

קרוס מוטורס בע"מ

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

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

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

קרוס מוטורס בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa3.il	דירוג סדרות
אופק דירוג: שלילי	A1.il	דירוג סדרה נחותה

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרה א' וסדרה ג') שהנפיקה קרוס מוטורס בע"מ ("קרוס" או "החברה") ודירוג A1.il לאגרות חוב נחותות (סדרה ב') שהנפיקה החברה, ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1136464	Aa3.il	שלילי	01.09.2026
ב' *	1139591	A1.il	שלילי	02.06.2024
ג'	1141829	Aa3.il	שלילי	01.09.2027

* התמורה בגין אגרות החוב (סדרה ב') הועמדה כהלואה לחברה הבת של קרוס, פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק") במסגרת הסכם הלואה בין החברה לבין פסיפיק ובתנאי מימון זהים לתנאי אגרות החוב, ומשמשת למימון פעילותה השוטפת של פסיפיק ובכלל זה מחזור חוב פיננסי. בהתאם לתנאי אגרות החוב (סדרה ב'), הן תהיינה נחותות בפירוק ביחס ליתר החובות של קרוס ויובטחו בשעבוד חלק מרכבי פסיפיק, בשיעור LTV של 100% לפי מחירן יצחק לוי בניכוי מע"מ.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בהערכתנו למעמדה העסקי הבכיר בשוק הרכב הישראלי, הנסמך על רישיון יבואן ישיר של כלי רכב ממותגי קבוצת רנו וניסאן וכן נתחי שוק משמעותיים בהם מחזיקה החברה. לחברה רשת מכירה ואספקה מבוססת בפריסה ארצית התומכת בהיקפי המסירות של החברה. קשרי הגומלין של החברה עם יצרני הרכבים קבוצת רנו-ניסאן, הם בעלי ניסיון היסטורי ארוך שנים. ענף יבוא כלי הרכב מאופיין על ידי מידורג ברמת סיכון נמוכה-בינונית הודות לחסמי כניסה גבוהים ותחרות מוגבלת, הנובעים בעיקר מהקשר הישיר עם יצרני הרכב העולמיים.

שינוי אופק הדירוג לשלילי נובע מהערכת מידורג, בתרחיש הבסיס, לקיטון משמעותי, של מעל 20% בהיקף המסירות של החברה בשנת 2019 ויציבות במסירות בשנת 2020 וכן לשחיקה ברווח הגולמי של החברה בשל כך, וזאת לצד יחסי כיסוי חוב גבוהים. מידורג מעריכה כי מיצובה התחרות של החברה מושפע לשלילה מהיעדר מענה בקטגוריה ההיברידית אשר הפכה פופולארית בשנתיים האחרונות, בעיקר בזכות הטבות מס, וזאת להערכת החברה, לפחות עד למחצית השנייה של 2020. הסיבה לכך נובעת מהאסטרטגיה בה נקטה קבוצת רנו - ניסאן, אשר רק בשנים האחרונות פעלה לפתח פתרונות ביניים לתחום ההיברידית עד פתרון חשמלי מלא בו השקיעה הקבוצה. השפעה שלילית נוספת קיימת בשל היצע מוגבל של החברה בשנה הקרובה בפלח שוק כלי הרכב הקטנים.

כפי שהערכנו, שיעור הרווח הגולמי של החברה נשחק בשנת 2018, והסתכם ב- 10.1% בהשוואה ל- 13.6% ו- 17.5% בשנים 2017 ו- 2016, בהתאמה. יש לציין כי רווחיות החברה בשנים 2015 - 2017 בלטה לטובה בפרספקטיבה היסטורית ונבעה מתנאי סחר עודפים, ניצול רכישות הזדמנויות והיצע דגמים אשר הלם את טעמי השוק במידה גבוהה. אולם, מידורג צופה שחיקה נוספת ברווחיות החברה בשנת 2019, במידה שעלולה לעלות על הערכותינו הקודמות. תרחיש הבסיס המעודכן לשנים 2019 - 2020 מניח כי הרווח התפעולי בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לעמוד בטווח של 160 - 170 מיליון ₪¹, וסכום המקורות מפעולות (FFO) צפוי לעמוד בטווח שבין 130 - 140 מיליון ₪. מלאי החברה יוסיף לקטון בהדרגה לאורך הרבעונים הקרובים אך אינו צפוי להקטין במידה משמעותית את החוב הפיננסי נוכח השקעות הוניות גבוהות יחסית, וכתלות גם בהיקף חלוקת הדיבידנדים בשנות התחזית. יחסי הכיסוי² של החברה גבוהים ואינם הולמים את רמת הדירוג, כאשר יחס החוב ל- EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 9.0-7.0 וחוב ל- FFO בטווח של 11.0-9.0. רמת המינוף של החברה מתונה, ונשענת על כרית לספיגת הפסדים טובה המהווה גורם חיובי לדירוג, ומתבטאת ביחס הון למאזן של כ- 40% ליום 31.3.2019 (כ-43% בניטרול השפעת תקן 16). העלייה ברמת המינוף במהלך השנים 2017 ו- 2018, מימנה בעיקר את

¹ EBITDA ו- FFO מוצגים לאחר השפעות תקן IFRS 16; בניטרול השפעות התקן EBITDA צפוי לעמוד בטווח שבין 135 - 145 מיליון ₪ ו- FFO בטווח שבין 110 - 120 מיליון ₪ בשנות התחזית.

