת ממכר IPM¹ על ידי בעל המניות. מידרוג מביאה בחשבון כי יחס המינוף חשוף לתנודתיות בשווי השוק של שתי אחזקות עיקריות, בפרט נוכח זאת שהחברה אינה צפויה להפחית את רמת החוב במידה משמעותית בשנים הקרובות, בשל מבנה לוח הסילוקין² גורם המעלה את סיכון האשראי. יכולת החברה לצבור מזומנים חלף הקטנת החוב תלויה בין השאר בקבלת דיבידנדים מיוחדים, בהיקף השקעות הוניות עתידיות ובחלוקת דיבידנדים לבעל המניות. לחברה אין מדיניות חלוקה ולמידרוג אין וודאות לגבי מידת החלוקה בשנים הקרובות, אולם מידרוג סבורה כי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות טרם קיטון משמעותי בהיקף החוב הפיננסי, יהיה בה להצביע על מדיניות פיננסית שאינה מאזנת דיו בין מחזיקי החוב לבין בעלי המניות. לוח הסילוקין הנוח גוזר לחברה יחס שירות חוב גבוה, כולל תיק נזיל (DSCR+CASH) אשר צפוי לעמוד על כ-3.0 בשנת 2018 וכ-2.0 בשנת 2019 לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, זהו יחס בולט לטובה לרמת הדירוג המצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית. ואולם החל משנת 2020 חלה עלייה משמעותית בהיקף פרעונות החוב, והיחס צפוי להאט לטווח של 1.5-1.0 תוך שהחברה נדרשת למחזור חוב. כמו כן, בשיקולי הדירוג מידרוג הביאה בחשבון תשלום BULLET מהותי בלוח הסילוקין בשנת 2023 (70% מקרן אג"ח סדרה ד') אשר תומך מחד ביחסי שירות החוב לעיל, אך מנגד מעלה סיכון מחזור חוב גבוה בטווח הארוך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב ממרכיב גבוה של נכסים בלתי משועבדים שהיקפם עלה לאחרונה עם הזרמת ממכר IPM על ידי בעל המניות. שווי הנכסים הבלתי משועבדים מסתכם בכ-570 מיליון ש"ח², נתון בולט לטובה, אולם הובא בחשבון כי כולל מרכיב מהותי (כ-40%) של נכסים לא סחירים.

דירוג החברה הוכנס לבחינה עם השלכות שליליות בחודש ינואר השנה לאחר שבחודש דצמבר 2017 הגישה החברה הצעה לנאמן אגרות החוב של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ("אפריקה השקעות") לרכישת מלוא אחזקותיה באפריקה ישראל נכסים בע"מ ("אפריקה נכסים" A3.il St) המהוות 55.93% מהונה של אפריקה נכסים, בתמורה לתשלום מיידי בסך 1.29 מיליארד ש"ח ומתן אופציות על מחיר המניה העתידי בסך של כ-130 מיליון ש"ח ("עסקת אפריקה נכסים"). עסקת אפריקה נכסים הינה חלק מאסטרטגיית ההתרחבות של החברה, בהובלת בעל המניות, במטרה לייצר קבוצת אחזקות משמעותית בהתמקדות בתחום הנדל"ן המניב. כמו כן החברה צפויה להמשיך ולפתח את תחום האנרגיה, ובעתיד הנראה לעין, להוסיף להחזיק בתחום קמעונאות הדלקים. אסטרטגיה זו תורמת לפיזור הפורטפוליו ומקורות שירות החוב, בהשוואה לפורטפוליו הנוכחי, בהתחשב גם בפיזור השימושים ובפיזור הגיאוגרפי שתתרום אפריקה נכסים ביחס לאחזקות הקיימות, הממוקדות בעיקר בישראל. למרות זאת, מידרוג מעריכה כי עסקת אפריקה נכסים תשפיע לשלילה על סיכון האשראי של החברה, נוכח רמת החוב המשמעותית הצפויה להתלוות לה. עם הגשת הצעת החברה הודיע בעל המניות כי ככל שתתקבל הצעת החברה, יזרים לחברה סך של 150 מיליון ש"ח במזומן וכן יעביר לחברה לצורך חיזוק ההון נכסים נוספים בשווי שלא יפחת מ-200 מיליון ש"ח ועד 300 מיליון ש"ח כנגד שטרות נדחים (יצוין כי הזרמת ממכר IPM כנזכר לעיל הינה חלק מנכסים נוספים אלו). כך, מידרוג מעריכה כי יתר המימון לעסקה ינבע בעיקר מחוב פיננסי שתגייס החברה למטרה זו. ביום 02.09.2018 אישר בית המשפט את הסדר החוב של אפריקה השקעות בהמשך לאישור ההסדר בידי מחזיקי אגרות החוב של אפריקה השקעות בחודש הקודם. השלמת העסקה כרוכה בין השאר בקבלת כל האישורים הדרושים לעסקה על פי דין וסגירה סופית. מידרוג מייחסת סבירות גבוהה להתממשות העסקה ומותירה את הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות, באופן שהוצאת העסקה אל הפועל תוביל לבחינת הדירוג על ידי מידרוג עם סבירות להורדת הדירוג, בין השאר כתלות במתווה המימון הסופי, בהיקף המקורות שיוזרמו לחברה

