

# CIION Investment Corporation

מעקב | אפריל 2025

## אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח  
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@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)

## CION Investment Corporation

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרת אגרות חוב/הלוואות

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A1.il באופק יציב לחברת CION Investment Corporation (להלן: "החברה"). כמו כן, מידרוג

מותירה על כנו דירוג A1.il באופק יציב לאגרות החוב (סדרה א') ולהלוואות שנטלה החברה (הלוואה 1 והלוואה 2).

אגרות החוב/הלוואות במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2027	יציב	A1.il	-	הלוואה פרטית 1
31.08.2026	יציב	A1.il	1194018	סיאון אגח א
27.04.2027	יציב	A1.il	-	הלוואה פרטית 2

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה וכן פרופיל עסקי נמוך-בינוני, נוכח גודלה היחסי מול המתחרים בענף הפעילות. פרופיל הסיכון של החברה מושפע ממדיניות אשראי וניהול סיכונים שמרניים, אשר נתמכים במסגרת רגולטורית הדוקה לצד הנהלה וממשל תאגידי נאותים, הבולטים לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית. פרופיל הנזילות מאופיין בתמהיל מקורות טוב ביחס לדירוג, כאשר נכון ליום 5 במרץ 2025, החברה מתממנת באמצעות שתי מסגרות אשראי בנקאיות חתומות, שתי הלוואות פרטיות, 4 סדרות אגרות חוב, ואג"ח (סדרה א') שהונפקו בבורסה לניירות ערך בת"א. איכות הנכסים של החברה נתמכת בשיעור חובות בעייתיים מתיק השקעות בשווי הוגן נמוך בשנים האחרונות, אשר בולט לחיוב ביחס לדירוג. עם זאת, מדדי הרווחיות נמוכים ביחס לדירוג ומגלמים שחיקה בשנת 2024 כתוצאה מסביבה מאקרו כלכלית מאתגרת, בפרט עקב סביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים קודמות. לצד זאת, יחס המינוף הרגולטורי של החברה, אשר נמדד באמצעות יחס כיסוי הנכסים ("להלן: "ACR") ומחושב על ידי יחסי הנכסים לחוב הפיננסי של החברה, עמד על כ-1.73, המשקף מרווח של כ-15% מעל הדרישה הרגולטורית של  $1.50^2$ , הנמוך ביחס לדירוג וביחס לשנים עברו (כ-1.81 ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-1.92 ליום 31 בדצמבר 2022). עם זאת, לאותו מועד, לחברה יחס הון עצמי לנכסים גבוה משמעותית מקבוצת הייחוס המקומית, המספק תמיכה ביכולת ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים לאורך המחזור הכלכלי ובפרט בתקופות משבר.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית בשנים אלו תוסיף להיות מאתגרת, ועל כן איננו מניחים גידול בתיק ההשקעות. להערכתנו, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן, ינוע בשנות התחזית סביב כ-1.7%. אנו סבורים כי מדיניות החברה בקשר עם שמירה על שיעור בטוחות גבוה מתיק ההשקעות תיוותר בעינה, ותמתן חלקית את עליית הסיכון בתיק ההשקעות. אנו צופים ירידה בהכנסות מהשקעות נטו של החברה ביחס לשנת 2024, נוכח הערכתנו לאי-גידול בתיק ההשקעות כאמור, בשל סביבת פעילות מאתגרת, לצד צפי לסביבת ריבית נמוכה יותר. בשל כך, התשואה על הנכסים (ROA) כולל שערורים) ותשואת הליבה לנכסים (רווח מהשקעות נטו) ינועו בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.4%-2.8% וכ-3.5%-3.9%, בהתאמה, בשנות התחזית. אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה, בניכוי חלוקות דיבידנדים בשיעור של כ-90%, תיוותר על כנה, כאשר יחס המינוף המאזני (הון עצמי למאזן) של החברה יוותר בשנות התחזית על כ-42%. שמירה על סביבה זו, תומכת ביכולת החברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם צפויים. בנוסף, מידרוג בחנה את המרווח של יחס כיסוי הנכסים הצפוי של החברה בהשוואה ליחס הרגולטורי (1.50), כאשר להערכתנו, הוא צפוי להיוותר ברמה נמוכה ביחס לדירוג בשנות התחזית, ולעמוד על כ-15%.

