

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

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

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ ("ויקטורי" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/08/2023	יציב	A2.il	1136126	א
02/07/2026	יציב	A2.il	1161488	ב

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה בעלת היקף פעילות בסדר גודל בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל, עם מחזור פעילות של כ- 1.75 מיליארד ₪ בשנת 2019 ורשת חנויות רחבה המונה כ- 59 סניפים נכון ל-30.06.2020, מתוכם כשליש מהסניפים ממוקמים במרכזי ערים או שכונות והיתר בפרברים או באזורי תעשייה. נכון למחצית הראשונה לשנת 2020, שטחי המכירה של הסניפים הסתכמו בכ-67 אלפי מ"ר. החברה מחזיקה בנתח שוק קטן יחסית בענף קמעונאות המזון של כ-3.75% נכון לשנת 2019. החברה הציגה בשנים האחרונות צמיחה אנאורגנית מואצת באמצעות רכישה והקמה של כ-33 סניפים מתחילת שנת 2016, מתוכם כ-10 נפתחו ברבעון הרביעי של 2019 וברבעון הראשון של שנת 2020, בהם סניפים שנרכשו מרשת מגה ויינות ביתן. התרחבות זו גובתה בצמיחה אורגנית מתונה יחסית עד שלילית (בשנת 2019) כפי שמתבטא בגידול מכירות בחנויות זהות ובסטגנציה בפדיון למ"ר. במחצית הראשונה בשנת 2020 נרשמה עלייה חדה במכירות חנויות זהות ברשת ויקטורי, הנובעת, בין היתר, מהבשלת סניפים שנפתחו לפני שנה ויותר ומגידול בביקושים בשוק קמעונאות המזון נוכח התפרצות וירוס קורונה ברבעון הראשון השנה, ולמול צמיחה חלשה ברבעון המקביל בשנת 2019.

להערכתנו, הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מהרחבת הרשת ופריסתה הגיאוגרפית בשנים האחרונות, כגורם שתורם לכוח הקנייה ולפיזור ההכנסות. להערכתנו, החברה הוכיחה בשנים האחרונות יכולת ביצוע והוצאה לפועל של מהלכי רכישה תוך עלייה מתונה בשיעורי הרווחיות. בד בבד, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מצמיחה מתונה עד שלילית בסניפים זהים בחלק מהשנים האחרונות, וכן מבידול שיווקי ופיזור עסקי נמוכים ומצומצמים יחסית למתחרותיה.

הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל מושפע לשלילה מחסמי כניסה נמוכים. התחרות האגרסיבית בענף יחד עם פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל, מכבידים על הצמיחה הפנימית, לצד בידול עסקי נמוך המגביל את גמישות המחיר של השחקניות בענף. אלו ממותנים במידת מה מצד סביבת ביקושים יציבה ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. עוצמת התחרות בין הרשתות, אשר עלתה מדרגה עד לקריסת רשת מגה, התמתנה להערכתנו בשנתיים האחרונות, נוכח מיזוגים ורכישות, מגמה אשר באה לידי ביטוי בהתמתנות מבצעי המכירות והגעה לרוויה מסוימת בגידול מספר הסניפים בענף.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח צמיחה גבוהה בשיעור של כ-10% במכירות חנויות זהות בחברה בשנת 2020, הנובעת בעיקרה מהשפעות מגפת הקורונה בשנה זו על הביקוש למוצרי מזון והיגיינה, לצד גידול הנובע מהרחבת חנויות הרשת בשנים 2019-2020. בשנת 2021 תרחיש הבסיס מניח תיקון מטה בשיעור הגידול במכירות חנויות זהות (הצפוי להסתכם סביב 0% עד שיעור שלילי של מינוס 3%), בהשוואה להיקף המכירות של שנת 2020, בשל דעיכת השפעות מגפת הקורונה במהלך השנה, כך שהכנסות החברה ירדו בשנת 2021 בכ-0.7% בהשוואה לשנת 2020. תרחיש הבסיס מניח כי רווחיותה הגולמית של החברה תנוע סביב 25%-25.5 בשנים 2020-2021. הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 210-190 מיליון ₪ לשנה בשנים 2021-2020 (בהשוואה לכ-194 מיליון ₪ לארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.06.2020). צרכי ההשקעות ההנויות, הכוללים פירעון

¹ על פני נתוני הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2019

התחייבויות חכירה², רכישת סניפים והשקעות שוטפות בסניפים קיימים יסתכמו להערכתנו בכ-150 מיליון ש"ח בשנת 2020 ובטווח של 100-150 מיליון ש"ח בשנת 2021, כוללת בהיקף רכישות סניפים. בהתחשב גם בשינויים בהון החוזר ובחלוקת דיבידנדים, צפוי התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס לעמוד בטווח של 0-20 מיליון ש"ח בשנת 2020. המשך יכולת החברה לצבור מזומנים נתונה למדיניותה לגבי רכישות נוספות מעבר לאלו שבוצעו השנה. איננו מוציאים מכלל חשבון כי החברה תוסיף לרכוש סניפים גם בשנת 2021.