¹ זכויות וחובות מכה אחזקה ב-14.5% ממניות Triple M. Power Planets Ltd ("טרופל אס") ומכוח הסכמים בין בעלי מניות השונים של טריפל אס, המחזיקה 84.015% בחברת אי.פי. אמ באר טוביה בע"מ, חברה פרטית היוזמת פרויקט להקמה והפעלה של תחנת כוח בבאר טוביה המצויה בשלבי הקמה ובמקרקעין עליו מוקמת תחנת הכוח.

² שווי הנכסים הבלתי משועבדים על פי מצבת הנכסים ליום 30.06.2018 ולפי על שווי השוק של המניות הסחירות על בסיס ממוצע 30 ימי מסחר אחרונים ושווי הספרים של הנכסים שאינם סחירים.

מבעל השליטה, בגידול בחוב הכרוך בעסקה וכן בקצב הצפוי של הורדת החוב והערכת מידורג לגבי הגמישות הפיננסית של החברה. ככל שיחול שינוי בתנאי העסקה ובאופן מימונה או שלחילופין ייווצרו תנאים חדשים, מידורג עשויה לשנות את הערכותיה בהתאם. להערכת מידורג, הצעת הרכישה לאפריקה נכסים מצביעה על תיאבון סיכון לא מבוטל של החברה ובעל המניות, המהווה איש מפתח מרכזי בחברה המתווה את מדיניותה העסקית והפיננסית. מידורג מזהה אסטרטגיה לעיבוי והגדלת תיק האחזקות של החברה בדרך של הגדלת החוב הפיננסי, הממותנת באופן חלקי מצד הזרמת נכסים מצד בעל המניות. מאפיינים אלו הובאו כשיקול נוסף, לשלילה, בקביעת הדירוג.

בהתאם למתודולוגיה של מידורג לשיקולים מבניים בדירוג תאגידיים לא פיננסיים, אגרות החוב (סדרה ד') שהינן מובטחות בשעבוד של חלק ממניות החברה בחברות המוחזקות אינן זוכות להטבה דירוגית מעבר לדירוג המנפיק מכיוון שמרבית החוב הפיננסי של החברה מגובה בבטוחות מסוג דומה, המהווה את האמצעי המקובל למימון אמצעי שליטה, ולכן מידורג מחילה את דירוג המנפיק על החוב הבכיר המובטח.

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ, נתונים פיננסיים עיקריים (סולו), במיליוני ₪:

	2016	2017	H1 2017	H1 2018
השקעות בחברות מוחזקות	1,400	1,566	1,413	1,609
יתרות נזילות	23	157	262	222
חוב פיננסי ברוטו	1,029	1,079	964	1,079
הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה	653	770	698	819
רווח נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה	292	131	47	56
דיבידנד שהתקבל מחברות מוחזקות	32	84	66	79
הוצאות מימון ברוטו	66	43	20	24

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקת מבוצרות ברבוע כחול נדל"ן (A1.il אופק יציב) ודור אלון (A3.il אופק יציב) - בעלות פרופיל עסקי ופיננסי חזקים

