

# השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג

דוח מיוחד | אוקטובר 2024

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינוי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

## אנשי קשר:

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה

קצינת אשראי ראשית

[avigail.k@midroog.co.il](mailto:avigail.k@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן, מנהלת פעילות הדירוג

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

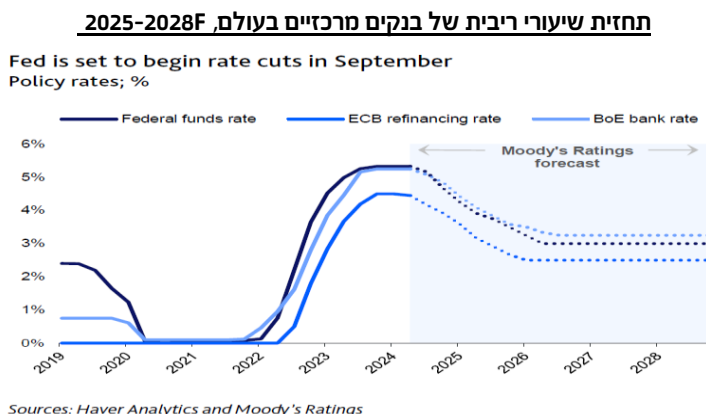
## השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג

### הקדמה

ב-7 באוקטובר 2023 פרצה מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה") אשר עד לאחרונה התמקדה בעיקר בלחימה בארגון הטרור חמאס ברצועת עזה ובמקביל בארגון הטרור חיזבאללה בלבנון. לאורך החודשים האחרונים עבר בהדרגה מרכז הכובד של המלחמה לחזית הצפונית ובספטמבר 2024 הגיעה המערכה הצפונית לשיאה עם פתיחת מבצע "חיצי הצפון", שבו החלה פעילות מרוכזת ועצימה של ישראל נגד ארגון הטרור חיזבאללה, במטרה לאפשר חזרה של תושבי הצפון לבתיהם. בד בבד קיימות זירות ביטחוניות נוספות, קרובות ורחוקות כאחד: ארגוני הטרור ביהודה ושומרון, החות"ם בתימן וארגוני טרור המזוהים עם איראן בסוריה ובעיראק, כאשר בראשית אוקטובר 2024 חלה הסלמה משמעותית גם בחזית של ישראל מול איראן, אשר עלולה להוביל למלחמה אזורית. על אף ההצלחות שנחל צה"ל עד כה במבצע הצפוני, אי-הוודאות הביטחונית נותרת גבוהה, בדגש על המשך ההתפתחות בחזית האיראנית, כאשר נכון למועד זה חלק גדול מאזורי צפון הארץ מצויים תחת הנחיות חרום המשתנות מעת לעת. דוח זה מתייחס להשלכות המלחמה הקיימות והצפויות על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג ואופן בחינתן על ידי מידרוג.

### סביבת מאקרו גלובלית

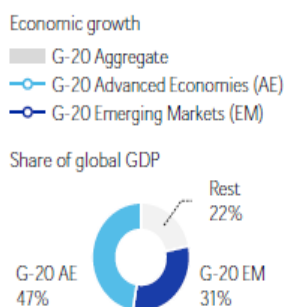
#### צמיחה גלובלית וריבית



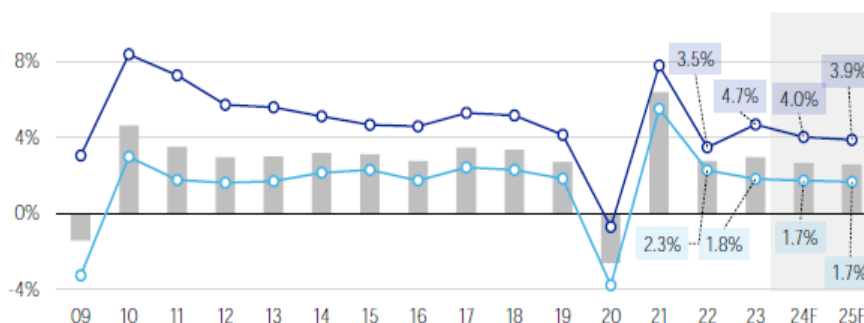
בהתאם לתחזית Moody's, כלכלות ה-G-20 יתרחבו יחדיו ב-2.7% בשנת 2024 וב-2.5% בשנת 2025. כאשר צמיחתן של הכלכלות המפותחות ב-G-20, צפויה לעמוד על 1.7% ב-2024 וב-2025. ואילו הצמיחה של הכלכלות המתפתחות ב-G-20 תעמוד על 4.0% בשנת 2024 ו-3.9% בשנת 2025. בהתאם לתחזית זו, הפד יוריד את הריבית בשנת 2024 ב-0.75% במצטבר, ובהמשך ב-1.25% במצטבר בשנת 2025.

### תחזית צמיחה גלובלית לכלכלות G-20, 2009-2025F

#### G-20 annual growth



Source: Moody's Ratings



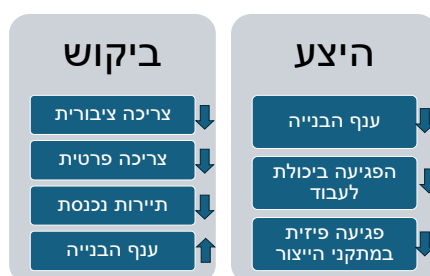
## סביבת מאקרו מקומית והמערכת הבנקאית

### סביבת מאקרו מקומית

ביום 27.09.2024 סוכנות הדירוג Moody's ("מודי'ס") הודיעה על הורדת הדירוג של מדינת ישראל בשתי דרגות, מ-A2 ל-Baa1, תוך הותרת אופק הדירוג בתחזית שלילית. גורם המפתח להורדת הדירוג הינו התגברות משמעותית ברמת הסיכון הגיאופוליטי, בעקבות התעצמות הלחימה בצפון בשבועות האחרונים, הנושאת השלכות שליליות על סיכון האשראי של המדינה הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך. במודי'ס מעריכים כי הכלכלה הישראלית תתקשה להשתקם באופן מהיר בעקבות המלחמה ובסיומה, בשונה מעימותים צבאיים קודמים. במקום זאת מעריכים במודי'ס כי ההתאוששות הכלכלית תהיה ארוכה ואיטית ובשילוב עם עימות צבאי רחב ומתמשך, תדחק את האפשרות להתייצבות ביחס חוב תוצר בהשוואה לתחזיות קודמות. להערכת מודי'ס, התגברות הסיכון הגיאופוליטי מצביעה גם על שחיקה באיכות מוסדות השלטון בישראל אשר לא נקטו בפעולות הנחוצות לשמירה על מדדי איכות האשראי של המדינה.