יחסי הכיסוי של החברה נותרו גבוהים יחסית לרמת הדירוג, למרות השיפור ברווח התפעולי וב-EBITDA, והם מושפעים בעיקר מהיקף התחייבויות החכירה שגדל במהלך החודשים האחרונים עם הרחבת הרשת. מידרוג מעריכה כי יחסי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2020-2021 בטווחים של 5.5X - 6.5X (לעומת כ-6.1X בשנת 2019) ויחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-FFO בטווח של 8.0X - 7.0X (כ-7.8X בשנת 2019). רמת המינוף של החברה כפי שנמדדת ביחס ההון למאזן הינה גבוהה יחסית, בשיעור של כ-15% ליום 30.06.2020 וזאת נוכח מרכיב משמעותי של התחייבויות החכירה.

שיקולים נוספים

לחברה נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס לשימושיה השוטפים ובכלל זאת צרכי שירות החוב. נכון ל-30.06.2020 הסתכמו היתרות הנזילות בכ-124 מיליון ש"ח, חלקן נבע מהנפקת אג"ח שביצעה החברה בחודש דצמבר 2019. לחברה אין חוב מול המערכת הבנקאית ויתרת אג"ח הסתכמה בכ-160 מיליון ש"ח נכון ל-30.06.2020, המהווה כ-14% מהחוב הפיננסי המותאם לרבות התחייבויות החכירה. בשיקולי הדירוג הובא בחשבון כי מבנה ההתחייבויות של החברה וגמישותה הפיננסית מהווים גורם ממתן למול יחסי הכיסוי האיטיים. בנוסף הובאה בשיקולי הדירוג הערכתנו כי החברה מאופיינת במוטת שליטה ובניהול הדוק וממוקד, אולם קיימת תלות גבוהה באיש מפתח שהינו מנכ"ל ובעלים בחברה, המהווה גורם סיכון אשראי.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי הנוכחי בשוק קמעונאות המזון ותציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות, וכן כי תשמור על מדיניות פיננסית שמרנית.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה מתמשכת בהכנסות החברה וברווחיותה
- שחיקה לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA מעבר לתרחיש מידרוג

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים [1]:

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	
979	1,398	1,600	1,668	1,747	857	1,158	הכנסות (מיליוני ש"ח)
2.5%	2.6%	2.6%	2.9%	3.1%	2.8%	4.6%	% רווח תפעולי
35.3%	31.6%	32.9%	39.6%	17.5%	20.5%	15.3%	הון עצמי/מאזן
3.3X	1.9X	1.4X	1.0X	6.1X	6.6X	6.0X	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [1]
8.5X	8.0X	9.2X	13.1X	2.3X	3.6X	3.1X	EBIT להוצאות מימון [1]

[1] החל מיום 01.01.2019 החברה מיישמת בדוחותיה הכספיים את תקן IFRS16. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, החוב הפיננסי המותאם החל משנת 2019 כולל תוספת התחייבויות בגין חכירות. כמו כן הוצאות המימון ששימשו ביחס EBIT להוצאות המימון כוללות הוצאות בגין התחייבויות חכירה בהתאם לדוחות הכספיים של החברה. יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים במועד החתך הרלבנטי.

² פרעון התחייבויות חכירה נרשם בדוחות החברה בתזרים מזומנים מפעילות מימון, ובהתאם למתודולוגיה של מידרוג מסווג על ידינו לסעיף השקעות הוניות.

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים*:

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	
32	42	46	49	57	49	59	מספר סניפים (סוף תקופה)
-1.0%	-2.9%	2.5%	1.6%	-0.3%	-1.5%	14.2%	צמיחה במכירות חנויות זהות (SSS)
34,200	32,300	31,800	32,300	32,300	15,900	18,300	מכירות למ"ר, ₪