² לצורך חישוב יחסי המינוף כדלעיל, היקף החוב של החברה נמדד על ידינו כשהוא כולל את אגרות החוב מסדרה ב' שהונפקו על ידי קרוס ויועדו למימון הפעילות של פסיפיק, כאשר איננו מקזים בצד התזרים את פרעונות החוב השוטפים מפסיפיק.

הגידול במלאי כלי הרכב, השקעות ברכוש קבוע שביצעה החברה, חלוקת דיבידנדים וכן הלוואות שהועמדו לחברה הבת פסיפיק מתמורת הנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). החברה מחזיקה בשליטה מלאה בחברת הבת פסיפיק (A2.il) המספקת שירותי השכרה וליסינג במוטג Lease4U ומשמשת, בין היתר, כזרוע הפצה עבור החברה. למרות היעדר ערבות של קרסו כלפי התחייבויותיה של פסיפיק, הערכתנו כי לחברה מחויבות אסטרטגית כלפי החברה הבת והערכה זו גם מקבלת ביטוי בדירוג האשראי של פסיפיק. מידורג ביצעה תרחיש קיצון לגבי הפסדים בלתי צפויים שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מההחזקה בפסיפיק. להערכת מידורג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, קרסו תמשיך לשמר יחסי איתנות סבירים.

התנודתיות הגבוהה בצורכי ההון החוזר מהווה גורם שלילי בפרופיל הנזילות של החברה, אולם נגישותה של החברה למקורות מימון מוערכת על ידינו כגבוהה בשל היקף משמעותי של מקורות מפעולות וסחירות גבוהה של המלאי. לחברה מסגרות אשראי בנקאיות לא מחייבות בהיקפים משמעותיים ולוח סילוקין בעל פריסה נוחה.

דירוג אגרות חוב (סדרה ב') נגזר מדירוג המנפיק של קרסו, המשקף את דירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח, ממנו הורד נוטש אחד כדי לבטא את הנחיתות בפירוק של אגרות חוב אלו ביחס ליתר התחייבויותיה של קרסו. כמו כן אגרות החוב מסדרה ב' לא זכו להטבה דירוגית בשל היותן מובטחות בשעבוד על כלי רכב שבבעלות פסיפיק (כפי שמוגדר בשטר הנאמנות לאגרות החוב סדרה ב') וזאת בהתחשב ברמת דירוג המנפיק של קרסו.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף את הערכתנו כי דירוג החברה עלול לרדת תוך 12-18 חודשים במידה בה לא יחול שינוי מהותי בתרחיש הבסיס של מידורג לגבי התפתחות מכירות החברה ורווחיותה או במידה בה החברה לא תפעל לצמצום רמת המינוף ושיפור יחסי הכיסוי. אנו מעריכים כי קיימת סבירות לתרחיש חיובי לעומת תרחיש הבסיס, בהתייחס להיקף המסירות של החברה בשנים 2019-2020, אשר קיימת לגבי מידת אי וודאות כתלות ביכולת החברה להרחיב את מגוון הדגמים ובנוסחת ה"מס הירוק" והשפעתה על נתח השוק של החברה בישראל. כמו כן מידת חלוקת הרווחים של החברה תשפיע אף היא על רמת המינוף.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי ל-EBITDA אל מעל 6.0 לאורך זמן (על בסיס דוח כספי נפרד של החברה)
- קיטון משמעותי בנתח השוק, בהיקף מסירות ושחיקה במעמד החברה בענף
- ירידת יחס ההון למאזן של פסיפיק אל מתחת ל-20% לאורך זמן

קרסו מוטורס בע"מ (סולו) - נתונים עיקריים במיליוני ש"ח³

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	Q1 2018	Q1 2019	
2,561	3,114	3,423	3,787	3,793	1,069	942	הכנסות [1]
141	294	340	246	125	49	42	רווח תפעולי [1]
5.5%	9.4%	9.9%	6.5%	3.3%	4.6%	4.4%	רווח תפעולי / סך הכנסות
115	194	243	212	140	50	30	רווח נקי
44.5%	54.2%	42.0%	42.3%	45.9%	40.7%	40.4%	הון עצמי/סך מאזן
4.0	1.3	2.9	4.6	7.7	5.6	9.2	חוב פיננסי / EBITDA [2]
4.4	1.8	4.0	7.6	11.0	7.3	8.2	חוב פיננסי / FFO [2]