במודי'ס מעריכים כי צמיחת התמ"ג הריאלי תעמוד על 0.5% בשנת 2024 ועל 1.5% בשנת 2025, נמוך משמעותית מתחזיותיה המוקדמות לצמיחה של 4% בשנת 2025. כמו כן, מעריכים במודי'ס כי בשל היחלשות הצמיחה צפוי הגירעון בתקציב בשנת 2024 לעמוד על כ- 7.5% מהתוצר ובשנה הבאה לרדת לשיעור של 6% מהתוצר, שניהם גבוהים מההערכות הקודמות. להערכת מודי'ס, בשל כך שיעור החוב לתוצר צפוי להתייצב על רמה גבוהה יחסית של 70%, זאת למול התחזית טרם המלחמה, לירידת היחס לשיעור של 50%. בהתאם לתחזית המאקרו כלכלית של בנק ישראל מחודש יולי 2024, הצמיחה במשק צפויה לעמוד על כ-1.5% בשנת 2024 ועל כ-4.2% בשנת 2025. ההנחה בבסיס התחזית הינה כי ההשפעה הכלכלית הישירה של הלחימה בחזית הדרומית ובחזית הצפונית תימשך עד תחילת שנת 2025. תחזית זו מגלמת השפעות שליליות על התוצר מצד הייצע ומצד הביקוש כאחד, כאשר בצד הייצע, השפעת הפגיעה בהיצע העבודה צפויה להשפיע בכל ענפי המשק ובפרט **בענף הבנייה**, בשל הגבלות משמעותיות על כניסת עובדים פלסטינאים מיהודה ושומרון והפסקה מוחלטת של העסקת עובדים מעזה. על פי הערכות בנק ישראל, טרם המלחמה היוו העובדים הפלסטינאים כ-30% מכוח האדם בענף הבנייה. כמו כן, צד הייצע צפוי להיות מושפע לשלילה כתוצאה מהפגיעה ביכולת לעבוד ופגיעה פיזית במתקני הייצור. בצד הביקוש, בנק ישראל מעריך כי הממשלה תבצע התאמות משמעותיות בתקציב לשנת 2025, הן בצד ההוצאות והן בצד ההכנסות, על מנת לרסן את העלייה בגירעון וביחס החוב לתוצר. ההתאמות של הוצאות הממשלה וירידת הוצאות הלחימה צפויות להתבטא **בהאטה של הצריכה הציבורית** ב-2025, ואילו העלאות מסים צפויות לרסן את הביקוש לצריכה פרטית. בנוסף, הירידה בתיירות הנכנסת כתוצאה מהמלחמה תפגע בביקושים אף היא. מנגד, **בענף הבנייה** צפויה בטווח התחזית עלייה בביקוש, בין היתר בעקבות הצורך בשיקום מבנים.

### גורמים עיקריים המשפיעים על היצע וביקוש התוצר בתחזית בנק ישראל

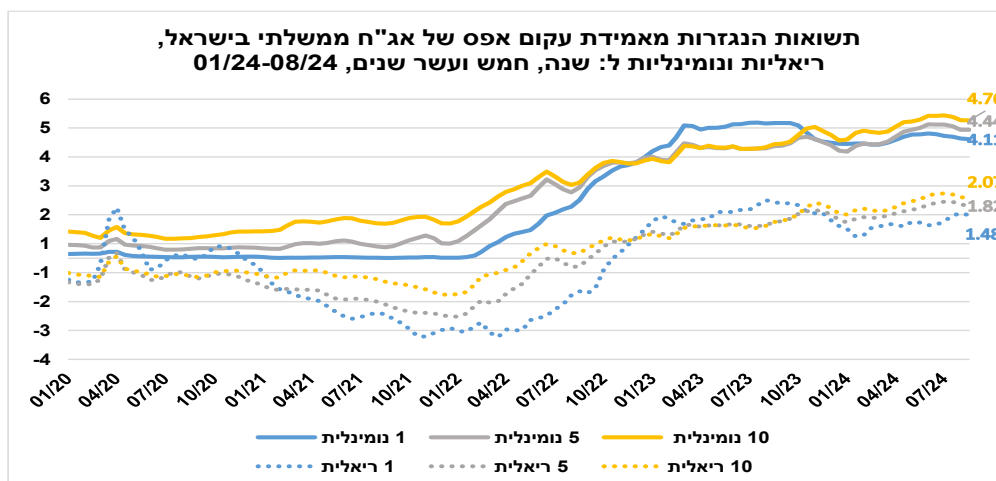


בהתאם להערכות בנק ישראל, שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השני של שנת 2025, צפוי לעמוד על 3.2%. שיעור האינפלציה במהלך שנת 2024 צפוי להיות 3.0%, ובמהלך שנת 2025 הוא צפוי לעמוד על 2.8%. תחזית זו לאינפלציה מגלמת העלאות מסים עקיפים כגון: העלאת המע"מ, הצפויות לתרום לעלייה באינפלציה וכן מגבלות על היצע העבודה, הצפויות לייקר את העלויות ובהתאם לתרום לעלייה במחירים. ברבעון השני של 2025 הריבית צפויה לרדת מעט ולעמוד על 4.25%. כמו כן, שיעור האבטלה בקרב גילאי העבודה העיקריים צפוי לעמוד על 4.0% בשנת 2024 ועל 3.8% בשנת 2025.

התנאים הפיננסיים בישראל

התשואות הנגזרות באג"ח ממשלתי ומרווח האשראי של מדינת ישראל

התשואות הריאליות והנומינליות הנגזרות מאמידת עקום האפס של אג"ח ממשלתי בישראל משקפות יציבות ואף ירידה מסוימת בחודשים האחרונים. יחד עם זאת, בשל גובה הריבית, התנאים הפיננסיים נותרים הדוקים. הריבית הנומינלית הנגזרת מעקום האפס ל-5 שנים עומדת על כ-4.11% והריבית הריאלית ל-5 שנים עומדת על כ-1.48%, בהתאם לממוצע חודש אוגוסט. פער הריביות משקף ציפיות אינפלציה של כ-2.6%.