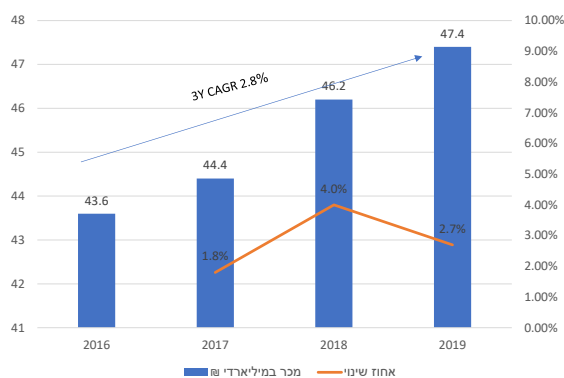
* הנתונים מתוך דוחות כספיים לציבור

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

רמת התחרות בענף התמתנה בעקבות רכישות סניפים בין הרשתות ובלית הגידול בשטחי המסחר; למרות השפעה חיובית בטווח הקצר מצד התפרצות הקורונה, המשבר הכלכלי צפוי לתת אותותיו לאורך זמן גם בסל הקניות

ענף קמעונאות המזון בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית ליתר ענפי המשק, במידה המשפיעה לשלילה על סיכון האשראי של החברה. פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל מכביד על יכולת הצמיחה הפנימית של הרשתות ועל גמישות המחיר בענף. ענף קמעונאות המזון ידע משברים לאורך השנים עם קריסת מספר רשתות גדולות. להערכתנו, קריסתה של רשת מוגה הובילה בחלוף הזמן להתמתנות התחרות בענף, בעיקר בשל מיזוגים ורכישות שמיתנו את הגדלת שטחי המסחר. מגמה זו התגברה עם מכירת סניפים על ידי יינות ביתן בשנה האחרונה, בניסיון להיחלץ מהקשיים אליהם נקלעה. מגמה זו באה לידי ביטוי בהורדת רמת המבצעים והגעה לרוויה יחסית במספר הסניפים במשק, לאחר שהתרחבות שטחי המסחר בחלק מהרשתות הפועלות בענף בשנים האחרונות הייתה גבוהה ביחס לשיעור הגידול באוכלוסייה. ענף קמעונאות המזון מבוזר יחסית בין מספר רב של שחקניות, אולם מספר שחקניות גדולות מחזיקות בנתח שוק משמעותי והן בעלות השפעה ניכרת על המגמות בענף: רשת שופרסל (20%), רמי לוי (12%) ויינות ביתן.

מכר כספי של שוק ה-FMCG בישראל בשנים 2016-2019*



* נתוני סטורנקסט על המכירות בשוק הקמעונאות המבורקד

על פי נתוני סטורנקסט, שנת 2019 רשמה צמיחה של 2.7% במכר מוצרי הצריכה המהירה (FMCG), קצב מתון מהשנה שעברה, אך גבוה ביחס לשנים האחרונות וכן גבוה משיעור הגידול במשקי הבית. תחום המזון לבדו, המהווה נתח של 70% ממכר זה, רשם צמיחה של 2.3%. על פי נתוני סטורנקסט, בשנת 2019 נמשכה מגמת ההתחזקות של רשתות הדיסקאונט על חשבון הערוץ השכונתי. על פי נתוני בנק ישראל, הצריכה הפרטית גדלה בשנת 2019 בכ-33.9% ובדומה לשנים האחרונות המשיכה להתרחב בקצב מהיר יותר מאשר התוצר, ובתוך כך משקל מהותי לרכישות כלי רכב פרטיים. סעיפי הצריכה העיקריים ובכללם המזון המשיכו להתרחב בדומה לקצב בשנה הקודמת.

בשנת 2020 צופה בנק ישראל ירידה בצריכה הפרטית של 7.5% (בתרחיש האופטימי) בעקבות השלכות משבר הקורונה, ובתרחיש פסימי שיעור ירידה של 10.5%. ואולם, נתון זה מושפע בחדות מירידה בקניית כלי רכב פרטיים. בשנת 2021 צפויה צמיחה של 9% (בתרחיש האופטימי) או 6.5% (בתרחיש הפסימי)³. ככלל, ענף המזון חשוף במידה מתונה בלבד למחזוריות כלכלית חיובית או שלילית, בשל היותו מוטה למוצרי צריכה בסיסיים. יתרה מכך, ההשפעה המיידית של התפרצות מגיפת הקורונה הייתה לגידול חד בביקוש למזון ומוצרי היגיינה, אשר הובילה לגידול משמעותי במכירות רשתות המזון הקמעונאיות בחודשים מרץ עד מאי של שנת 2020, כאשר מאז המגמה התמתנה עם ההקלה במגבלות ופתיחה של מקומות בילוי ועסקים באופן הדרגתי. עם זאת, היקפי הצריכה עדיין גבוהים