תיק הנכסים של החברה, בהיקף של כ- 1.65 מיליארד ₪³ מורכב ברובו (80%) משתי אחזקות ליבה: רבוע נדל"ן המהווה כ-51% משווי הנכסים ודור אלון המהווה כ-30% נוספים. תיק האחזקות מאופיין באיכות אשראי בינונית-גבוהה, גורם המחזק את דירוג החברה, אולם ריכוזיות גבוהה של שווי התיק ושל תזרים הדיבידנדים בשתי אחזקות הליבה כדלעיל מעלה את סיכון האשראי. רבוע נדל"ן (שיעור החזקה של 57.4%) מחזיקה בבעלותה מצבת נכסים מניבים בישראל, בהיקף משמעותי, הממוקמת ברובה באזורי ביקוש ומציגה שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. נכון ליום 30.06.2018 לרבוע נדל"ן 112 נכסי נדל"ן מניב בפריסה ארצית, הכוללים, בין היתר, סופרמרקטים, מרכזים מסחריים ומשרדים. שיעורי התפוסה בנכסיה המניבים של החברה הינם גבוהים. בשנים האחרונות שיפרה רבוע נדל"ן את פיזור השוכרים בנכסיה, עם רכישת חלק מחוזי חברת מגה על ידי חברת יונת ביתן ותחילת ההנבה של קניון TLV בו מחזיקה רבוע נדל"ן שליטה משותפת (50%); רבוע נדל"ן מתמודדת עם אתגרים עסקיים בקשר עם קניון TLV, אשר טרם הגיע להתייצבות מאז פתיחתו לקהל הרחב בחודש מרץ 2017 תוך שרבוע נדל"ן רשמה שערור שלילי בשווי ברבעון החולף. בנוסף, רבוע נדל"ן כננסה לפרויקט "תוצרת הארץ" אשר הינו פרויקט ייזום רחב היקף ותקופת ההקמה צפויה להימשך פרק זמן ארוך. לאחרונה דיווחה רבוע נדל"ן על סיום כהונתו של מר זאב שטיין אשר כיהן כמנכ"ל ריבוע נדל"ן לאורך השנים האחרונות. דור אלון (69.93%) הינה אחזקה מהותית נוספת, בעלת מעמד עסקי חזק בענף שיווק הדלקים הקמעונאי, נתח שוק גבוה של כ-17% בתחנות הדלק בישראל, הכולל פריסה ארצית רחבה של תחנות תדלוק וחנויות נוחות ומותג קמעונאי חזק. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכתנו, בסיכון עסקי נמוך-בינוני. הענף מאופיין בביקושים יציבים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית. בו בזמן, הענף מושפע מתחרות

³ שווי השוק של המניות הסחירות על בסיס ממוצע 30 יום שעד בסמוך למועד דוח זה, בתוספת שווי הספרים של אחזקות שאינן סחירות ובתוספת יתרת תיק נ"ע בניכוי מסגרת אשראי לז"ק.

המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחדות המוצרים, מרגולציה לא מבוטלת ומצורכי השקעה גבוהים. שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח לחצים רגולטוריים ותחרותיים על מרווחי השיווק ומבנה הוצאות קשיח יחסית. דור אלון ניצבת בפני אתגרים בסביבה העסקית ביניהם הפחתת מרווח השיווק שאושרה במאי השנה. עם זאת, מידרוג מניחה כי בידי דור-אלון ארגז כלים הכולל צעדי התייעלות וצעדים מסחריים נוספים אשר ביכולתה ליישם בטווח הבינוני והארוך אשר יפחיתו את היקף הפגיעה ולא צפויים לפגוע בהיקף הדיבידנדים הצפוי לחברה מאחזקה זאת בשנות התחזית.

יתרת תיק הנכסים כוללת בעיקר חברות פרטיות, העיקריות שבהן הן נעמן וממכר IPM אשר הועבר לאחרונה לידי החברה מבעל השליטה. מידרוג לא הביאה בחשבון בתרחיש הבסיס הכנסות משמעותיות מנכסים אלו בשנים הקרובות.