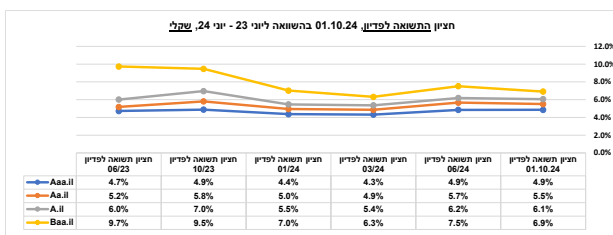


נתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג

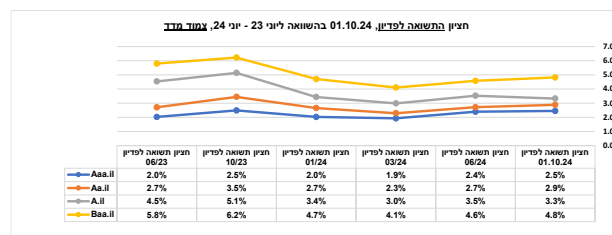
שוק האג"ח הקונצרני

בקרב איגרות החוב הקונצרניות המדורגות על ידי מידרוג נרשמה פתיחת מרווחים עם פרוץ המלחמה, אך מהנתונים כיום עולה כי המרווחים והתשואות לפדיון נותרים דומים לרמתם בחודש יוני 2023 במרווח מאג"ח ממשלתי באפיק השקלי. להלן השוואה של התשואות לפדיון ומרווחי איגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג, באפיק השקלי ובאפיק צמוד מדד בין ה-01.10.24 לבין נתוני יוני 2023 ועד יוני 2024:

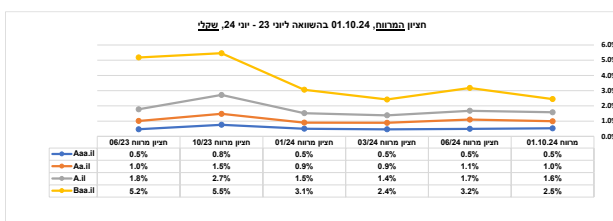
תשואה לפדיון, אג"ח מדורג שקלי



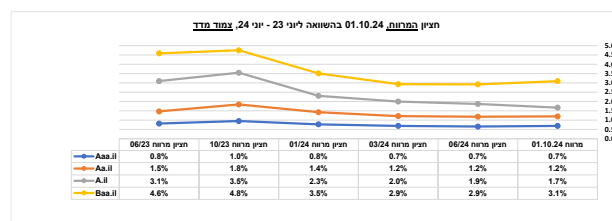
תשואה לפדיון, אג"ח מדורג צמוד מדד



מרווח מאג"ח ממשלתי, אג"ח מדורג שקלי

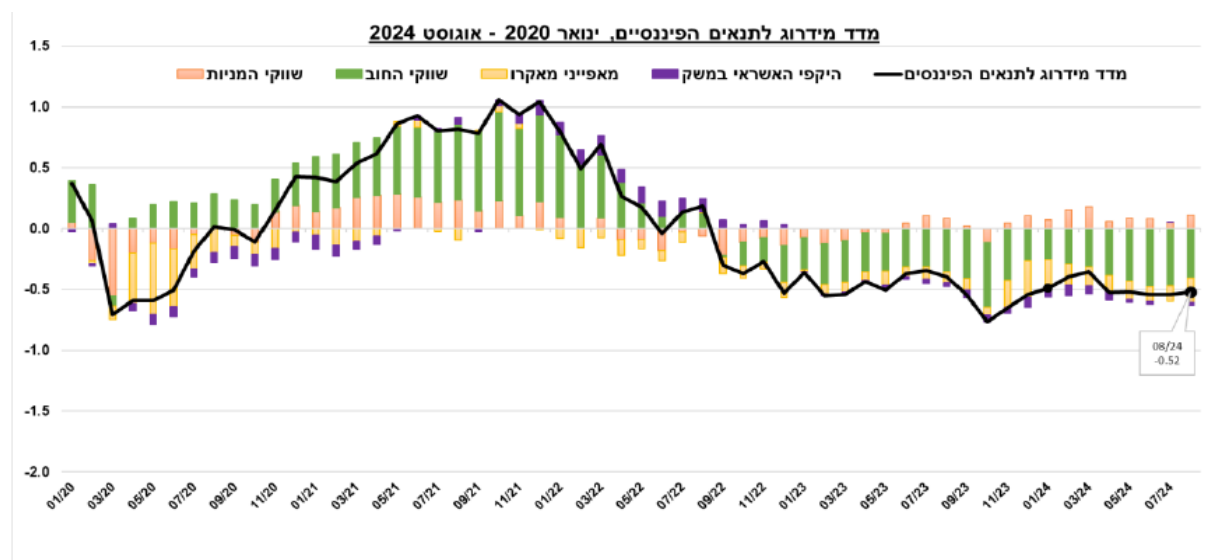


מרווח מאג"ח ממשלתי, אג"ח מדורג צמוד מדד



## מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג

מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקף תנאים הדוקים יותר בהשוואה לממוצע ארוך הטווח (החל מ-2008). המדד כולל 16 אינדיקטורים ועומד על -0.52, נכון לחודש ספטמבר 2024, לפי נתוני אוגוסט 2024. המדד ממשיך להצביע על תנאים פיננסיים חלשים. השיפור הקל במדד התנאים הפיננסיים, באוגוסט לעומת יולי 2024, נובע בעיקר מהתרומה החיובית של שוק המניות והתמתנות התרומה השלילית של רכיב החוב. רכיב מאפייני המאקרו ורכיב האשראי תרמו תרומה שלילית למדד והורעו ביחס לחודש יולי 2024. להרחבה בנושא המדד הנכם מופנים לאתר מידרוג.