³תחזית מאקרו כלכלית של בנק ישראל, חטיבת המחקר אוגוסט 2020 מיום 24.08.2020

מהרגיל בשל הגבלות על מקומות בילוי ונסיעות לחו"ל, ושהייה ארוכה יותר בבית. נתוני סטורנקסט מצביעים על עלייה חריגה של 7.2% במכר הכספי של שוק ה-FMCG במחצית הראשונה בשנת 2020 למול מחצית שנייה בשנת 2019 בעקבות מגפת הקורונה (לרוב המחצית השנייה בכל שנה נחשבת לחזקה יותר במכירות הקמעונאיות בכל שנה). השפעה נוספת של התפרצות הקורונה התבטאה בעלייה ברכישת מזון בסביבה הקרובה לבית כגון סניפים שכונתיים וחנויות נוחות, על חשבון רכישה בסניפי דיסקאונט בפרברי הערים. לצד הגידול בביקושים בשל המגפה, אנו סבורים כי ההשלכות הכלכליות של התפרצות הקורונה, ובעיקר הגידול החד בשיעור המובטלים, העלייה בחששות הכלכליים וירידה בהכנסה הפנויה, יחלישו את הביקוש למוצרי פרימיום ויגבירו את רגישות המחיר של פלח גדול מהצרכנים ואלו עלולים להוביל להתמתנות בביקושים בשנת 2021, בוודאי בהשוואה לשנת 2020.

מגבלות הקורונה הביאו לגידול משמעותי בביקוש לקניות און-ליין בתחום המזון. רשת שופרסל מובילה את מכירות האון-ליין בתחום המזון בישראל עוד טרום הקורונה, ואלו היוו כ-18.7% מסך מכירותיה נכון למחצית ראשונה שנת 2020 וזאת לעומת שיעור של כ-15% בשנת 2019⁴. מידרוג מניחה כי מכירות האון-ליין יוסיפו לגדול באופן איטי יחסית לקטגוריות שאינן מזון. לשם השוואה, שיעור החדירה של מכירות און-ליין בקרב קמעונאיות מזון בארה"ב אינו צפוי לעלות על 5% בסוף שנת 2021, כאשר סגמנט זה הינו אחד מהנמוכים ביותר מבחינת שיעורי החדירה בענף הקמעונאות בארה"ב⁵.

אנו מעריכים כי המגמות אשר יוסיפו ללוות את הענף כוללות השקעות באון-ליין ופיתוח מרלו"גים או מרכזי שילוח, הרחבת המותג הפרטי ורכישות ומיזוגים במיוחד לאור מצב פיננסי מאתגר מצד שחקנית נוספת בענף, רשת יינות ביתן בע"מ. כמו כן, התפתחות תחום כריית המידע בשילוב עם מועדוני הלקוחות של הקמעונאיות, עשויה להוסיף ולהתפתח לכדי הצעת ערך ללקוחות של מבצעים והנחות מותאמים אישית לצרכיהם אשר מבוססים על מאגרי מידע הכוללים את דפוסי הקנייה שלהם וזאת במטרה להגדיל את סל הרכישה.

מיצובה העסקי של החברה נתמך בהרחבת הפעילות בשנים האחרונות באמצעות רכישת סניפים, אולם בבידול נמוך בשל הצעת ערך מוגבלת

נכון ל-30 ביוני 2020 לחברה כ-59 סניפים פעילים מתוכם כ-10 נפתחו ברבעון הרביעי של 2019 וברבעון הראשון של שנת 2020. מחזור המכירות של החברה בשנת 2019 הסתכם בכ-1.75 מיליארד ₪ (לעומת כ-1.65 מיליארד ₪ בשנת 2018 ו-1.6 מיליארד ₪ בשנת 2017), ושיקף להערכת החברה נתח שוק של כ-3.75%. כשליש מהסניפים ממוקמים במרכזי ערים או שכונות והיתר בפרברים או אזורי תעשייה. החברה הוכיחה יכולת ביצוע גבוהה כפי שהודגם בשנים האחרונות בצמיחה אנאורגנית מואצת כפי שהתבטא בשילוב והקמה של 33 סניפים מתחילת שנת 2016 בהם סניפים שנרכשו מרשת מגה ויינות ביתן ופתיחה עקבית של סניפים נוספים עצמאית. בשנים אלו הרשת הגדילה את שטחי המסחר מכ-31 אלף מ"ר לכ-67 אלף מ"ר נכון ל-30.06.2020. עם זאת, צמיחה זו גובתה בצמיחה אורגנית מתונה יחסית לגידול השוק כולו, כפי שמתבטא בגידול במכירות חנויות זהות (Same Stores Sales) וכן בסטגנציה בפידיון למ"ר בשנים האחרונות. זאת, עד למחצית הראשונה בשנת 2020, שכאמור הושפעה לחיוב באופן חריג מהשלכות הקורונה וכן מרבעון ראשון חלש יחסית אשתקד. להערכת מידרוג, התרחבות הרשת והגידול במחזור המכירות, במצבת הסניפים ובשטחי המסחר, משפרים את מיצובה העסקי של החברה, באמצעות חיזוק כוחה מול ספקים, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסניפים והגדלת פיזור ההכנסות והתרומה בין הסניפים.