נראות גבוהה של הכנסות דיבידנדים הנחלקות בין שתי אחזקות הליבה

להערכת מידרוג, בטווח הקצר-בינוני לחברות הבנות מדיניות חלוקה ויכולת חלוקה טובה המבוססת על יתרות עודפים ראויים לחלוקה והיקפי מקורות מפעולות (FFO) התומכים במדיניות הדיבידנדים. אלון רבוע כחול מחזיקה 57.41% מזכויות ההון וההצבעה ברבוע נדל"ן. לרבוע נדל"ן מדיניות דיבידנדים לשנים 2017-2018 לחלוקה של עד 75% (ולא פחות מ-25%) מהרווח הנקי בניטרול רווחי שערור נכסים. מדיניות זו אומצה על ידי רבוע נדל"ן בסוף שנת 2016, עם החלפת השליטה באלון רבוע כחול ומאז ניכרת עלייה בשיעור החלוקה של רבוע נדל"ן. רבוע נדל"ן מאופיינת בהכנסות יציבות מנכסים מניבים ורמת מינוף מתונה התומכת ביכולת חלוקת הרווחים לאורך זמן. לצד זאת, לרבוע נדל"ן מרכיב יזמי בפעילותה, תוך שהיא פועלת ליזום ולפתח נכסים מניבים ופרויקטים בתחום המגורים, הדורשים ריתוק הון ורמות חוב גבוהות יחסית. מאפיינים אלו עשויים להוביל לתנודתיות בהיקף החלוקה בטווח הארוך, כתלות גם בהיקף המימוש של נכסים אחרים. לרבוע נדל"ן עודפים ראויים לחלוקה בהיקף משמעותי ומגבלות חלוקה שאינן אפקטיביות נכון להיום. מידרוג מעריכה כי מדיניות החלוקה של רבוע נדל"ן לא תשתנה במידה רבה בטווח הקצר והבינוני.

לדור אלון (שיעור אחזקה של 69.93% בהון המניות ובזכויות ההצבעה) אין מדיניות חלוקה מוצהרת, אולם לאורך השנים חילקה בעקביות רווחים בשיעור של 34%-40% מהרווח הנקי. דור אלון אמנם פועלת בסביבת ביקושים יציבה, ואף עולה בשנים האחרונות, הן בצד הדלקים והן בצד חנויות הנוחות, אולם פעילות הדלקים מאופיינת ברווחיות נמוכה יחסית, בשל לחצים תחרותיים ורגולטוריים מתמשכים על מרווח השיווק במתחמי התדלוק, המפוצה באופן חלקי מצד רווחיות גבוהה בחנויות הנוחות, וזאת תחת מרכיב גבוה של הוצאות קבועות. לאורך זמן, הצמיחה בתחום הדלקים מוגבלת, גם לאור מעבר לאנרגיה חלופית, ודור אלון נדרשת להשקעות הוניות מדי שנה לשמירת המיצוב העסקי של מתחמי התדלוק ופיתוח מנועי צמיחה בתחום הגז ותחנות כוח. רמת המינוף של דור אלון מצויה במגמת עלייה עם העלייה במחירי הנפט וגידול בהשקעות ההוניות. לדור אלון אין מגבלות אפקטיביות לחלוקה, אולם פוטנציאל הגדלת הרווחים מפעילות הליבה במתחמי התדלוק הינו מוגבל, ומגביל גם את רמת המינוף העתידית בכדי לשמור על גמישות עסקית ופיננסית.

בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג הכנסות דיבידנדים שוטפים משתי אחזקות הליבה, בהיקף של 120-100 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה), מכך 65-55 מיליון ₪ מידי רבוע נדל"ן ו-45-55 מיליון ₪ מידי דור אלון. בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.06.2018 קיבלה החברה דיבידנדים בסך של כ-100 מיליון ₪ מאחזקות אלו. נתוני תרחיש הבסיס כדלעיל מתייחסים לדיבידנדים השוטפים בלבד. בטווח הקצר עשוי לנבוע לחברה דיבידנד מיוחד מידי דור אלון בגין השבחת אלוני ים. לאורך זמן מידרוג לא הניחה דיבידנדים מיוחדים נוספים. יחס הכיסוי בין ההכנסות השוטפות של אלון רבוע מדיבידנדים שוטפים (ללא תקבולי דיבידנד חד פעמיים בגין מימוש נכסים), בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות ואחרות לבין הוצאות המימון (ICR) צפוי להערכתנו לעמוד על 2.4-1.6, ובממוצע כ-2.0. יחס זה הינו בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג אך מצביע על יכולת החברה לצבור מזומנים בהיקפים נמוכים יחסית לרמת החוב מתוך ההכנסות השוטפות.