## המערכת הבנקאית

הפרופיל הפיננסי של המערכת הבנקאית כשנה לאחר פרוץ המלחמה, נותר חזק ויציב, עם מדדי סיכון נמוכים בתיק האשראי, רווחיות שיא וכרית הונית משמעותית, בעלת קיבולת ספיגת הפסדים טובה במגוון תרחישי קיצון. עם זאת, בשל משך המלחמה, עצמותה ואי-הוודאות לגבי התפתחותה, אנו סבורים כי בטווח הקצר-בינוני, צפויה פגיעה מסוימת באיכות הנכסים במערכת הבנקאית, עקב עלייה בסיכון הלווים - משקי בית ועסקים כאחד, כאשר הלחצים הללו צפויים להוביל להערכתנו לעלייה בהיקף ובשיעור החובות הבעייתיים ובשיעור ההוצאות להפסדי אשראי. בד בבד, אנו מעריכים כי תחול הרעה משמעותית בסיכון הלווים במערכת הפיננסית, לרבות המערכת הבנקאית, כאשר הסיוע הממשלתי למשקי הבית ולעסקים יצומצם. בהקשר זה, נציין כי ביום 22 בספטמבר 2024 בנק ישראל דיווח על הארכת מתווה הסיוע המקיף, וזאת בפעם הרביעית מאז החלה המלחמה. המתווה, אשר אומץ על ידי המערכת הבנקאית והוארך לשלושה חודשים נוספים עד לסוף שנת 2024, מאפשר ללקוחות שנפגעו באופן ישיר מנזקי המלחמה לדרות ללא חיוב בריבית ובעמלות את תשלומי ההלוואות והמשכנתאות. נכון לסוף אוגוסט 2024, נדחו במצטבר כ-460 אלף הלוואות בסך כולל של כ-9 מיליארד ₪, כאשר כ-40% מהסכומים שנדחו התבצעו בקרב משקי בית והיתר בקרב המגזר העסקי. נכון לאותו מועד, כ-80% מכלל הסכום שנדחה שייך להלוואות שדחייתן הסתיימה, כאשר הרוב המכריע של ההלוואות שדחייתן הסתיימה חזרו לתשלום סדיר.

יש לציין כי על רקע המלחמה והשלכותיה על כלכלת ישראל, שלוש סוכנויות הדירוג הבינלאומיות הורידו את דירוגי האשראי של מדינת ישראל והציבו אופק דירוג שלילי. כתוצאה מכך, גם דירוגי האשראי הבינלאומיים של הבנקים הושפעו לשלילה. ראוי לציין, כי אם וככל שתחול ירידה של שני נוסטים ומעלה בדירוג מדינת ישראל בידי חברת הדירוג Fitch ו/או ירידה של שלושה נוסטים ומעלה בדירוג מדינת ישראל על ידי חברת הדירוג S&P (קרי ירידה בקבוצת דירוג האשראי של מדינת ישראל מ-A ל-BBB), צפויה פגיעה בהקצאות ההון של

<sup>1</sup> האינדיקטורים משקפים את הפעילות הפיננסית והכלכלית בישראל וכן מספר אינדיקטורים רלוונטיים משוק ההון הגלובלי. האינדיקטורים אשר מרכיבים את המדד נחלקים ל-4 קטגוריות: שוקי החוב, שוקי המניות, סביבת המאקרו והיקפי האשראי במשק. מדד תנאים פיננסיים שלילי (חיובי) בחודש מסוים, משמעותו בדרך כלל כי התנאים הפיננסיים חלשים יותר (חזקים יותר) ביחס לממוצע הרב שנתי.

הבנקים וביחסי הלימות ההון שלהם. בשלב זה קשה להעריך את היקף ועוצמת ההשפעות, בשל אי-וודאות גבוהה בקשר עם השפעות המלחמה על המערכת הבנקאית, כאשר לעוצמת הפגיעה קורלציה גבוהה עם משך ועצימות המלחמה. בשלב זה, המערכת הבנקאית מאופיינת בפרופיל נזילות חזק, התומך בגמישות העסקית וביכולת ההתמודדות עם המלחמה, ואנו לא צופים סיכון נזילות מהותי, בזכות רווחיות גבוהה ומבנה יציב של מקורות, אשר נסמך על מרכיב מהותי של פיקדונות קמעונאיים שהוכיחו יציבות גבוהה לאורך משברים קודמים.

## ערוצי ההשפעה העיקריים על סיכון האשראי

ערוצי ההשפעה של המלחמה על סיכון האשראי הינם במידה רבה מאפייני הסיכון המקרו-כלכליים ובפרט השלכות על התוצר ותקציב המדינה, כתוצאה מהעלויות הישירות של הלחימה וכן כתוצאה מפגיעה בכוח העבודה בענפים מסוימים, במתקני הייצור ובתיירות הנכנסת. כל זאת בסביבה מאקרו כלכלית גלובלית הפועלת בסביבת ריבית גבוהה יחסית תוך ניהול סיכון האינפלציה במדינות השונות. להלן פירוט ביחס להשלכות על רמת הסיכון בענפים בהם המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג הינם בעלי מידת חשיפה גבוהה יחסית.

## סיכונים ענפיים של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג

בחינת ההשפעות הענפיות מאפשרת תיעדוף של בחינות מעמיקות יותר, וביצועי שינוי דירוג באופן שיטתי ועקבי. כמו כן, עבור חלק מהמנפיקים עלולה להיות חשיפה ברמת הנזילות ללא קשר ישיר לענף הפעילות. ככלל, מנפיקים עם פרופיל נזילות חלש וצורכי מימון מחדש גבוהים, בכל הענפים, חשופים במידה רבה להידרדרות בכושר החזר האשראי. לגבי עסקאות מימון מובנה, מידרוג תעריך את הביצועים בפועל, את ההגנות המבניות ואת ההשפעות על איכות נותן השירות וצדדים נוספים לעסקאות, ככל שהמצב מתפתח. ההשפעה תשתנה לפי סוג נכסי הבסיס.

## הענפים בהם המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג הינם בעלי מידת חשיפה גבוהה יחסית

להלן פירוט הענפים בהם המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג בעלי מידת חשיפה גבוהה יחסית:

### ענף ייזום נדל"ן למגורים

הימשכות המלחמה 12 חודשים עד כה החזירה את רוכשי הדירות למשרדי המכירות ובמידה פחותה גם לשוק היד שנייה, לאחר קיפאון בחודשים הראשונים למלחמה, ולאחר חולשה משמעותית בעסקאות במשך השנה שקדמה לפרוץ המלחמה, בעקבות העלאות הריבית. חודשי המלחמה הוסיפו למה שהחל כקיפאון בביקושים, גם מגבלות בצד ההיצע, בשל מחסור בפועלים, התייקרות והתארכות הבנייה ובנוסף לכל זאת, הפנמה כי מצב הדברים לא ישתנה במהירות. בהתאם לנתוני הלמ"ס, היקף הדירות החדשות שנמכרו בשבעת החודשים הראשונים של 2024 מציג גידול של כ- 51% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, קרי טרם פרוץ המלחמה. נתון זה משקף בעיקר את ההתאוששות מהקיפאון בחודשיה הראשונים של המלחמה. כך, ב-12 החודשים עד וכולל יולי 2024 העלייה ברכישת דירות חדשות עמדה על כ- 20% "בלבד". נתון זה כבר מנטרל את ההשפעה המיידית של המלחמה על העסקאות, ומחדד את ההתפתחויות לאורך המלחמה: הפנמת הרוכשים כי הריבית תיותר גבוהה בתקופה הקרובה, ולאחר תקופת המתנה ממושכת יחסית (לשם השוואה, המכירות החדשות ירדו ב- 47% בשנה שהסתיימה ביולי 2023 לעומת קודמתה), עליית מדד מחירי הדירות בשיעור חד יחסית (קצב שנתי של 5.8% בחודשים יוני-יולי 2024) וכן תנאי רכישות נוחים שמעמידים הקבלנים לרוכשי הדירות בדמות פריסת תשלומים והלוואות קבלן. הגידול במכירות מהווה גורם חיובי עבור יזמי הנדל"ן, ברקע הריבית הגבוהה שמכבידה על הרווחיות. ואולם, הגדלת המכירות נושאת מחיר כבד יחסית של תנאי תשלום מקלים לרוכשים, בדמות של תשלום עיקר מחיר הדירה עם המסירה ו/או העמדת "הלוואות קבלן" עם מימון מרכיב הריבית. שילוב של מימון רוכשי הדירות יחד עם התארכות משך הפרויקטים, עלול ליצור עומס תזרימי כבד על יזמים והם נדרשו להגדיל את צריכת האשראי לתקופה ארוכה יותר ולשאת בעלויות מימון גבוהות יותר. מצב זה משפיע לשלילה על סיכון האשראי בענף. בין האיזמים המשמעותיים על סיכון האשראי בענף: מחירי הדירות הגבוהים מהווים איום מתמשך על הביקוש בענף ועל חוסנו - מגבלת העובדים בענף מאריכה את חודשי הבנייה - הארכת תקופת הפרויקטים מאיימת לייצר מחנק תזרימי עבור יזמים קטנים ובינוניים

בשל צריכת אשראי מתמשכת בריבית גבוהה בפרט בהתחשב במימון רוכשי הדירות; הימשכות המלחמה מעלה את סיכון האינפלציה - בתרחיש שלילי שבו האינפלציה מוסיפה להאמיר, יעלה החשש לעלייה בריבית, מה שיעלול להוביל לזעזוע בענף הנדל"ן למגורים. בין הגורמים הממתנים: יציבות המערכת הבנקאית ונכונותה לתמוך ביציבות הענף; ביקוש יציב יחסית לדירות מגורים המגובה בקצב צמיחת משקי הבית בישראל ושיעור אבטלה שעודנו נמוך.

### ענף המלונאות

כחלק מענף התיירות המקומי בכלל, ענף המלונאות הינו בין התחומים הסופגים את הפגיעה המהירה והחדה ביותר בעת עימותים צבאיים משמעותיים. בישראל קיימים כ-56 אלף חדרי בתי מלון הפונים לתיירות פנים וחוג. פרוץ המלחמה הוביל לעצירה מיידית של התיירות הנכנסת לישראל ולירידה חדה בתיירות הפנים. על פי נתוני הלמ"ס, לינות התיירים במלונות בישראל צנחו בחדות עם פרוץ המלחמה, אך מנגד, אכלוס מפונים הוביל להעלאת הלינות ושיעורי התפוסה בבתי המלון והם היוו כ-82% מסך הלינות של הישראלים במלונות בחודשים נובמבר - דצמבר 2023. מאז חלה ירידה בשיעור זה ועל פי הנתונים לסוף חודש אפריל השנה חלקם של המפונים ירד לכ-37% מסך הלינות במלונות התיירות, כאשר שיעור זה צפוי להמשיך ולרדת בחודשים הקרובים, אלא אם תחול הסלמה מחדשת בלחימה בצפון הארץ. אופי ותמהיל הלינות במלונות מתבסס כיום בעיקר על תיירות פנים, בשל עלייה בביקוש לחופשות בארץ מצד ישראלים, לאור גל ביטולים ושיבושי טיסות, אשר גרם להתייקרות במחירי החופשות בחו"ל וכן לאחר מספר חודשים של עצירת ביקושים לנופשים במהלך המלחמה, וכן צמצום היצע המלונות בארץ בכל אזור הצפון. על פי נתוני הלמ"ס, שיעור התפוסה בבתי המלון בישראל עמד על כ-63% במחצית הראשונה של שנת 2024, ללא שינוי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, אך בפילוח לפי מחוזות ניתן לראות הסטת ביקושים לאזורים בהם האיום הבטחוני נמוך יותר. **להערכת מידרוג, האיום המרכזי כיום על ענף המלונאות הינו היעדרה לאורך זמן של תיירות החוץ, אשר גם טרם המלחמה לא שבה להיקפים שלפני מגיפת הקורונה, ואינה צפויה להתאושש במהלך הרבעונים הקרובים. מצב מתמשך זה מייצר פגיעה יסודית והיקפית בענף התיירות והמלונאות הישראלי, ומשך התאוששות ארוך מאוד המאיימים בראש וראשונה על בתי מלון ורשתות המוטים לתיירות חוץ, על רשתות מלונאות חדשות וצעירות יחסית ובתי מלון קטנים.**

### ענף קבלנות בניה ותשתיות

ענף קבלנות הבנייה והתשתיות מושפע בעיקר מהירידה במספר עובדי הבנייה, נוכח עזיבת עובדים פלסטינים והיעדרות ישראלים בעקבות מילואים וסגירת אתרים. נכון לרבעון שני 2024, מספר עובדי הענף הכולל נמוך בכ-52,000 עובדים מזה שהיה טרום המלחמה (בתחילת המלחמה ירד מספר העובדים בכ-91,000)<sup>2</sup>. כמו כן, בעקבות המלחמה נסגרו אתרי בניה רבים מתוך כ-11,500 אתרי בניה מורשים בישראל. שיעור האתרים הפתוחים עלה בהדרגה במשך חצי שנה ומאפריל 2024 נע סביב 75%. במחוז צפון, בעקבות חילופי האש המתמשכים שיעור נמוך יותר מהאתרים חזר לפעילות. בהתאם לנתוני הלמ"ס, היקף ההשקעה בנכסים קבועים בענפי המשק רשם ירידה של 12% בארבעת הרבעונים שעד מחצית 2024 ובתוך כך היקף ההשקעה בנדל"ן למגורים רשם ירידה של 30%. כל אלו הובילו לשחיקה מסוימת של רווחיות החברות בתחום וכן להתארכות הלו"ז של פרויקטים קיימים ומכרזים לפרויקטים חדשים.