בשנים האחרונות רשמה החברה סטגנציה יחסית בפדיון למ"ר הממוצע ברשת, אם כי נתון זה צפוי לגדול לאור פתיחת סניפים בעלי שטח מסחר גבוה יותר מאלו של הסניפים הקיימים, באזור גיאוגרפי בו לחברה לא הייתה עד כה פעילות (כגון קניון מלחה בירושלים וקניון איילון ברמת גן שנרכשו ממגה בתחילת שנת 2020 בשטח מסחר כולל של כ-6,000 מ"ר ברוטו).

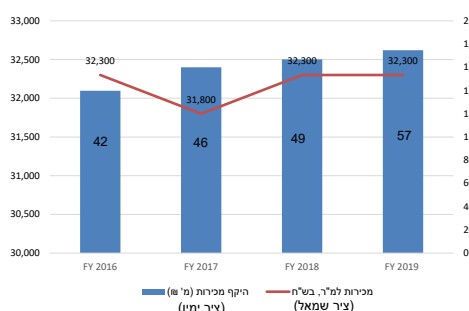
אנו מעריכים את הבידול השיוקי של רשת ויקטורי כנמוך יחסית בקרב רשתות הדיסקאונט או חנויות הנוחות במרכזי הערים. בדומה לרשתות הדיסקאונט האחרות, האסטרטגיה השיוקית של החברה לבידול הרשת מול המתחרים הינה מחירים מוזלים, ריבוי מבצעים

⁴ על פי נתונים בדוחות הכספיים לציבור

⁵ נתוני Moody's על שוק רשתות המזון בארה"ב, יולי 2020

והנחות כמותיות. פעילות המותג הפרטי אינה בלב אסטרטגיית החברה כיום, והחברה שמה דגש על הרחבת היבוא המקביל. חדירת מועדון הלקוחות של החברה עדיין נמוכה משל מתחרותיה בענף ולהערכתנו פיתוח מועדון הלקוחות אינו עומד בלב הצעת הערך של החברה. אסטרטגיית האון-ליין של החברה התפתחה באופן מהוסס בשנים האחרונות, בעיקר כמענה לצורך הכרחי של פלח מהלקוחות ולנוכח עלויות חדירה גבוהות. פעילות זו הושקה בתחילת שנת 2017 ועברה להציג רווחיות תפעולית בשנת 2019 לאור פעולות התייעלות, כאשר להערכת החברה החל משנת 2020 הרווחיות מפעילות האון-ליין דומה לזו של כלל החברה. במהלך הרבעון השני בשנת 2020 החברה הסבה סניף בתל אביב לפעילות מקוונת בלבד כפיילוט לבחינת העברת סניפים נוספים בעלי רווחיות נמוכה למתווה פעילות דומה לשם הגדלת היקפי המכירות. במחצית הראשונה 2020 חלה עלייה במכירות האון-ליין של הרשת והן היוו כ-5% מסך מכירות החברה. כמו כן, החברה השיקה פעילות של איסוף עצמי מהסניפים לאחר התפרצות מגפת הקורונה כהצעת ערך ללקוחותיה (נחות וביטול זמני המתנה למשלוח ההזמנה). להערכתנו, החברה תידרש לכברת דרך, והשקעות נוספות, ככל שתיבחר להפוך לגורם משמעותי בשוק האון-ליין הצומח, ועד אז יש בכך לפגום במידת מה במיצובה העסקי ביחס למתחרותיה. החברה פועלת להגדלת נתח השוק שלה גם באמצעות שיווק תווי קנייה לקהלי לקוחות שונים כגון וועדי עובדים, גופים ציבוריים. אסטרטגיית המיקומים של החברה שמה דגש על הרחבת הפריסה הגיאוגרפית באזורים בהם אין לחברה נוכחות משמעותית, וכן עד לאחרונה, גם בדגש על כניסה למרכזי הערים. הפיזור העסקי של החברה מצומצם יחסית למתחרותיה, כגון רכישת קווי עסקים המשיקים לקמעונאות מזון, כגון תחום הפארם.