נזילות החברה טובה בזכות יתרות נזילות גבוהות בקופתה ולוח סילוקין נוח הגוזר תשלומי קרן נמוכים בשנים הקרובות

היתרות הנזילות של החברה ליום 30.06.2018 הן כ-104 מיליון ₪ ובנוסף לחברה תיק ניירות ערך סחירים המשועבד כולו לטובת מסגרת אשראי בהיקף הדומה להיקף התיק. תיק ניירות הערך של החברה הינו כלי בניהול הנזילות, ובשנת 2017 אימצה החברה מדיניות השקעות המגבילה את היקף ההשקעה במניות עד לגובה 30% מהתיק והיתרה בעיקר אג"ח קונצרני.

היקף המקורות הצפוי לחברה החל מ-30.06.2018 ועד 31.12.2019 (שישה רבעונים) נאמד על ידי מידרוג בתרחיש הבסיס בטווח של 230-250 מיליון ₪, הכוללים בעיקר דיבידנדים שוטפים מהמוחזקות כמפורט לעיל וכן דיבידנדים מיוחדים והכנסות נוספות, וזאת מבלי להניח מחזור חוב פיננסי.

כנגד זאת לחברה בתקופה זו שימושים הנאמדים בכ-200 מיליון ₪, הכוללים בעיקר הוצאות ריבית בסך של כ-85 מיליון ₪, הוצאות מטה ואחרות בסך כ-40 מיליון ₪ ופרעונות קרן אג"ח (סדרה ד') לפי לוח סילוקין בהיקף של כ-75 מיליון ₪. יובהר כי תרחיש המקורות והשימושים לעיל אינו מביא בחשבון את רכישת אפריקה נכסים.

לוח הסילוקין הנוח גוזר לחברה יחס שירות חוב כולל תיק נזיל (DSCR+CASH) גבוה, אשר צפוי לעמוד על כ-3.0 בשנת 2018 וכ-2.0 בשנת 2019, לפי תרחיש הבסיס של מידורג. זהו יחס בולט לטובה לרמת הדירוג המצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית. ואולם, החל משנת 2020 חלה עלייה משמעותית בהיקף פרעונות החוב, והיחס צפוי להאט לטווח של 1.0-1.5. יכולת מיחזור החוב בידי החברה בטווח הארוך חשופה למשתנים אקסוגניים ובראשם מחזוריות שווקי ההון והאשראי ומחיר השוק של האחזקות הסחירות שבידי החברה - כל זאת במידה המעלה אי וודאות ומגדילה את סיכון האשראי.

רמת מינוף גבוהה יחסית והולמת לרמת הדירוג, וללא צפי לקיטון משמעותי בחוב בשנים הקרובות מעלה את חשיפת החברה לתנודתיות בשווי השוק של החברות הבנות ומחלישה את גמישותה הפיננסית

במהלך שנת 2017 הגדילה החברה את החוב הפיננסי לצורך מימון הגדלת שיעורי האחזקה בחברות הבנות ובחלקו גם לעיבוי הנזילות דרך תיק ניירות ערך. ליום 30.06.2018 עמד החוב הפיננסי של החברה על סך של כ-964 מיליון ₪ בהשוואה לסך של כ-788 מיליון ₪ ליום 31.12.2016. סכום החוב לעיל אינו כולל מסגרת אשראי ז"ק אשר החברה נוטלת מעת לעת למטרת מסחר בני"ע בהתאם למדיניות החברה, כאשר התיק הסחיר משועבד כנגד האשראי. במקביל לגידול בחוב הפיננסי, בעל המניות העביר לידי החברה את אחזקותיו בממכר IPM, הכולל אחזקה בשרשור בתחנת כוח בהקמה בבאר טוביה וכן אחזקה בזכויות במקרקעין שבו מוקמת תחנת הכוח. המינוף של החברה כפי שנמדד ביחס שבין שווי האחזקות, לפי שווי השוק של האחזקות הסחירות (ממוצע 30 יום אחרונים עד למועד דוח זה), שווי הספרים של נכסים בלתי סחירים ושווי התיק הסחיר, לבין החוב הפיננסי המותאם של החברה (סולו) עומד על כ-54%. תרחיש הבסיס של מידורג מעריך כי החוב הפיננסי של החברה אינו צפוי לקטון במידה מהותית בשנים הקרובות, נוכח פירעון קרן נמוך. הדירוג מביא בחשבון את התנודתיות בשווי המניות ואת השפעתה על יחס המינוף ועל הגמישות הפיננסית של החברה. בקיבולת הדירוג מידורג הביאה בחשבון יחס מינוף של עד 65%, המקנה מרווח לתנודתיות בשווי השוק של המניות.