### מימון חוץ-בנקאי

**ענף המימון החוץ-בנקאי חשוף באופן ישיר להשפעות המלחמה על הפעילות הכלכלית במשק באמצעות מספר מוקדי סיכון מרכזיים הקשורים האחד בשני - איכות הנכסים, רווחיות ונזילות.** בשנתיים האחרונות חלה שחיקה באיכות הנכסים בקרב מרבית החברות בענף, על רקע סביבה מקרו-כלכלית מאתגרת, הכוללת בין היתר, סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות, המפעילות לחץ על כרית הרווחיות וההון, וזאת כתוצאה מצפי לעלייה בשכוחות אירועי חדלות פירעון, הנובעת מפגיעה באינפלציה גבוהות, המפעילות לחץ על כרית הרווחיות וההון, מאופיינים בפרופיל עסקי חלש יותר ביחס ללקוחות המערכת הבנקאית, ובכך רגישים יותר לזעזועים כלכליים, **בפרט בתחום האשראי הצרכני ובמימון חברות קטנות-בינוניות (SME).** בשנה האחרונה, מנמות אלו התעצמו על רקע המלחמה, כאשר אלו לידי ביטוי בצמיחה מתונה או סטגנציה בתיק האשראי ובהגדלת ההפרשות להפסדי אשראי על ידי החברות בענף. מלחמה מתמשכת עלולה להוביל להמשך האטה בפעילות העסקית במשק, לירידה בביקוש לאשראי בענף, לפגיעה ברווחיות ויכולת השבת ההכנסות של חברות

<sup>2</sup> התאחדות הקבלנים בוני הארץ, סקירה כלכלית של ענף הבנייה אוגוסט 2024.

בענף ולהעמקת סיכון האשראי של הלווים במשק, בפרט בענף המימון החוץ-בנקאי. בשל כך, אנו רואים עלייה בסיכון הענפי, הכוללת בין היתר, שחיקה משמעותית באיכות הנכסים של חברות הפועלות בענף המימון החוץ-בנקאי צפויה להחמיר משמעותית ככל והמלחמה תימשך ו/או תתעצם. נציין, כי סיכון הנזילות ושחיקה בנגישות למקורות מימון כתוצאה מנגישות נמוכה לשוק ההון, שכיח יותר בקרב חברות קטנות ובינוניות בענף המימון החוץ-בנקאי, נוכח תשואות גבוהות יחסית שמגלמות אגרות החוב שלהן. כתוצאה מכך, חלה פגיעה בנזילות שלהן, המעלה את סיכון מחזור החוב בקרב חברות אלו ופוגעת בגמישותן העסקית והפיננסית כאחד. בכדי להתמודד עם סיכון מחזור החוב, חלק מהחברות בענף מנזילות, במידה הנחוצה, את תיק האשראי שלהן בכדי לעמוד בהחזרי החוב הקרובים, תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי, במקביל להקשחת תנאי העמדת האשראי מצד החברות בענף באופן רחבי. בנוסף, ניתן לראות עלייה בסיכון הענפי מצד הגופים המממנים, כפי שמשקפת בהקשחת תנאי מסגרות האשראי בשנה האחרונה בקרב חלק מהחברות הפועלות בענף (בעיקר על ידי תאגידים בנקאיים). **מגמה נוספת בענף הינה כי חלק ניכר מהחברות בענף החלו לעבור לפעילות אשראי מגובה בטוחות, בעיקר נדל"ן, החושף אותן לתמורות בענף הנדל"ן, המאופיין בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים.**

### ענף הנדל"ן המסחרי

ענף הנדל"ן המסחרי למשרדים מתמודד מאז שנת 2023 עם ההאטה בצמיחה הכלכלית בישראל ובפרט ההאטה בענף ההייטק העולמי והמקומי שהיווה מנוע מרכזי לעליית הביקושים בענף, לעלייה בדמי השכירות ולייזום והקמה של בנייני משרדים חדשים. השפעת ענף ההייטק נוגעת למעגלים רחבים של ענפים הניזונים ממנו. ההאטה בסקטור ההייטק מושפעת במידה רבה מעליית הריבית בעולם וירידה בתיאבון הסיכון של משקיעים, כמו גם מהמחזוריות והתנודתיות האינהרנטית לסקטור הטכנולוגיה. חוזי השכירות הארוכים בענף המשרדים ופיזור השוכרים ממתנים את עוצמת הפגיעה בתזרים מנכסים בעת מחזוריות כלכלית שלילית ובעת אירועי קיצון חיצוניים, כדוגמת פרוץ המלחמה. נתונים עיקריים על ביצועי ענף המשרדים מצביעים על היחלשות משמעותית בביקושים, המתבטאת במשך הזמן לאכלוס שטחים פנויים ובמחירי השכירות בחוזים חדשים שרשמו במהלך שנת 2024 ירידה חד ספרתית בינונית-גבוהה (בין 5% עד 10%) בהשוואה למחירים בתקופה המקבילה אשתקד, לרבות שכירויות משנה. יש לציין כי ירידת המחירים הינה לאחר עליות חדות שרשמו בשנים 2019-2022 בעיקר במשרדים קלאס A באזור ת"א. יחד עם זאת, שיעורי התפוסה בבניינים באיכות גבוהה באזורי ביקוש שומרים על יציבות יחסית. ניכר קושי לאכלס בניינים חדשים, בין השאר, בשל אי-ודאות כלכלית המונעת משוכרים לצאת לעסקאות משמעותיות. להערכת מידרוג, חברות שנדרשות לשווק נכסים חדשים בשנה הקרובה צפויות לעמוד בפני אתגרים. כמו כן, שוכרים יעדיפו להאריך את השכירות לתקופות קצרות יותר. ככל שמגמה זו תימשך היא תחלחל לכדי ירידה בשיעורי התפוסות. היקף העסקאות בנכסי משרדים בישראל נחלש מאוד בשנתיים האחרונות והדבר מקשה על ביסוס הערכות שווי לנכסי משרדים. הצמדת דמי השכירות לאינפלציה לצד עלייה קלה בלבד בשיעורי ההיוון תרמה ליציבות יחסית בשווי ההוגן של הנכסים בשנים 2023-2024, לאחר עליות חדות שרשמו שנתיים קודם לכן, אולם התשואה מהשכרה מציגה שחיקה. ההשקעות בבנייני משרדים חדשים מצויות בירידה. הימשכות המלחמה מוסיפה אי וודאות רבה למגזר העסקי כולו ומקשה על ההתנהלות בענף המשרדים.