ויקטורי: פדיון לשטחי מסחר והיקף מכירות למס' סניפים



בשנת 2019 רשמה החברה צמיחה שלילית במכירות חנויות זהות בשיעור של 0.3%, לעומת שיעור חיובי של כ-2.5% בשנת 2017 וכ-1.6% בשנת 2018. במחצית הראשונה של שנת 2020 חלה עלייה משמעותית בהיקפי המכירות של החברה, עם גידול בפדיון למ"ר לכ-18.3 אלף ש"ח למול 15.9 אלף ש"ח במחצית ראשונה 2019, הנובע מגידול בכמות הלקוחות המבקרים בסניפים (צמיחה אורגנית) ופתיחת סניפים חדשים (צמיחה אנאורגנית). נתונים אלו הושפעו כאמור לחיוב ממגמת השוק, אולם רשת ויקטורי הציגה צמיחה טובה גם בהשוואה לשוק, מה שעשוי להצביע על הגדלת נתח השוק.

שיפור הרווחיות בשל הצמיחה ושיפור תנאי הסחר מול הספקים, לצד בלימת המבצעים, צפוי להישמר

במחצית הראשונה של שנת 2020 הסתכמו מכירות החברה בכ-1.2 מיליארד ש"ח מהווה גידול של כ-35% לעומת המחצית הראשונה של שנת 2019, אז הסתכמו המכירות בכ-0.9 מיליארד ש"ח. הגידול בפדיון בחנויות זהות במחצית הראשונה של שנת 2020 הסתכם בכ-14.2% בהשוואה למחצית הראשונה של 2019.

החברה הציגה במהלך השנים האחרונות עליה ברמת הרווחיות שנבעה במידה רבה משיפור תנאי הסחר מול הספקים בשל התרחבותה של החברה ובלימת מבצעים, בהתאם למגמה בענף. כמו כן, הדבר נבע משינויי המחרה בתחום המכירות המקוונות. במחצית הראשונה לשנת 2020 הרווח הגולמי הסתכם בכ-25.5% מההכנסות למול ממוצע תלת-שנתי של 24.7% בשנים 2017-2019. הרווח התפעולי הסתכם בכ-4.6% מההכנסות למול ממוצע תלת שנתי של כ-2.9% בתקופות אלו, בהתאמה. הרווחיות התפעולית הכוללת לטובה במחצית הראשונה הושפעה מהגידול החד במכירות חנויות זהות וכן משמירה על מבנה עלויות מטה דומות על אף הגידול הניכר בפעילות בעקבות מגפת הקורונה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה יציגו צמיחה שנתי של כ-32% בשנת 2020 ביחס לשנת 2019, הנובעת מגידול של כ-10% במכירות חנויות זהות, הנובע בעיקרו מהשפעת הגידול בביקושים בשל מגיפת הקורונה וכן מהנבט סניפים אשר נפתחו במהלך שנת 2019 ותחילת 2020. בשנת 2021 תרחיש הבסיס מניח כי יחול תיקון מטה במכירות חנויות זהות (ששיעורן יסתכם סביב 0% עד שיעור שלילי של מינוס 3%) בשל דעיכת הביקושים הגבוהים בשוק המזון במהלך השנה וחזרה לשיעור צמיחה דומים

לשנים הקודמות, וכמו כן המשך פתיחת סניפים חדשים אם כי בהיקף מצומצם יותר משל השנים האחרונות, כך שהכנסות החברה ירדו בשיעור של כ-0.7% בשנת 2021 לעומת שנת 2020. היקפי ההכנסות בשנים 2020-2021 צפויים להסתכם בכ-2.3 מיליארד ש"ח לשנה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי רווחיותה הגולמית של החברה תנוע סביב 25%-25.5% בשנים 2020-21. תרחיש הבסיס מניח כי הרווחיות התפעולית תנוע סביב 3%. הערכות אלו מבוססות על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) עליה ביכולת המיקוח של החברה מול הספקים בעקבות הגידול בהיקפי הפעילות (2) גמישות מוגבלת ברמת המחירים, בעיקר בסניפי הדיסקאונט, לאור רמת נאמנות נמוכה של הלקוחות והשפעות משבר הקורונה על ההכנסה הפנויה (3) שמירה על היקף שכר עבודה ביחס להכנסות בדומה לשנת 2019 ואי העלאה של שכר המינימום במשק בטווח התחזית (4) עליה ניכרת בהיקפי הוצאות הפרסום ביחס לשנת 2019 לאור פתיחת הסניפים החדשים.