<sup>1</sup> Asset Coverage Ratio

<sup>2</sup> החל מחודש מרץ 2018, חל עדכון בקשר עם יחס ה-ACR המינימלי הנדרש רגולטורית, כך שחברות ה-BDC מורשות לעמוד על יחס כיסוי גבוה מ-1.50 חלף יחס כיסוי של 2.00. כפועל יוצא, יחס חוב פיננסי להון עצמי של חברות ה-BDC לא יעלה מעל 2.00, חלף יחס חוב פיננסי להון עצמי של 1.00.

שיקולים נוספים אשר השפיעו לחיוב על הדירוג הינם שיעור מינוף נמוך ביחס לקבוצת הייחוס המקומית, התומך ביכולתה של החברה לספוג הפסדים צפויים ובלתי-צפויים לאורך המחזור הכלכלי, בפרט בתקופות משבר, ועמידת החברה במשטר רגולטורי הדוק לאורך זמן, התומכת בפרופיל הסיכון ובתיאבון הסיכון של החברה.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. מידרוג תמשיך לבחון את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור תיק האשראי
- שיפור בפרופיל הפיננסי ובפרט ביחס כיסוי הנכסים, הגמישות הפיננסית והרווחיות

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי, וכפועל יוצא שחיקה באיכות הנכסים
- ירידה בשיעור תיק ההשקעות המגובה בבטוחות מדרגה ראשונה
- שחיקה נוספת בפרופיל הפיננסי וביחס המינוף של החברה, לרבות ביחס למרווח מעל הדרישה הרגולטורית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

### CION Investment Corporation - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר ארה"ב

2020	2021	2022	2023	2024	
19,914	3,774	82,739	8,415	7,670	מזומנים ושוי מזומנים
1,569,371	1,754,039	1,760,030	1,954,270	1,888,688	תיק השקעות במונחי שווי הוגן
722,456	826,711	959,142	1,091,932	1,107,431	חוב פיננסי ברוטו
1,614,795	1,782,682	1,872,411	2,001,724	1,945,728	סך נכסים במאזן
878,256	930,512	883,634	879,563	820,810	הון עצמי
163,842	157,348	194,898	251,010	252,432	הכנסות מהשקעות
78,728	74,307	88,205	105,022	95,860	הכנסות מהשקעות נטו
(89,750)	44,457	(38,064)	(9,708)	(61,958)	רווח (הפסד) נטו משינוי בשווי הוגן של השקעות וממימוש השקעות [1]
(11,022)	118,764	50,141	95,314	33,902	גידול (קיטון) נטו בנכסים נטו הנובע מפעולות
5.1%	5.4%	5.5%	5.2%	4.3%	מרווח פיננסי [2]
54.4%	52.2%	47.2%	43.9%	42.2%	הון עצמי / סך נכסים
2.21	2.12	1.92	1.81	1.73	יחס כיסוי הנכסים (ACR) [3]
(0.6%)	7.0%	2.7%	4.9%	1.7%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) [4]
4.6%	4.4%	4.8%	5.4%	4.9%	רווח לפני מס ושינויים בשווי הוגן של השקעות וממימוש השקעות / נכסים ממוצעים
0.5%	0.7%	1.3%	0.9%	1.4%	חובות בעייתיים [5] / תיק השקעות בשווי הוגן [6]