השפעת המלחמה עד כה על ענף הנדל"ן למסחר קמעונאי הייתה מתונה מאוד והתמקדה בחודשי הלחימה הראשונים והיא ממשיכה להשפיע לשלילה באזורי העימות, בעיקר בצפון הארץ. מרכזי המסחר הגדולים שבו לפעילות שגרתית מתחילת שנת 2024 ובמהלך חודשי המלחמה, למעט באזורי העימות בצפון הארץ. על פי נתוני הלמ"ס, מדד הרכישות בכרטיסי אשראי מנוכה עונתיות עלה בשיעור של 7.2% במחירים קבועים בתקופה ינואר-יולי 2024 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ובחודשים האחרונים עומד על קצב גידול שנתי של 6.8%. בתקופה זו, מגזר הקמעונאות בישראל נהנה מהקיטון ביציאת ישראלים לחו"ל, שהגבירה את ההוצאות בשוק המקומי. מגמה זו צפויה להימשך בשל התפתחות שגרת מלחמה. עם זאת, האטת הצמיחה בתוצר ברבעונים האחרונים והאינפלציה שעלתה, עדיין מיוחסים למגבלות בצד ההיצע וגיוס המילואים, ומהווים איום על ההכנסה הפנויה והצריכה הפרטית. הנגישות למקורות מימון של חברות נדל"ן מניב נותרה חזקה יחסית - שווי הנכסים בספרי החברות מציג יציבות, צמצום הבנייה החדשה מפנה מקורות אשראי ושוק האג"ח הקונצרני הציג חסינות ונגישות למחזור חוב והצטיידות בנזילות.



## חברות הביטוח

ענף הביטוח חשוף באופן ישיר להשפעות המלחמה על הפעילות הכלכלית במשק באמצעות מספר מוקדי סיכון מרכזיים הכוללים, בין היתר, שיפוי בגין אובדן הכנסות ופגיעה בהשקעות הנוסטרות באמצעות חשיפה לשוקי ההון. ראוי לציין, כי הפרופיל העסקי של חברות הביטוח בישראל שונה באופן מהותי בין החברות וכפועל יוצא, הנזק הפוטנציאלי משתנה בהתאם לפרופיל העסקי של המבטח ולקווי העסקים. **כשנה לאחר פרוץ המלחמה, נראה כי השלכותיה על הענף מתוננות יחסית.** בתחום ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, **עיקר החשיפה בעקבות המלחמה נובעת מביטוחי ריסק מוות ואובדן כושר עבודה, אשר נכון למועד הדוח הינה מצומצמת ומכוסה ברובה על ידי מבטחי משנה,** בעוד שהחשיפה להשלכות המלחמה בתחום ביטוח בריאות וסיעוד, אינה מהותית. בענף הביטוח האלמנטרי, היקף הפגיעה ברכוש הנובע מאירועי המלחמה, לרוב, אינו מכוסה במסגרת פוליסת רכוש ומכוסה ברובו על ידי המדינה (מס רכוש). יתרה מזאת, בענפי הרכב נצפה שיפור משמעותי ברווחיות, לאור העלאת תעריפים, צמצום היקף הנסועה בחודשים הראשונים למלחמה וירידה בשיעור הגניבות בחציון הראשון של שנת 2024 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

להערכת מידרוג, קיימת אי-ודאות משמעותית בקשר עם התפתחות המלחמה ועצימותה. לפיכך, לא ניתן להעריך כעת את היקף השפעתה המלאה על ענף הביטוח. אולם, **התרחבות המלחמה עלולה לגרום, בין היתר, לירידה בתוצר, לעלייה באינפלציה, ולשינויים בעקום התשואה ובריבית בנק ישראל, אשר עלולים להשפיע לשלילה על תוצאות הענף.** בד בבד, בשל התארכות המלחמה אנו עדים לקושי הולך וגובר בהעברת הסיכון הביטוחי למבטחי משנה, אשר כתוצאה מהמלחמה, מחריגים חשיפה לנזקי טרור ומלחמה, לצד העלאת פרמיות והקשחת תנאים. להערכתנו, ככל שהמלחמה תימשך ותתעצם, מבטחי המשנה עלולים לצמצם נוכחות בשוק המקומי.

## חברות תעשייה יצרניות

החברות היצרניות התמודדו בשנים האחרונות עם שיבושים שונים בשרשראות האספקה. השפעת המלחמה עד כה התבטאה, בין היתר, בעיכובים והתייקרויות עלויות השינוע (לרבות ביטוח). בין השיבושים הבולטים ניתן למנות פגיעה בשינוע חומרי גלם וסחורות מכיוון אסיה ואפריקה, כתוצאה מתקיפות החות"ם בים האדום, ואת האמברגו הטורקי שמשפיע גם הוא באופן משמעותי על הייבוא. בנוסף, הימצאות מפעלי ייצור או פעילויות אחרות בקווי העימות אשר נפגעו מהשבחות, לרבות השפעות על פעילויות ספקים ו/או לקוחות שנפגעו כתוצאה מהמצב הבטחוני, השפיעו באופן שלילי על כושר הייצור של החברות בענף ו/או על הביקושים למוצריהן. סביבת שערי החליפין ותנודתיות שערי החליפין של השקל מול מטבעות הסחר העיקריים - דולר ואירו - אף היא הביאה בעתות מסוימות בשנה האחרונה להתייקרות מחירי הסחורות והייבוא. **כל אלו הביאו לשחיקה ברווחיות החברות בענף בשנה זו ולהערכתנו גם בטווח הקצר-הבינוני שולי הרווח עלולים להמשיך להישחק מהסיבות שצוינו לעיל.**

## ענף הרכב

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2024 נמסרו בישראל כ-155 אלף כלי רכב חדשים, לעומת כ-174 אלף כלי רכב בתקופה המקבילה אשתקד, ירידה של 1.1%. לאחר שנים בהן הפגין הענף חוסן ושיעורי רווחיות גבוהים, הימשכות המלחמה קרוב ל-12 חודשים הביאה את יבואניות הרכב לרשום שחיקה ברווחיות בעיקר נוכח הגורמים הבאים:

- תנודתיות שערי החליפין של השקל מול מטבעות החוץ הביאה להתייקרות מחירי הרכב.
- שיבושים בשרשראות האספקה הביאו להתייקרות עלויות שינוע (לרבות ביטוח) ואספקת רכבים, בעיקר באספקה מהמזרח דרך הים האדום, שחווה שיבושים קשים כתוצאה מתקיפות החות"ם.
- האמברגו הטורקי משפיע לשלילה על היקפי הייבוא של דגמי רכבים מסוימים המיוצרים בטורקיה, ובהתאם על היקפי המכירות של חברות המייבאות דגמים אלה, כאשר יתכנו גם השפעות על ייבוא חלקי חילוף.