התחייבויות חכירה כבדות מאיטות את יחסי הכיסוי אולם היקף התזרים תומך בהורדת החוב הפיננסי לאורך זמן

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 190-210 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2020-2021 (בהשוואה לכ-152 מיליון ש"ח בשנת 2019 ולכ-194 מיליון ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.06.2020). המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לנוע סביב 150 מיליון ש"ח לשנה בשנים אלו. ההשקעות ההוניות של החברה יסתכמו להערכתנו בכ-150 מיליון ש"ח בשנת 2020 ובטווח של 100-150 מיליון ש"ח בשנת 2021 כתלות בהיקף רכישות סניפים. סכומים אלו משקפים פירעון התחייבויות חכירה בהיקף של 75-70 מיליון ש"ח בשנה, רכישת סניפים בשנת 2020 בהיקף של כ-50 מיליון ש"ח ובשנת 2021 בטווח שבין 0 עד 50 מיליון ש"ח וכן השקעות ברכוש קבוע לצורך שיפוץ ותחזוקה בסניפים קיימים בהיקף של 30-25 מיליון ש"ח בשנה. יצוין כי לאור רכישת סניפים חדשים בשנת 2019 ובמחצית הראשונה 2020 חל גידול בהיקפי ההשקעה ההונית לעומת שנים קודמות, לרבות תשלומי התחייבויות חכירה. איננו מוציאים מכלל חשבון כי החברה תוסיף לרכוש סניפים גם בשנת 2021. להערכתנו, השקעות אלו ימומנו ממקורותיה הפנימיים של החברה והיתרות הנזילות.

לאחר שינויים בהון החוזר (בהנחת שימור ימי הלקוחות והספקים הממוצעים לשנת 2019) וחלוקת דיבידנדים (בהנחת שיעור חלוקה של כ-50% מהרווח הנקי), צפוי התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס לעמוד בטווח של 0-20 מיליון ש"ח בשנת 2020 כאשר המשך יכולתה של החברה לצבור מזומנים נתונה למדיניותה לגבי רכישות נוספות מעבר לאלו שבוצעו השנה.

נכון ל-30.06.2020 היקף החוב הפיננסי ברוטו המותאם הסתכם בכ-1.15 מיליארד ש"ח, מתוכו כ-1 מיליארד ש"ח בגין התחייבויות חכירה, וזאת לעומת כ-723 מיליון ש"ח ליום 30.06.2019, אז עמדו התחייבויות החכירה על כ-649 מיליון ש"ח. הגידול בהתחייבויות החכירה בשנה האחרונה נבע מגידול מצבת הסניפים וכן מתמהיל הסניפים החדשים. רמת המינוף של החברה כפי שנמדדת ביחס ההון למאזן הינה גבוהה, בשיעור של כ-15% ליום 30.06.2020 וזאת נוכח מרכיב משמעותי של התחייבויות חכירה המהוות את עיקר התחייבויותיה לצד מימון ספקים. כך, ימי אשראי הספקים עמדו על כ-80 ב-30.06.2020 (לעומת כ-70 ב-30.06.2019 ועל כ-77 ב-31.12.2019) ולהערכתנו הם אינם גבוהים יחסית לענף. החוב הפיננסי למחזיקי האג"ח הסתכם לאותו מועד בכ-158 מיליון ש"ח.

להערכת מידרוג, החברה צפויה להקטין את החוב הפיננסי בהתאם ללוח הפירעונות של אגרות החוב (סדרות א' וב') על בסיס מקורותיה הפנימיים ויתרותיה הנזילות בשנים הקרובות. מידרוג מעריכה כי יחסי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפויים לנוע בשנים 2020-2021 בטווחים של $6.5X$ - $5.5X$ (לעומת כ- $6.1X$ בשנת 2019) ויחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-FFO בטווח של $8.0X$ - $7.0X$ (כ- $7.8X$ בשנת 2019). יחס הכיסוי של הרווח התפעולי להוצאות המימון ברוטו הסתכם בכ- $2.3X$ בשנת 2019 וצפוי לנוע להערכתנו סביב $2.5X$.

מדיניות פיננסית הולמת לדירוג עם ניהול נזילות שמרני ומדיניות חלוקה סבירה

לחברה נזילות טובה המגובה ביתרות נזילות בהיקף משמעותי של כ-124 מיליון ₪ נכון ל-30.06.2020, מתוכן כ-43 מיליון ₪ השקעות בני"ע סולידיים (לחברה מדיניות השקעה של עד 20% במניות והיתר באגרות חוב ממשלתיות או קונצרניות בדירוג השקעה). בדצמבר 2019 גייסה החברה אגרות חוב (סדרה ב') בסך של כ-100 מיליון ₪, שתמורתן תרמה לעיבוי היתרות הנזילות. לחברה אין מסגרות אשראי חתומות בהיקפים משמעותיים. תרחיש הבסיס שלנו מביא בחשבון כי יתרותיה הנזילות של החברה, ייתכן וישמשו בחלקם למימון מיזוגים ורכישות בהמשך בטווח הקצר והבינוני. בשנים 2017-2019 שיעור חלוקת הדיבידנד הממוצע מהרווח הנקי הסתכם בכ-61%, זאת על בסיס מדיניות לחלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי.