חשיפה גבוהה לסיכון מימון מחדש וגמישות פיננסית בינונית הנתמכת באחזקות בלתי משועבדות

תשלום חד פעמי בשיעור 70% מגובה החוב הפיננסי (אגרות חוב סדרה ד') העומד לפרעון בפני החברה בשנת 2023 מיטיב עם נזילות החברה בשנים הקרובות ועם יחסי שירות החוב לעיל, אך מנגד מעלה סיכון מחזור גבוה מאוד לקראת שנת הפרעון ונוסף על כך, מונע הקטנה משמעותית בחוב הפיננסי בשנים הנראות לעין. בדומה לחברות אחזקה בעלות מאפיינים דומים, יכולת החברה לממן מחדש את נכסיה חשופה לתנודתיות בשווי השוק של האחזקות ובמיצובן הפיננסי וכן במגמות בשווקי ההון ובסנטימנט השוק. פיזור הנכסים בין שתי אחזקות עיקריות ממתן במידת מה את סיכון התנודתיות. מצופה מהחברה כי תיערך לתשלום זה מבעוד מועד בתכנית סדורה. לצד רמת המינוף הגבוהה, הגמישות הפיננסית נהנית מאחזקות איכותיות יחסית וסחירות (כ-85% מאחזקות החברה) וממרכיב מהותי של נכסים בלתי משועבדים. כ-28% משווי מניות רבוע נדל"ן שמחזיקה החברה וכ-23% משווי מניות דור אלון שבידי החברה, אינם משועבדים לטובת מחזיקי האג"ח ולא חלה עליהם מגבלת שעבוד שלילי. שווי האחזקות החופשיות משעבוד הינו כ-570 מיליון ₪, אולם רק חלקו (כ-60%) הינו שווי סחיר והיתר מורכב בעיקר מאחזקות שאינם סחירות (ובעיקר נעמן וממכר IPM). למרות שיעורי האחזקה המבוצרים במחזקות, במידה והחברה תידרש להקטין את שיעור אחזקתה באחת מהחברות מעבר להיקף המניות החופשיות (מהלך שאינו בתרחיש הבסיס), היא עשויה להידרש להשלים בטוחות למחזיקי האג"ח על מנת לשחרר מניות מעבר למניות החופשיות, וזאת כתלות בשווי השוק של המניות המשועבדות ביחס ליתרת האג"ח. בהמשך להנחותינו הקודמות, אנו מניחים כי החברה תשמור לאורך זמן על יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מתשלום קרן שנה קדימה.

הצעת החברה לרכישת אפריקה נכסים - המצויה בסבירות גבוהה למימוש, נושאת השפעה שלילית על סיכון האשראי בשל הגידול החד בהיקף החוב הכרוך בה, לצד הגדלת תיק הנכסים ופיזור

במסגרת האסטרטגיה להגדלת אחיזתה בתחומי הנדל"ן, המשיקים לפעילות הקיימת, הגישה החברה הצעה מחייבת לנאמן לאגרות החוב של אפריקה השקעות המצויה בהסדר חוב, לרכישת מלוא אחזקותיה של אפריקה השקעות באפריקה נכסים (A3.il) המהוות 55.93% מהונה של אפריקה נכסים תמורת מזומן בסך 1.29 מיליארד ₪ ומתן אופציות על מחיר המניה העתידי בסך 130 מיליון ₪.

ביום 02.09.2018 אישר בית המשפט את הסדר החוב של אפריקה השקעות, בהמשך לאישור ההסדר בידי מחזיקי אגרות החוב של אפריקה השקעות, על בסיס הצעת החברה לרכישת אפריקה נכסים (והצעה מקבילה לרכישת אפריקה השקעות שהוגשה על ידי חברה בבעלות בעל המניות בחברה), אך זו עודנה נדרשת לאישורים נוספים כדין וכן אישורים בידי מספר רגולטורים לרבות הממונה על ההגבלים העסקיים באיחוד האירופי. על פי המתווה עליו דיווחה החברה, המימון של מרכיב המזומן בעסקת אפריקה נכסים כולל הזרמת מזומן מידי בעל המניות בסך כ-150 מיליון ₪ ופיקדון שהפקידה החברה במסגרת הצעתה בהסדר בסך של כ-40 מיליון ₪. יתר המימון צפוי לנבוע בעיקר מגיוס חוב על ידי החברה. במקביל, הודיע בעל המניות כי יעביר לחברה לצורך חיזוק ההון נכסים נוספים בהיקף שבין 200-300 מיליון ₪ כנגד שטרות נדחים (כ-150 מיליון ₪ מכך הינו ממכר IPM אשר הועבר לחברה לאחרונה).