[1] לפני הכנסות מימון והכנסות אחרות. [2] יחסי הכיסוי לרבעון 1 2019 מחושבים בהתאמה לתקן החכירות IFRS16. בהתאם לכך, החוב הפיננסי כולל תוספת התחייבויות חכירות. לצורך חישוב יחסי הכיסוי על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים שעד ליום 31.03.2019, גולמו הוצאות בגין התחייבויות חכירה לרבעון הראשון 2019 ברמה שנתית (בניטרול השפעת תקן 16 יחסי הכיסוי לרבעון הראשון של שנת 2019 הינם 7.8 ו-9.4, בהתאמה)

³ הנתונים הכספיים בטבלה לעיל ולאורך דוח הדירוג מבוססים על הנתונים בדוח הכספי הנפרד של החברה מתוך הדוחות הכספיים לציבור.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי מתון יחסית בשל חסמי כניסה הנובעים מהקשר הישיר עם יצרני הרכב הבינלאומיים, לצד תלות גבוהה ביצרנים

ענף יבוא הרכב בישראל מתאפיין בסיכון עסקי מתון יחסית בהשוואה לכלל ענפי המשק ומעט נמוך מזה של ענפי סחר אחרים. הסיכון הענפי נתמך בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הנובעים מהקשר הישיר של יבואני הרכב עם היצרנים, והצורך בביסוס קשרים עסקיים לאורך זמן אל מול יצרני הרכב. היבואנים נבחנים על ידי יצרני הרכב, בין השאר ביכולתם לבסס את מותגי הרכב בשוק המקומי ולהוכיח יכולת מכירה וניהול מלאי, כמו גם ביכולתם לבצע השקעות גבוהות בבניית מערך המכירה ותשתיות תומכות אחרות (מוסכים, מערך לוגיסטי, מגרשי מכירה ושירותים משלימים ללקוחות) ונגישותם לגורמי מימון.

מיצובו העסקי של היצרן קובע במידה רבה את מגוון הדגמים, זמינות המלאי, מחירי מכירה, תנאי תשלום, וכן היקף ההנחות לשוק המקומי, אשר בתורם משפיעים באופן מהותי על מיצבו העסקי והפיננסי של יבואן הרכבים. בהתאם למאפייני הענף המקומי בדרך כלל חשוף היבואן ליצרן אחד או שניים. לאורך השנים מיזוגים ורכישות בקרב קבוצות הרכב הגדולות בעולם הובילו לשינויים גם במפת היבואנים המקומית. ליכולות ולניסיון של היבואן השפעה לא מבוטלת על מיצבו העסקי באמצעות יכולתו לקרוא את טעמי הציבור, להתנהל מול הציים ולנהל את המלאי ואת תנאי הסחר מול היצרנים.

בשנים 2017-2018 נרשמה בשוק הישראלי ירידה מצטברת של כ-7% במסירות כלי רכב, וזאת לאחר מספר שנים של עלייה חדה ועקבית במסירות, שנבעה משילוב של שיעורי צמיחה גבוהים, הטבות מיסוי לרכבים קטנים והיצע מימון זול. הירידה במסירות נובעת להערכתנו בין השאר ממיצוי ביקושים בשוק, בהתחשב גם בתנאי תשתיות התחבורה. תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי בשנים 2019-2020 תימשך הירידה במסירות. בשנת 2018 היינו עדים ביתר שאת למגמת ההתחזקות של רכבים היברידיים אשר המשיכו ותפסו נתחי שוק משמעותיים (עלייה מנתח שוק של 4% בשנת 2016 לנתח שוק של 16% בשנת 2018) וזאת בעיקר בזכות הטבות מס משמעותיות. באפריל 2019 החמירה רשות המיסים את נוסחת ה"מס הירוק" באופן שהוציא מספר דגמים היברידיים ממיסוי מופחת. מהלך זה עומד בקנה אחד עם הצהרת רשות המיסים משנת 2017 כי בטווח ארוך, יש לשאוף לשיטת מיסוי אחידה על כל כלי הרכב, ללא תלות בסוג הטכנולוגיה אלא רק על סמך דרגת הזיהום של הרכב⁴. השינוי בנוסחת המס הירוק הוביל להתייקרות משמעותית במספר דגמים היברידיים, עד לכדי חוסר כדאיות בייבואם. מידורג מעריכה כי הטכנולוגיה ההיברידית תתקשה להוות אלטרנטיבה כלכלית לרכב בעירה פנימית ללא הטבות מס משמעותית עקב חוסר יעילותה הדורשת שני מכלולי הנעה ביחס למידת החיסכון באנרגיה. בשנים האחרונות בולטת מגמה נוספת, של גידול בביקוש לרכבי SUV, קטגוריה אשר צמחה ב-3 שנים האחרונות בשיעור שנתי ממוצע של כ-30%, בעיקר על חשבון רכבי הסדאן המשפחתיים, מגמה אשר להערכת מידורג צפויה להימשך גם בשנת 2019.