שיקולים נוספים לדירוג

תלות גבוהה באיש מפתח מעלה סיכון עסקי

קיימת להערכתנו תלות באיש מפתח בחברה, מר אייל רביד שהינו מנכ"ל ובעלים, מאפיין המעלה להערכתנו את סיכון האשראי. כמו כן, נציין כי מעבר לכך, החברה מאופיינת במוטת שליטה ובניהול הדוק וממוקד כאשר בני משפחה נוספים מחזיקים בהון המניות של החברה ומכהנים בתפקידי ניהול בכירים.

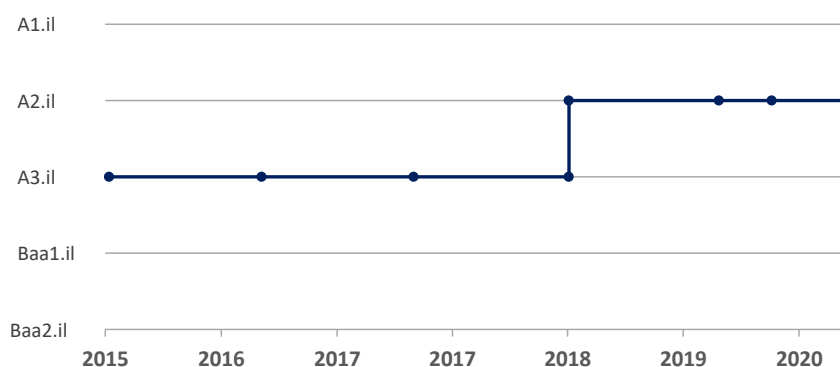
גמישות פיננסית טובה ממתנת את השפעת יחסי הכיסוי האיטיים

דירוג החברה זכה להטבה חלקית נוכח הערכתנו לגמישות פיננסית טובה של החברה, שאינה מקבלת ביטוי ביחסי כיסוי החוב האיטיים של החברה, הנובעים כאמור מהתחייבויות חכירה גבוהות. להערכת מידרוג, המיצוב הפיננסי של החברה הינו גבוה מזה המשתקף ביחסי הכיסוי, נוכח מרכיב חוב פיננסי נמוך, מרחק גבוה מאמות מידה פיננסיות, ומאזן נזיל יחסית עם צורכי הון חוזר מתונים.

אודות החברה

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ הינה חברה ציבורית הפעילה משנת 1996 בתחום קמעונאות המזון ומתמקדת בתחום חנויות הדיסקאונט תחת המותג "ויקטורי". מטה החברה והמחסן הלוגיסטי ממוקמים ביבנה. נכון ליוני 2020 הפעילה החברה 59 מרכולים בפריסה ארצית בשטח מסחרי כולל של כ-67 אלף מ"ר. לחברה מצבת של כ-2,920 עובדים נכון ל-31.12.2019. בעלת השליטה בחברה הינה משפחת רביד, כאשר מר חיים רביד (2.85% מהון המניות) מכהן כנשיא החברה וסמנכ"ל הכספים, מר אייל רביד (30.18%) מכהן כמנכ"ל החברה ומר אברהם רביד (30.18%) מכהן כסמנכ"ל תפעול ופיתוח עסקי. יתר המניות מוחזקות על ידי הציבור (כ-17%) ועל ידי גופים מוסדיים (כ-20%). ביוני 2020 מוזגה פעילות החברה הבת בבעלות מלאה א.ב.א ויקטורי חברה לניהול ואחזקות בע"מ לתוך פעילות החברה.

היסטוריית דירוג



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.06.2020		פרמטרים	מיליוני ₪ קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	יציבות סל המוצרים של הקמעונאי והביקושים	ענף הפעילות
Baa.il	---	Baa.il	---	מאפיינים תחרותיים	פרופיל עסקי
A.il	2.3 מיליארד ₪	A.il	2.0 מיליארד ₪	היקף פעילות - LTM	
A.il	---	A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
A.il	3%	A.il	4.1%	שיעור רווח תפעולי להכנסות	רווחיות
Baa.il	17.5%	Baa.il	15%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	2.5 X	A.il	3.1 X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	LTM EBITDA / חוב
Baa.il	5.5- 6.5 X	Baa.il	6.0 X		
Aa.il	FFO - 150 מ' ₪ FFO-CapEx - בגובה 0-150 מ' ₪	Aa.il	FFO - 150 מ' ₪ - FFO-CapEx שלילי בגובה כ- 50 מ' ₪	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	תזרים יחסי כיסוי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

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

דוחות קשורים

[ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 15.09.2020

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 28.11.2019

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 20.07.2015

שם יוזם הדירוג: ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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' 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 וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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 ביעוץ 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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>