אפריקה נכסים הנה חברת נדל"ן מניב העוסקת גם בייזום, פיתוח ותפעול של מבני משרדים, תעשייה ומסחר בישראל ובמזרח ומרכז אירופה באמצעות AFI Europe N.V. בנוסף, פועלת בתחום ייזום והקמת פרויקטים למגורים במזרח ובמרכז אירופה. לעסקה השפעה חיונית על הפיזור העסקי, נוכח הרחבת פורטפוליו הנכסים ופיזור עסקי גבוה יותר בין שלוש מוחזקות עיקריות (רבע נדל"ן, דור אלון ואפריקה נכסים), זאת לעומת הריכוזיות הגבוהה המאפיינת את תיק האחזקות ערב עסקה. זאת ועוד רכישת אפריקה נכסים סינרגטית לפעילות תוך הרחבת הפיזור הגיאוגרפי לאירופה וגיוון סוגי הנכסים (משרדים ומסחר). פרופורמה לעסקת אפריקה נכסים, כ-72% מהשווי המותאם של נכסי החברה ינבע מאחזקות בתחום נדל"ן ובינוי כאשר 43% משווי הנכסים המותאם תהווה האחזקה באפריקה נכסים. לצד ההשפעה החיובית על סיכון האשראי מצד הרחבת הפיזור של תיק האחזקות, העסקה צפויה להיות מלווה כאמור בגידול משמעותי בחוב הפיננסי ולצד העלייה בהיקף הנכסים, כאשר מידורג צופה עלייה ביחס המינוף של החברה בהינתן מחירי השוק הנוכחיים של האחזקות ובהשוואה לרמת המינוף הנוכחית. הגידול הצפוי בהיקף החוב מצר את גמישותה הפיננסית של החברה בעיתות של מחזוריות שלילית בשווקי ההון והאשראי, אשר עלולה להיות מלווה בירידה בשווי השוק של המניות המוחזקות בידי החברה. להערכת מידורג, השלמת עסקת אפריקה נכסים תוביל להגדלת סיכון האשראי של החברה עד כי סבירות להורדת הדירוג. עם השלמת העסקה וסגירת המתווה הסופי למימונה תבחן מידורג את דירוג החברה בהתחשב בין השאר ביכולת החברה להקטין את החוב הפיננסי במידה משמעותית בטווח הקצר לאחר העסקה, עומס הפרעונות שיושת על החברה בעקבות העסקה ומידת הגמישות הפיננסית בדמות נכסים לא משועבדים.

להערכת מידורג, הצעת הרכישה לאפריקה נכסים מצביעה על תיאבון סיכון לא מבוטל של בעל המניות, המהווה גם איש מפתח מרכזי בחברה אשר מתווה את מדיניותה העסקית והפיננסית. מידורג מזהה אסטרטגיה לעיבוי והגדלת תיק האחזקות של החברה, לרבות באמצעות נכסים שהעביר וצפוי להעביר בעל השליטה, אולם לצד זאת גידול ברמת החוב. מאפיינים אלו הובאו כשיקול נוסף, לשלילה, בקביעת הדירוג.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה מתמשכת בחוב הפיננסי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- התממשות עסקת אפריקה נכסים במתווה הנוכחי כמתואר לעיל
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 65% לאורך זמן
- חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות במידה ותפגע במידה משמעותית ביחסים הפיננסיים

אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברת אחזקות פרטית (החל מחודש ספטמבר 2016) המוחזקת בבעלות מלאה בידי מר מוטי בן משה באמצעות חברות פרטיות בבעלותו. 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 57.41% ברבע כחול נדל"ן בע"מ, אחזקה בשיעור של 69.93% בדור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ ואחזקה בשיעור של 100% בנעמן גרופ (ג.ו.) בע"מ. מנכ"ל החברה הינו מר ישראל יניב ויו"ר הדירקטוריון הינו מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - בחינת דירוג בהשלכות שליליות, ינואר 2018](#)

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - פעולת דירוג אפריל 2017](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2017](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

06.09.2018	תאריך דוח הדירוג:
07.01.2018	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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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