ליבואני הרכב חשיפה משמעותית לשע"ח, המהווה משתנה מרכזי המשפיע על התנודות ברווחיות היבואנים. מחיר הרכישה של כלי הרכב מהיצרן נקוב במט"ח, בעוד שהמחירון לצרכן המקומי נקוב בש"ח, ונקבע בתחילת השנה ובדרך כלל אינו כולל עדכונים לאורך השנה, אלא בדרך של הנחות והטבות. מס הקניה והמכס מחושבים על בסיס מחירים השקלי של כלי הרכב ומעצימים את השפעות שע"ח על העלות הכוללת של יבואן הרכב. לכך יש להוסיף את השפעות השינויים בשערי החליפין על עוצמת התחרות בין יבואנים החשופים למטבעות שונים. מאז תחילת שנת 2019 אנו עדים למגמת התחזקות השקל ביחס למטבעות עיקרים בעולם לרבות הדולר והאירו, אשר החלה בסמוך להעלאת הריבית ע"י בנק ישראל ונתמכת בצפי הקיים בשווקים ובהערכת מחלקת המחקר של בנק ישראל כי הריבית בישראל תעלה לקראת סוף שנת 2019 ובמהלך שנת 2020⁵. מידורג מעריכה כי המשך התחזקות השקל צפוי לתמוך ברווחיותם של יבואני הרכבים בשנת 2019, על אף כי הגנות המטבע צפויות למתן השפעה זו.

ליבואני הרכב חשיפה גבוהה לחברות הליסינג אשר אחראיות לרכש של מעל ל-40%⁶ מכלי הרכב הפרטיים החדשים הנמסרים מדי שנה בישראל ומתאפיינות ביתרון לגודל בכוח הקנייה. לענף חשיפה לגולגולת הפועלת להנמכת חסמי הכניסה לענף והגברת תחרות

⁴ מיסוי ונתונים נבחרים על ענף הרכב בישראל לשנת 2017 - עמ' 10 -

https://taxes.gov.il/about/periodicreports/documents/skitrarehev/rechev2017_acc.pdf

⁵ התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2019 -

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/ResearchDepartmentForecast/forecast0419h.pdf>

⁶ הערכת מידורג המבוססת על היקף צי הליסינג והינו כולל כלי רכב הנרכשים להשכרה, לליסינג ומכירות אפס ק"מ.

המחירים והשקיפות הצרכנית בתחום החלפים ושירותי המוסכים. מידרוג אינה צופה פגיעה מהותית בשחקניות בענף ו/או הוזלת מחירים מהותית בשל רגולציה, בטווח הזמן הקצר והבינוני. הוזלה כזו יכולה להגיע בעיקר מהורדת מרכיב המיסוי, אשר להערכת מידרוג, למדינה אין תמריץ לכך בתקופה הנראית לעין, עקב הגודש בכבישי ישראל וחלקו המהותי של ענף הרכב בסך גביית המיסים של המדינה.

פרופיל עסקי גבוה יחסית הנתמך במותגים רנו וניסאן, לצד תלות מהותית בשתי יצרניות רכב בעלות קשרי בעלות הפועלות כקבוצת רנו-ניסאן

קרסו מוטורס הינה יבואן בסדר גודל בינוני בשוק המקומי, ובשנת 2018 הייתה הרביעית בגודלה, עם היקף מסירות של כ- 32 אלפי כלי רכב ונתח שוק של כ- 11.9% מסך מסירות כלי רכב בישראל (לעומת כ- 11.4% בשנת 2017). המותגים ניסאן ורנו אחראים לעיקר מסירות החברה (כ- 49% וכ- 36%, בהתאמה, בשנת 2018) עם דומיננטיות של מספר דגמים עיקריים המהווים כל אחד מעל 10% מהמסירות. לחברה מענה לשוק הרכב היוקרתי עם המותג אינפיניטי. בנוסף, השקת מותג הרכב המוזל דאציה, שהגיע לנתח שוק של כ- 1.6% בשנת 2018, תומכת אף היא בהגדלת היצע המוצרים תוך מתן פתרון נישתי גם ללקוחות מוטי-מחיר.

לחברה תלות מהותית בספקים שתי יצרניות רכב המצויות בקשרי בעלות, הפועלות כקבוצת רנו-ניסאן⁷. קבוצת רנו-ניסאן, המחזיקה גם במותג מיצובישי (שאינו מיוצג בישראל ע"י החברה), הינה אחת מיצרניות הרכב הגדולות בעולם. בדומה ליתר יבואני הרכב, ליצרן השפעה רבה על תנאי הסחר של החברה, היצע הדגמים וזמינות המלאי ומכאן שמעמדו העסקי של היצרן בשוק העולמי וטיב קשריו עם היבואן המקומי הם בעלי השפעה רבה על הכנסות החברה ורווחיותה. החברה נהנית מקשרים ממושכים ויציבים לאורך זמן מול הספקים ולהערכת מידרוג הדבר מקבל ביטוי באספקת ביקושים התומכים במיצובה העסקי של החברה.