[1] Realized and unrealized (losses) gains; [2] הכנסות מהשקעות לתיק השקעות בשווי הוגן, פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי; [3] שווי הוגן של תיק השקעות ביחס לחוב הפיננסי של החברה; [4] גידול (קיטון) נטו בנכסים נטו הנובע מפעולות לנכסים ממוצעים; [5] Non Performing Loans; [6] לא כולל השקעות לזמן קצר.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, המתאפיין בחשיפה למגזר ה-Middle Market בארה"ב, לצד תחרות גבוהה ורגולציה****הדוקה**

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי באמצעות מתן הלוואות והשקעות למגזר העסקי - חברות המידל מרקט (תאגידיים בינוניים) בארה"ב (middle-market companies), ומהווה שכבת מימון נוספת למערכת הבנקאית בארה"ב. פרט למערכת הבנקאית, ענף המימון למגזר העסקי מורכב ממספר רב של חברות BDC (כ-139 חברות, כאשר חלק מהן ציבוריות) וגופי השקעה שונים (קרנות פרטיות, קרנות גידור, קרנות הון סיכון), ועל כן מאופיין בסביבת פעילות תחרותית גבוהה. חסמי הכניסה לענף כוללים עמידה בדרישות רגולטוריות מחמירות, ידע מקצועי, מומחיות השקעה וקשרים עסקיים עם חברות השקעה אחרות, לצד תלות בנגישות לשוק ההון. חברות המידל מרקט (לקוחות הענף), מאופיינות על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה בשל היותן בבעלות פרטית עם מאפייני ממשל תאגידי נמוך-בינוני, נגישות נמוכה למקורות מימון וזאת לצד היעדר אינפורמציה זמינה אודותיהן. אנו סבורים, כי בעתות משבר כלכלי, לקוחות אלו עלולים לחוות פגיעה גבוהה יותר באיתנותם הפיננסית בהשוואה לחברות בדירוג השקעה ועל כן, רמת סיכון הביקושים עבור חברות הפועלות בענף הינה גבוהה. אנו מעריכים כי הצפי להתגברות שכיחות אירועי חדלות הפירעון של לקוחות בענף, תוביל לשחיקה באיכות הנכסים. בפרט, הלוואות והשקעות בענף הפעילות מאופיינות על ידנו, בין היתר, בחשיפה לסיכון האשראי של הלקוחות לצד נזילות נמוכה, מח"מ בינוני-ארוך, חשיפה להשפעות הריבית בכלכלה האמריקאית וכן לסנטימנט של שווקי ההון, המגולמות באמצעות השווי ההוגן של תיק ההשקעות. עם זאת, הסיכונים בתיק ההשקעות ממותנים בחלקם על ידי קבלת בטוחות הולמות הניתנות למימוש מעת לעת. נציין, כי חברות בענף נתונות תחת רגולציה משמעותית כחלק מהיותן חברות המוגדרות BDC וכן בשל חובת עמידתן של החברות בדרישות פיקוח ודיווח שוטפים לרשות לניירות ערך האמריקאית (להלן: "SEC"). וחובות קיום בקרות נאותות לפי חוק סרבנס-אוקסלי (SOX). בנוסף, החברות בענף כפופות למגבלות שונות במסגרת מעמדן בחוק (Act 1940) כחברות BDC הכוללות, בין היתר, מגבלות פיזור השקעות בתיק, ריכוזיות ענפית ועסקאות עם צדדים קשורים, אשר מהוות גורם ממתן לתיאבון הסיכון של החברות.