מהלכי מיסוי ו/או רגולציה שונים הנבחנים על-ידי משרדי הממשלה השונים, ובפרט בחינת שיטת מס דיפרנציאלית על רכבים חשמליים חלף התוכנית להטלת מס נסועה על רכב חשמלי, שמסתמן כי תיגנז. כמו כן, על פי סקירה של איגוד יבואני הרכב בישראל, דווח כי ועדה בהובלת משרד התחבורה, משרד הכלכלה ורשות התחרות בוחנת אפשרות להטיל מגבלות על מספר רישונות הייבוא שיאושרו לכל יבואן רכב סדיר, ובשלב מאוחר יותר נבחנת אפשרות להפריד יבואנים גדולים מזיכיונות קיימים ולאצמם לפצל את הזיכיונות בין מספר יבואנים.

בענף הליסינג אנו מעריכים שחיקה מתונה ביחס לזו של ענף יבוא הרכב, כאשר עיקר ההשפעה היא על היצע הדגמים והיקפי הצי נוכח אתגרי האספקה שתוארו. להערכתנו, פעילות שוק השכרת רכב לזמן קצר הינה בעלת חשיפה גבוהה יותר נוכח הישענותה על תחום התיירות, שחוזה ירידה חדה מאז פרוץ המלחמה.

### פרויקטים ותשתיות

תחום הפרויקטים לרוב איננו חשוף באופן מהותי למחזוריות כלכלית בכלל ולהשפעות חד פעמיות בפרט, בזכות מאפייני המימון הפרויקטאלי ארוכי הטווח, הכוללים הגנות שונות, ועל רקע חשיבותם של רוב הפרויקטים המדורגים למדינה. הגנות אלה כוללות, בין היתר, מערך הסכמים ארוכי טווח מול הלקוחות וקבלני התפעול, הסכמי זיכיון מול המדינה (תשלומי זמינות מטעם המדינה ופיצויים בגין אירועי כוח עליון), מערך ביטוחים מובנה וקרנות רזרבה שונות. כמו כן, יש לציין, כי בחובות הנחותים הקשורים לפרויקטים השונים ישנן פחות הגנות מובנות, והסיכון בהתחייבויות אלו עלול לגדול מהותית מעבר לשינוי בסיכון החובות הבכירים.

בפרויקטים הנמצאים בשלבי הקמה נצפו עיכובים בלוי"ז ההקמה, ולעיתים עיכובים משמעותיים. הסיבות לעיכובים נגרמו, בין השאר, ממחסור בכוח אדם מקומי (לדוגמה עקב מילואים) או עובדים מאיו"ש, וכן מאי הגעה של מומחים שונים מחו"ל בשל חששם מהמצב הבטחוני. בנוסף, גרמו העיכובים לגידול בעלויות הפרויקטים, הן בשל דחיית החזר תשלומי החוב והן בשל גידול בעלויות כוח אדם חליפי. בנוסף, נצפתה אף הפסקת עבודות בשל סיכון ביטחוני בפרויקטים הממוקמים בקרבה לגבולות המדינה או לרצועת עזה. כאשר העיכוב בהקמה נבע מהמצב הביטחוני, קיבלו חלק מהפרויקטים דחיה מסוימת במועד הגעה לאבני דרך מרכזיות, כאשר לעיתים נדרש גם אישור המממנים לדחייה זו ואף לתיקון לוחות סילוקין, בהתאם לסיום ההקמה העדכני הצפוי. כמו כן, עלייה בשע"ח של מטבעות מרכזיים מול השקל ו/או עליית מדדים, יכולה להוביל במקרים מסוימים לעלייה נוספת בהוצאות קבלני ההקמה. נציין, כי במספר פרויקטים הממוקמים בסמוך לקווי העימות השונים, נצפתה פגיעה פיזית, אם כי לא מהותית, שתוקנה ואפשרה לפרויקטים אלו לחזור לפעילות שוטפת. להערכתנו, במקרים אלו הפרויקטים יפוצו על ידי מס רכוש וכן ככל שישנן פוליסות ביטוחי טרור ומלחמה. עוד נציין, כי להערכתנו יתכנו העלאות תעריפים בחלק מחברות התשתית הממשלתיות השונות, ככל והפגיעה בתזרימים וברכוש שהן חוות בזמן המלחמה תהיה מהותית.

בנוסף, יש לציין כי נצפתה עלייה מהותית בתעריפי פוליסות ביטוח טרור ומלחמה לפרויקטים ולחברות, אשר הביאה בחלק מהמקרים לווייתור זמני על ביטוח זה, התלויה לרוב בהסכמת המממנים.

### מידרוג ממשכה לדרג את המנפיקים על פי סולם סדר יחסי (אורדינלי) בדגש על בחינת נזילות, צרכי המימון מחדש ונסיבות ספציפיות של המנפיקים

מידרוג עושה מאמץ להציב את הדירוגים ולעדכן את הדירוגים לרמה המתאימה במהירות האפשרית. יחד עם זאת, בשל האופי המתגלגל של המלחמה ואי-הוודאות המשמעותית, נראה כי תידרש צפיית גבוהה יותר בקשר עם היקף, עצימות ואורך המלחמה, בכדי לכמת את ההשפעות במלואן בענפים מסוימים, וזאת גם בהתחשב במידת התמיכות אשר המדינה מעמידה ועשויות למתן את סיכוני האשראי של מנפיקים. בהתאם מידרוג תשוב ויעדכן את תרחישי הבסיס הרלוונטיים. אנו מורידים דירוגים במקרים מסוימים ומעבירים דירוגים לבחינת דירוג, במידת הצורך ובהתאם לנסיבות. העברה לבחינת דירוג מאפשרת לשקף מידות חומרה שונות של השפעת המלחמה, כאשר בהמשך לבחינת הדירוג, ייתכנו מספר תוצאות אפשריות: הותרת הדירוגים על כנם, הורדתם לרמה נמוכה יותר, או במקרים מסוימים הורדתם לרמה נמוכה באופן משמעותי.

**תאריך הדוח: 06.10.2024**

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדד (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).