במהלך השנים פיתחה קרסו מספר זרועות פעילות משלימות הכוללות ליסינג, טרייד אין, מימון וביטוח, במטרה עיקרית לספק מכלול פתרונות ללקוחות החברה ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות. פעילויות אלו מתבצעות באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה ותחת הנהלה עצמאית. הבולטת בהן הינה פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק" A2.il). פסיפיק מספקת שירותי ליסינג תפעולי והשכרה לז"ק והינה בסדר גודל קטן-בינוני בענף הליסינג, עם צי של כ- 24 אלפי כלי רכב ליום 31.12.2018, חלק ניכר מכך ממוותגי קרסו. להערכת מידרוג, פסיפיק תורמת למעמדה העסקי של קרסו בהיותה פלטפורמה מהותית למכירות היבואן (כ- 12% ממסירות קרסו בשנת 2018). פעילות נוספת הנמצאת במגמת צמיחה הינה חברת המימון אוטו קאש שירותי מימון בע"מ באמצעותה מעניקה קרסו הלוואות ללקוחות למימון לרכישת כלי רכב חדשים ומשומשים, בעיקר ללקוחות קרסו ופסיפיק.

החלפתם של דגמים פופולריים ועיכוב במענה של היצרן לדגמים בקטגוריה ההיברידית צפויים לשחוק את נתח השוק ורווחיות החברה בטווח התחזית

החברה התמודדה בשנים האחרונות עם החלפתם של דגמים פופולריים וביניהם רנו פלואנס (בשנת 2017) וניסאן מיקרה (בשנת 2018) אשר פגעה וצפויה להמשיך ולפגוע בהיקפי המסירות של החברה גם בשנות התחזית 2019 ו- 2020. בנוסף, קרסו מתמודדת עם שני אתגרים עסקיים הקשורים לקבוצת רנו-ניסאן, המשפיעים לשלילה על היצע הדגמים של החברה בשוק הישראלי: האחד הינו החמרת תקני הפליטה והשני הינו החדירה הגבוהה של הטכנולוגיה ההיברידית לשוק הישראלי. ראשית, תקן בחינת פליטות של רכבי נוסעים Worldwide Harmonised Light Vehicles Test Procedure ("WLTP"), אשר החליף את התקן האירופאי New European Driving Cycle ("NEDC") ומהווה תקן מחמיר יותר בבחינת פליטות של כלי רכב, אילץ יצרנים הפועלים באירופה להתאים את דגמי הרכבים לדרישות התקן. להערכתנו, המשך התאמתם של דגמים לתקן הפליטה המחמיר של WLTP צפוי להשפיע על היצע הדגמים של היצרנים גם בשנות התחזית 2019 - 2020. שנית, קבוצת רנו-ניסאן מצויה מזה שנים במהלך אסטרטגי של התמקדות בפיתוח רכבים חשמליים מלאים, תוך דילוג על פיתוח רכבים בטכנולוגיה היברידית. לאחרונה ובאחור מסוים, החלה רנו-ניסאן לפתח דגמים היברידיים במענה למגמות בשוק ולהתארכות החדירה של הדגמים החשמליים. אסטרטגיה זו עמדה בניגוד להטבות מס מקומיות אשר הוענקו לרכבים היברידיים בשנים האחרונות והעניקו להם יתרון תחרותי משמעותי אשר התבטא בחדירה גבוהה של הדגמים ההיברידיים לשוק על חשבון רכבי בעירה פנימית. כיום לחברה חסר מענה בקטגוריה ההיברידית בדגמים

⁷ Nissan Motor Co., Ltd. מדורגת A3 באופק שלילי ו- Renault S.A. מדורגת Baa3 באופק דירוג יציב על ידי סוכנות הדירוג הבינלאומית Moody's.