**מיצוב עסקי נמוך-בינוני אל מול המתחרים בענף הפעילות**

המיצוב העסקי של החברה מוערך על ידנו כנמוך-בינוני ומושפע מגודל תיק השקעות נמוך יחסית לסביבת הפעילות בה פועלת החברה בארה"ב, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף תיק השקעות (בשווי הוגן) של כ-1.9 מיליארד דולר ליום 31 בדצמבר 2024. החברה בעלת היסטוריית פעילות משמעותית על פני כ-12 שנים, הכוללת היקף השקעות מצטבר של כ-9 מיליארד דולר (בעיקר כנגד שיעבודים מדרגה ראשונה ושנייה), עם שיעור הפסד מצטבר ביחס לעלות השקעות של כ-2.6%, נכון ליום 31 בדצמבר 2024, בדומה לשיעור לאותו המועד אשתקד. מודל הפעילות של החברה מבוסס על מתן הלוואות והשקעות עבור תאגידיים בינוניים בארה"ב, עם היקף EBITDA של 50 מיליון דולר ומטה, לרוב כנגד שעבודים מדרגה ראשונה (או שנייה), אשר תורמים ליכולת השבת הכנסות גבוהה בהינתן התממשות אירועי כשל של הלווים. בנוסף, החברה מציעה שירותי מימון נוספים שאינם כנגד בטוחות הולמות, כגון השקעות בהון העצמי של חברות פרטיות, אגרות חוב או מניות, אשר חלקן מסך תמהיל ההשקעות הינו נמוך יחסית לאורך השנים, אולם משקף מגמת עלייה בשנים האחרונות (כ-14.0% וכ-13.0% ליום 31 בדצמבר 2024 וליום 31 בדצמבר 2023, בהתאמה, המשקף עלייה לעומת כ-7.5% נכון ליום 31 בדצמבר 2022 וכ-6.0% ליום 31 בדצמבר 2021). נציין כי ה-EBITDA השנתית החציונית של החברות בתיק ההשקעות עמד על כ-34 מיליון דולר, לאותו המועד.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית בשנים אלו תוסיף להיות מאתגרת, ועל כן איננו מניחים גידול בתיק ההשקעות.

## מדיניות אשראי וניהול סיכונים שמרניים אשר נתמכים במסגרת רגולטורית הדוקה, לצד הנהלה וממשל תאגידי נאותים,

### הבולטים לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית; אולם, הריכוזיות העסקית נמוכה ביחס לדירוג

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל רוב של דירקטורים בלתי-תלויים. מדיניות ניהול הסיכונים ומדיניות האשראי מתבצעות בחברה על ידי חברת ניהול חיצונית - CION Investment management LLC (להלן: "CIM") וכן באמצעות קצין ציות המשמש גם כמנהל סיכונים. מדיניות אשראי זו מוערכת על ידנו כשמרנית, ומושפעת בין היתר ממגבלות השקעה רגולטוריות מוגדרות לחברות BDC, התומכות בפרופיל סיכון מתון יחסית על פני מתנהלת החברה. תהליכי חיתום, ניטור השקעות וניהול והערכות שווי ביטחונות, מתבצעים על ידי CIM, וכוללים בין היתר, מתודות דירוג השקעות לפי מדרג סיכון אשראי הנעשות בתדירות רבעונית. הערכת שווי הנכסים בחברה מתבצעת במסגרת ועדת אשראי הכוללת את הדירקטוריון, חברת הניהול CIM, ולעיתים חברות מתמחות חיצוניות ובלתי-תלויות. עם זאת, החברה חשופה לתנודתיות בשווי הנכסים והבטוחות מעת לעת, ובפרט בתקופות עם תנאים מאקר-כלכליים שליליים, אשר עלולה להוביל לסיכון אי-עמידה ביחסים הרגולטורים הנדרשים, בדגש בקשר עם יחס כיסוי הנכסים. יחד עם זאת, נציין כי החברה שומרת על מרווח סביר מעל הדרישה הרגולטורית.

הריכוזיות העסקית בתיק ההשקעות של החברה נמוכה ביחס לדירוג וסבירה ביחס לחברות הפועלות בשוק המקומי בישראל, כפי שבאה לידי ביטוי בהיקף השקעות לעשרת הלקוחות הגדולים וללווה הגדול ביותר מסך תיק ההשקעות של החברה (ללא השקעות לז"ק). בשיעור של כ-27.4% וכ-6.4%, בהתאמה, ליום 31 בדצמבר 2024 (כ-26.0% וכ-5.1%, בהתאמה, ליום 31 בדצמבר 2023). בנוסף, החברה מאופיינת בפיזור ענפי סביר ביחס לדירוג, ללא חשיפה מהותית לענף מסוים, כפי שבא לידי ביטוי בחשיפה לענפים הגדולים ביותר: שירותים עסקיים (כ-15.7%) ושירותי בריאות ותרופות (כ-11.0%).