המרכזיים, והחברה מעריכה כי בטווח של שנתיים היצרן עשוי לספק מענה הולם לקטגוריה זו. יחד עם זאת, לחברה דומיננטיות בקטגוריית הדגמים המונעים בדיזל, אשר נותנת מענה לביקוש לתצורות דלק חסכוניות בקרב מעסיקים ופרטיים. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח ירידה משמעותית, של מעל 20% בהיקף מסירות החברה בשנת 2019 ויציבות בהיקף המסירות בשנת 2020 תוך קיטון בנתח השוק של החברה בשנים אלו. בד בבד, כנזכר לעיל, קיימת אי וודאות לגבי המשך הטבות המס הנרחבות לכלי רכב היברידיים, אשר המשכן או ביטולן (שצפוי לעמוד בפני מבחן בסוף שנת 2019) הינו בעל השפעה לא מבוטלת על מפת המסירות ונתחי השוק. בשנים האחרונות הגדילה החברה את היקף המסירות לשוק המוסדי אשר היוו מעל ל- 50% ממסירותיה בשלוש שנים האחרונות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי שיעור מסירות החברה לשוק המוסדי צפוי להתמתן בשנות התחזית עקב הסיבות שהוזכרו לעיל. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי שיעור הרווח הגולמי צפוי להשתפר מעט ביחס לשנת 2018 בעיקר עקב שינוי בתמהיל המכירות וצפוי להערכתנו לעמוד על הטווח שבין 10% - 11% וזאת בהשוואה ל- 10.1% בשנת 2018 ו- 13.6% בשנת 2017. בהתאם לתרחיש הבסיס לעיל, הרווח התפעולי של החברה בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) צפוי בשנת 2019 לעמוד בטווח של 160 - 170 מיליון ₪⁸ (לעומת כ-186 מיליון ₪ בשנת 2018 פרופורמה להשפעת תקן IFRS 16) ובטווח דומה גם בשנת 2020. סכום המקורות מפעולות (FFO) צפוי לעמוד בטווח שבין 130 - 140 מיליון ₪ לשנה בשנים 2019 - 2020.

רווחיותה של החברה מצויה במתאם שלילי גבוה לשינויים בשע"ח, ובפרט מטבע האירו המהווה המטבע העיקרי בעסקאות יבוא כלי הרכב וחלקי החילוף בחברה. החברה מגדרת באופן חלקי את השפעות שערי המט"ח בטווח הקצר והבינוני, אולם אין ביכולת החברה לבטל את השפעת תנודתיות המט"ח לאורך זמן. בשנת 2019 החלה מגמה של התחזקות השקל ביחס למטבעות עיקריים בעולם ולרבות הדולר והאירו, אשר החלה בסמוך להעלאת הריבית ע"י בנק ישראל ונתמכת בצפי הקיים בשווקים, הנתמך בהערכת מחלקת המחקר של בנק ישראל, כי הריבית בישראל תעלה לקראת סוף שנת 2019 ובמהלך שנת 2020⁹. מידרוג מעריכה כי המשך התחזקות השקל צפוי לתמוך ברווחיותם של יבואני הרכבים בשנת 2019, על אף כי הגנות המטבע של יבואני הרכבים צפויות למתן השפעה זו.

החוב הפיננסי אינו צפוי לקטון באופן משמעותי גם נוכח היקף גבוה של השקעות הצפוי לחברה וכן בהתחשב כדיבידנד שהוכרז במהלך הרבעון הראשון של שנת 2019 בסך 70 מיליון ₪

הגידול בחוב הפיננסי של החברה בשלוש השנים האחרונות נבע בעיקר מגידול חד במלאי כלי הרכב וזאת כחלק מהגידול בהיקף המסירות של החברה מסך ממוצע של כ- 21 אלף רכבים בשנים 2013 - 2015 לממוצע של כ- 30 אלף רכבים בשנים 2016 - 2018. בשנים האחרונות ביצעה החברה השקעות מהותיות ברכוש קבוע, בעיקר פיתוח מקרקעין לשימושיה הלוגיסטיים, ובנוסף, הנפיקה החברה אגרות חוב סדרה ב' אשר הומחו לחברת הבת פסיפיק לצורך הרחבת פעילות הליסינג. החוב הפיננסי של קרסו בנטרול אג"ח ב' מצוי במתאם גבוה עם היקף המסירות של החברה ובדגש על יתרות המלאי כלי רכב ויתרת הלקוחות. החברה החלה בהקטנת המלאים במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2018 ולתוך שנת 2019, והיא צפויה להמשיך בכך לאור הירידה הצפויה במסירות. ואולם, הערכתנו היא כי המשך השפעות תקן WLTP והצורך של החברה להצטייד במלאי לצורך גישור על החלפת דגמים עשויים להוביל אותה להצטייד במלאים חריגים ולעלייה זמנית בחוב הפיננסי במהלך שנות התחזית 2019 - 2020. תרחיש הבסיס של מידרוג צופה השקעות הוניות בסך של כ- 120 מיליון ₪ לשנה, הכולל בין היתר את הקמתו של מרכז לוגיסטי ומשרדים במקרקעין שבמתחם מעוין שורק שבבעלות החברה, ואשר בנייתו צפויה להיפרס על מספר שנים וכן את הקמתו של בית פסיפיק בפארק ראם, שניהם בעלות השקעה כוללת של כ-200 מיליון ₪ על פני מספר שנים. בהתאם לכך, מידרוג מעריכה תזרים חופשי (FCF) חיובי בהיקף של עד 40 מיליון ₪ (לאחר פירעון התחייבויות חכירה) שכאמור צפוי להקטין במידה מתונה בלבד את החוב הפיננסי של החברה. בתוך כך, מידרוג אינה מניחה גידול בחוב הפיננסי במסגרת אג"ח ב' שמגייסת החברה בעבור חברת הבת פסיפיק. יחסי הכיסוי של החברה איטיים ואינם הולמים את רמת הדירוג של החברה, יחס החוב ל- EBITDA צפוי להערכתנו לנוע בטווח שבין 9.0-7.0 וחוב ל- FFO בטווח של 11.0-9.0. נציין כי לצורך חישוב יחסי המינוף כדלעיל, החוב הפיננסי של החברה נמדד על ידינו כשהוא

⁸ ה- EBITDA וה- FFO מוצגים לאחר השפעות תקן IFRS 16. בנטרול השפעות התקן בשנת 2019 EBITDA צפוי לעמוד על כ- 135 מיליון ₪ ו- FFO על כ- 110 מיליון ₪.

⁹ התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2019 -

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/ResearchDepartmentForecast/forecast0419h.pdf>

כולל את אגרות החוב מסדרה ב' שהונפקו על ידי קרסו ויועדו למימון הפעילות של פסיפיק, כאשר צד התזרים אינו כולל את פרעונות החוב השוטפים מפסיפיק. רמת המינוף של החברה מתונה, ונשענת על כרית משמעותית לספיגת הפסדים המהווה גורם חיובי לדירוג, ומתבטאת ביחס הון למאזן של כ- 40% ליום 31.3.2019 (כ-43% בניטרול השפעת תקן 16 ליום 31.03.2019).

חשיפה לסיכון אשראי של החברה הבת בשליטה מלאה פסיפיק אינה מהווה גורם שלילי לדירוג

החברה מחזיקה בשליטה מלאה בחברת הבת פסיפיק המספקת שירותי השכרה וליסינג תחת המותג Lease4U ומשמשת, בין היתר, כזרוע הפצה עבור החברה ועל-ידי כך תורמת לחדירת מותגי הרכב של החברה בשוק המוסדי ובשוק הפרטי. צי הרכב של פסיפיק מנה כ- 24 אלף כלי רכב ליום 31.12.2018 בהשוואה לכ- 21 אלף כלי רכב בשנת 2017. חלק מהותי (כ-45% ליום 31.12.2018) מצי הרכב של פסיפיק הינם ממותגי קרסו, ריכוזיות אשר מעלה את סיכון הגרט של צי פסיפיק. יחס הון למאזן של פסיפיק ליום 31.3.2019 עמד על כ-20.6%, לעומת כ-22.2% ליום 31.03.2018. העלייה ביחס המינוף של פסיפיק נבע משילוב של גידול מסוים בצי הליסינג והפסד הון שנרשם על החזקתה של פסיפיק במניות קרסו. מידורג מצפה כי פסיפיק תציג שיפור מסוים ביחס המינוף בשנה הקרובה. לפסיפיק התחייבות כלפי הגורמים המממנים לעמוד ביחס הון למאזן של 14%, בה היא עומדת במרווח מספק. עיקר נכסיה של פסיפיק משועבדים לגורמים המממנים. למרות היעדר ערבות של קרסו כלפי התחייבויותיה של פסיפיק, מידורג מאמינה כי לקרסו מחויבות עסקית וערכית כלפי החברה הבת. מידורג ביצעה תרחיש קיצון לגבי הפסדים בלתי צפויים, שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מהאחזקה בפסיפיק. להערכת מידורג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, קרסו תמשיך לשמר יחסי איתנות סבירים. בנוסף, מחזיקה החברה בשליטה מלאה בחברת אוטו קאש שהוקמה בשנת 2014, ומספקת פתרונות מימון לרכישת רכב ללקוחות פרטיים, בעיקר לקוחות קרסו ופסיפיק, זאת כדי לבצר ולחזק את מיצוב החברה על-ידי מתן הצעת ערך כוללת. מודל הפעילות של אוטו קאש הינו גיוס מסגרות אשראי מבנקים ושימוש בהן העצמי שהוזרם לאוטו קאש ע"י החברה, והעמדת אשראי לרכישת כלי רכב, בעיקר כלי רכב משומשים מעסקאות טרייד אין ללקוחות קבוצת קרסו כנגד שיעבוד של כלי רכב. תיק האשראי של אוטו קאש עמד ברבעון הראשון של שנת 2019 על כ- 260 מיליון ₪, ללא שינוי ניכר בהשוואה לשנת 2018. החברה פועלת למכירת תיקי הלוואות של אוטו קאש בהיקף מסוים, ואנו מעריכים כי ללא מכירת תיקים, אוטו קאש לא תגדיל באופן משמעותי את היקף התיק האשראי.