ניהול הסיכונים בתיק, מביא בחשבון גידור טבעי לחשיפת ריבית ה-SOFR וכן התאמת מח"מ מקורות המימון למח"מ הפעילות. בפרט, נכון ליום 31 בדצמבר 2024, כ-81% מתיק הלוואות הינו בריבית משתנה. נציין כי רוב ההשקעות של החברה מאופיינות ברכיב בולט לתקופה של כ-3-4 שנים, ומשכך מח"מ הפעילות הינו בינוני-ארוך.

### שחיקה ביחסי הרווחיות, הנמוכים ביחס לדירוג, בשל סביבה עסקית מאתגרת

רווחיות החברה הושפעה לשלילה בשנת 2024 כתוצאה מסביבה מאקרו כלכלית מאתגרת, בפרט עקב סביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים קודמות. שיעור ההכנסות מהשקעות לתיק ההשקעות (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה), עמד על כ-13.1% בשנת 2024, לעומת כ-13.5% בשנת 2023. לצד זאת, חלה עלייה בעלות מקורות המימון של החברה על החוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה), כך שעמדה על כ-8.8% בשנת 2024, לעומת כ-8.3% בשנת 2023. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, ריבית ה-SOFR מהווה בסיס הצמדה לכ-81% מתיק ההשקעות של החברה ולכ-73% מהחוב הפיננסי של החברה. כפועל יוצא, המרווח הפיננסי של החברה עמד על כ-4.3% בשנת 2024 לעומת כ-5.2% בשנת 2023, כאשר היקף הרווחים של החברה (לפני שערורים) עמד על כ-96 מיליון דולר בשנת 2024 לעומת כ-105 מיליון דולר בשנת 2023. נציין, כי רווחיות החברה הושפעה לשלילה בשנת 2024 בעקבות שערורים שליליים בתיק ההשקעות, אשר באו לידי ביטוי ברישום הפסדים בהתאמות לשווי ההוגן של נכסים שמומשו ושלא מומשו (realized and unrealized losses) בהיקף מצטבר של כ-62 מיליון דולר בשנת 2024, לעומת הפסדים מצטברים בסך של כ-10 מיליון דולר בשנת 2023 וכ-38 מיליון דולר בשנת 2022. שערורים אלו מושפעים משינויים בפרמיית הסיכון של הלקוחות וממשתנים מאקר-כלכליים בסביבת הפעילות בענף, ומאופיינים בתנודתיות רבה. אי לכך, התשואה על הנכסים (ROA כולל שערורים), ותשואת הליבה (רווח מהשקעות נטו) לנכסים עמדו בשנת 2024 על כ-1.7% וכ-4.9%, בהתאמה, לעומת כ-4.9% וכ-5.4% בשנת 2023. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים ירידה בהכנסות מהשקעות נטו של החברה בהשוואה לשנת 2024, זאת לנוכח הערכתנו לאי-גידול בתיק ההשקעות, בשל סביבת פעילות מאתגרת, לצד צפי לסביבת ריבית נמוכה יותר. בשל כך, התשואה על הנכסים (ROA כולל שערורים) ותשואת הליבה לנכסים (רווח מהשקעות נטו) ינועו בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.4%-2.8% וכ-3.5%-3.9%, בהתאמה, בשנות התחזית.