הנזילות מושתתת על מקורות פנימיים מפעולות לצד תנודתיות גבוהה בצורכי ההון החוזר. הגמישות הפיננסית טובה ונשענת על

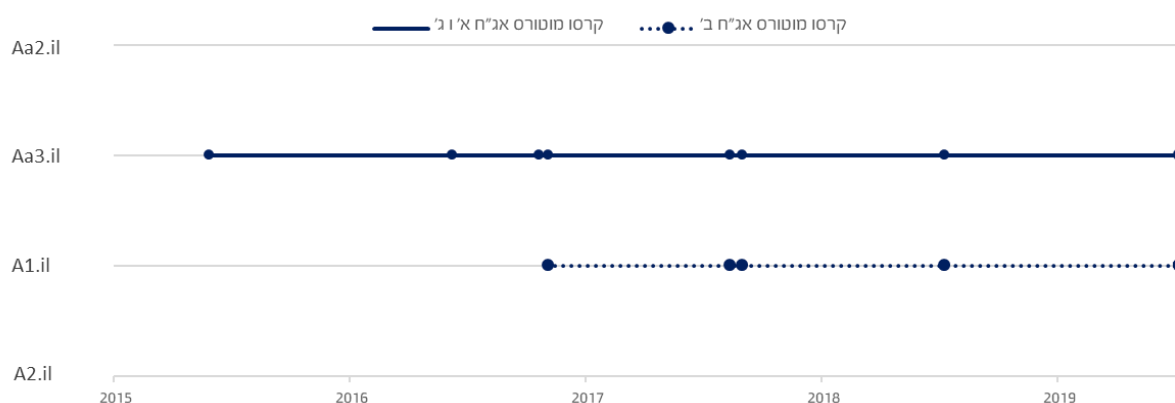
סחירות גבוהה של המלאי

החברה אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות בהיקף משמעותי ואינה מחזיקה במסגרות אשראי חתומות, אלא במסגרות אשראי לא מחייבות בהיקף משמעותי, וזאת על אף תנודתיות גבוהה יחסית בצורכי ההון החוזר. למרות זאת, הסחירות הגבוהה של מלאי כלי הרכב שבבעלות החברה תורמת באופן חיובי לנגישותה למקורות מימון ולגמישותה הפיננסית. נציין עוד כי כל נכסי החברה פנויים משעבוד. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות שהוגדרו לה בשטר הנאמנות מול בעלי האג"ח ועל-ידי הבנקים המממנים ובהן יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-20% וסך הון עצמי שלא יפחת מ-200 מיליון ₪, ונכון ליום 31.03.2019 החברה עומדת בהן במרווח מספק. כנזכר לעיל, מידורג מניחה כי החברה תייצר תזרים חופשי (אחרי תשלומים בגין התחייבויות חכירה), של כ-40 מיליון ₪ במהלך שנת 2019. לחברה חלויות שוטפות של הלוואות לז"א בהיקף של כ- 110 מיליון ₪ (ללא אגרות חוב סדרה ב') שייפרעו בעיקר בדרך של מיחזור חוב.

אודות החברה

קרסו מוטורס בע"מ הינה קבוצה ותיקה הפעילה בענף יבוא הרכב בבעלות משפחת קרסו (כ-70%). החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים כדלקמן: (1) יבוא, הפצה ומכירה, בישראל של דגמי כלי רכב מתוצרת יצרניות הרכב רנו (Renault), דאצ'יה (Dacia), ניסאן (Nissan), דגמי כלי רכב ממותג הפרימיום אינפיניטי (Infiniti) מתוצרת ניסאן, ושל ציוד מכני הנדסי בעיקר מהמותג קייס (Case). כמו כן לחברה פעילות רכישה ומכירה של כלי רכב משומשים (טרייד-אין), בעיקר כחלק מהליך מכירת הרכב החדש (2) מתן שירותים הכוללים שירותי מוסך, אחזקה, אחריות ותיקונים לכלי רכב המשווקים על-ידי החברה, וכן שירותי הפצה, שיווק ומכירה של חלקי חילוף; (3) מתן שירותי ליסינג לסוגיו השונים והשכרת כלי רכב. כמו כן, עוסקת הקבוצה במתן שירותי סוכנות ביטוח ושירותי מימון לרכישת כלי רכב חדשים ומשומשים. בנוסף, החברה מחזיקה ב-33.3% מהון המניות של מטר מוטור, העוסקת בייבוא, שיווק ומכירה בישראל של כלי רכב דו-גלגליים וכלי רכב תפעוליים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קרסו מוטורס בע"מ, דוחות קשורים](#)

[פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ, דוחות קשורים](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2015](#)

[מתודולוגיה לשיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

[מתודולוגיה להתאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

13.06.2019	תאריך דוח הדירוג:
16.09.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
27.05.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרטו מוטורס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קרטו מוטורס 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' 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 והיה 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>