### איכות הנכסים בולטת לחיוב ביחס לדירוג

איכות הנכסים של החברה כוללת שיעור גבוה של השקעות המגובה בטוחה מדרגה ראשונה, אשר הולם ביחס לדירוג. נכון ליום 31 בדצמבר 2024 עמד שיעור ההשקעות כנגד בטוחות מדרגה ראשונה על כ-85.9%, וזאת בדומה ליום 31 בדצמבר 2023 (כ-85.0%). אולם, שיעור זה עדיין נמוך ביחס ליום 31 בדצמבר 2022, אז עמד היחס על כ-90.3%. כמו כן, שיעור החובות הבעייתיים (הלוואות שאינן נושאות הכנסה - Non Performing Loans) ביחס לתיק ההשקעות בשווי ההוגן, התאפיין בשיעור נמוך יחסית בשנים האחרונות (כ-1.0% בממוצע בין השנים 2021-2023) ועמד על כ-1.4% נכון ליום 31 בדצמבר 2024, הבולט לחיוב ביחס לדירוג.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים המשך אי-ודאות מסוימת בכלכלה העולמית בכלל ובכלכלה האמריקאית בפרט. להערכתנו, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן ינוע סביב כ-1.7% בשנות התחזית. כמו כן, אנו סבורים כי מדיניות החברה בקשר עם שמירה על שיעור בטוחות גבוה מתיק השקעות, תיוותר בעינה, ותמתן חלקית את עליית הסיכון בתיק ההשקעות.

### המשך מגמת שחיקה במרווח מיחס המינוף הרגולטורי, הנמוך ביחס לדירוג

החברה בעלת היקף הון עצמי משמעותי, אשר עמד על כ-821 מיליון דולר נכון ליום 31 בדצמבר 2024, המשקף יחס הון עצמי לנכסים של כ-42.2%. עם זאת, נכון לאותו מועד, יחס ה-ACR עמד על כ-1.73, המשקף מרווח של כ-15% מעל הדרישה הרגולטורית של 1.50, הנמוך ביחס לדירוג וביחס לשנים עברו (כ-1.81 ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-1.92 ליום 31 בדצמבר 2022). מגמה זו נובעת מהפסדים שנרשמו בהתאמות בשווי ההוגן של נכסים שמומשו ושלא מומשו (realized and unrealized losses) לצד מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה, המושפעת מכח בחירתה להיות מטופלת כ-Regulated Investment Company (RIC), המחייבת שיעור חלוקה של לפחות 90% מהרווח הנקי השנתי שלה. נציין, כי בסוף שנת 2021 אישרה אסיפת בעלי מניות של החברה שינוי עמידה ביחס ACR של 1.50 לפחות חלף 2.00 קודם לכן. להערכתנו, רמת מינוף זו תומכת ביכולת ספיגת הפסדים הבלתי-צפויים של החברה לאורך המחזור הכלכלי, בפרט בתקופות משבר. בנוסף, יחס החוב הפיננסי להון עצמי של החברה, אשר עמד על כ-1.35x נכון ליום 31 בדצמבר 2024, הינו נמוך מיחס החוב הפיננסי להון עצמי הנדרש רגולטורית של 2.0x, אולם נמצא בהמשך מגמת עלייה (כ-1.24x בשנת 2023 וכ-1.09x בשנת 2022).

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה, בניכוי חלוקות דיבידנדים בשיעור של כ-90%, תיוותר ברמה דומה, כאשר יחס המינוף המאזני (הון עצמי למאזן) של החברה יוותר בשנות התחזית על כ-42%. שמירה על סביבה זו, תומכת ביכולת החברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם צפויים. עם זאת, המרווח של יחס כיסוי הנכסים הצפוי של החברה בהשוואה לדרישה הרגולטורית (1.50), צפוי להיוותר נמוך ביחס לדירוג בשנות התחזית ולעמוד על כ-15%.

### פרופיל הנזילות ומגוון מקורות המימון טובים ביחס לדירוג; מנגד, הגמישות הפיננסית נמוכה ביחס לדירוג

נכון ליום 5 במרץ 2025, החברה מתממנת באמצעות שתי מסגרות בנקאיות חתומות מול UBS ו-J.P Morgan, כנגד שיעבוד חלק מנכסי החברה. היקף מסגרות אלו נכון לאותו מועד עמד על 345 מיליון דולר ו-100 מיליון דולר, בהתאמה. בנוסף, לחברה שתי הלוואות פרטיות ממור בית השקעות, 4 סדרות אגרות חוב, ואגרות חוב (סדרה א') שהונפקו בבורסה לניירות ערך בת"א. נכון לאותו מועד, החברה ניצלה מקורות מימון בהיקף כולל של כ-1.1 מיליארד דולר, כאשר בנוסף, לחברה מסגרות חתומות ופנויות של כ-86.2 מיליון דולר. יתר על כן, לחברה השקעות באג"ח ממשלת ארה"ב לזמן קצר (עד שלושה חודשים), אשר עמדו נכון ליום 31 בדצמבר 2024 על כ-69 מיליון דולר, ומאופיינות על ידנו ברמת נזילות גבוהה מאוד. עם זאת, השקעות אלה משועבדות בחלקן לטובת הבנקים המממנים. נציין, כי בהתאם ללוחות הסילוקין של החוב הפיננסי של החברה, לא צפוי פירעון קרן בשנת 2025. עם זאת, החברה ממשיכה לשלם את הריבית באופן שוטף.

בנוסף, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת החברה להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיה. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס זה עמד

על כ-45% ונמוך ביחס לדירוג, אך משקף המשך מגמת שיפור בהשוואה לשנים האחרונות (כ-67% ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-75% ליום 31 בדצמבר 2022).

### **מדיניות פיננסית הולמת לדירוג ובולטת לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית**

החברה מתאפיינת במדיניות פיננסית שמרנית, נוכח רגולציה הדוקה בה היא מחויבת לעמוד. מדיניות זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בשמירה על כרית הונית מהותית, ניהול סיכונים מבוקר תחת סביבת פעילות המגובה בשעבודים, לרוב מדרגה ראשונה, וכן תהליכי עבודה מוסדרים. לדברי החברה, קיים מנהל סיכונים עצמאי, חברי ועדת השקעות חיצוניים אשר שותפים בתהליך קבלת החלטות, הסתמכות על הערכות שווי חיצוניות וכן שקיפות ונהלי דיווח מוקפדים לרשות לניירות ערך האמריקאית. להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה, לרבות תהליכי העבודה המוסדרים, הנהלים המושתתים בחברה וכן הדיווחים השוטפים לרשויות הרגולטוריות, בולטת לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית.

### **שיקולים נוספים לדירוג**

#### **שיעור מינוף נמוך ביחס לקבוצת הייחוס המקומית**

נכון ליום 31.12.2024, יחס הון עצמי למאזן של החברה עמד על כ-42.2%, נתון הבולט לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית. יחס זה תומך ביכולתה של החברה לספוג הפסדים צפויים ובלתי-צפויים לאורך המחזור הכלכלי, בפרט בתקופות משבר, ומהווה שיקול נוסף לחיוב בדירוג.

#### **עמידה במשטר רגולטורי הדוק לאורך זמן, הכולל מגבלות מוגדרות לחברות BDC**

להערכתנו, עמידת החברה במשטר רגולטורי הדוק לאורך זמן תומכת בפרופיל הסיכון ובתיאבון הסיכון של החברה ומהווה שיקול נוסף לחיוב בדירוג. מדיניות האשראי של החברה מוערכת על ידנו כשמרנית, ומושפעת ממגבלות השקעה רגולטוריות מוגדרות לחברות BDC, התומכות בפרופיל סיכון מתון יחסית על פיו מתנהלת החברה.

### **שיקולי ESG**

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל רוב של דירקטורים בלתי-תלויים. מדיניות ניהול הסיכונים ומדיניות האשראי מתבצעות בחברה על ידי חברת ניהול חיצונית - CIM וכן באמצעות קצין ציות המשמש גם כמנהל סיכונים. להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה יחסית וממונתת נוכח מדיניות פיננסית סולידית, המתבטאת ברמת מינוף נמוכה ורמות נזילות מספקות ביחס לתקבולים מלקוחותיה (קרן וריבית) ופירעונות החוב הפיננסי, ואף חיובית בנושא ציות ודיווח, לאור עמידת החברה במשטר רגולטורי הדוק לאורך זמן כאמור לעיל. כמו כן, להערכתנו, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2024				
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות	פרופיל עסקי
Ba.il	-	Ba.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי	
Baa.il	-	Baa.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון	
Aa.il	-	Aa.il	-	ניהול סיכונים		
A.il	2.8%-2.4%	A.il	1.7%	רווח נקי לממוצע נכסים		
Baa.il	3.9%-3.5%	Baa.il	4.9%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	רווחיות	
Aa.il	~1.7%	Aa.il	1.4%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו		
A.il	~86%	A.il	86%	שעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק לסך תיק האשראי	איכות נכסים	פרופיל פיננסי
Ba.il	~15%	Ba.il	15%	יחס הכיסוי ACR	הלימות ההון	
Aaa.il	>300%	Aaa.il	>300%	יחס כיסוי הנזילות		
Baa.il	~45%	Baa.il	45%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	מימון ונזילות	
Aa.il	-	Aa.il	-	מגוון מקורות מימון		
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	
<b>A2.il</b>						<b>דירוג נגזר</b>
<b>A1.il</b>						<b>דירוג בפועל</b>

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

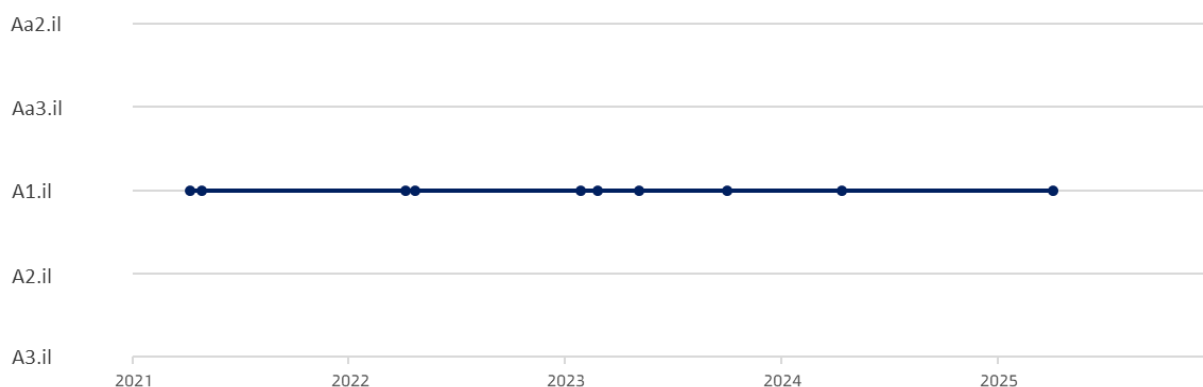
## אודות החברה

החברה התאגדה ביום 9 באוגוסט 2011, במדינת מרילנד בארה"ב, כתאגיד על פי חוק התאגידים הכללי של מדינת מרילנד (General Corporation Law) והחלה את פעילותה ב-17 בדצמבר 2012. החברה הינה חברת השקעות סגורה, בלתי מגוונת ומנוהלת חיצונית (externally managed, non-diversified closed-end management investment company), אשר בחרה להיות מפוקחת כ-BDC לפי חוק חברות השקעות האמריקאי (U.S. Securities Exchange Act of 1940). ביום 5 באוקטובר 2021, רשמה החברה את מניותיה ב-NYSE וביום 26 בפברואר 2023 רשמה החברה את מניותיה בבורסה לניירות ערך בת"א. כמו כן, החברה הינה חברה ציבורית המפוקחת על ידי ה-SEC. החברה בחרה להיות מטופלת למטרות מס הכנסה פדרלי בארה"ב כחברת השקעות מפוקחת (RIC). בהתאם, החברה היא ישות שקופה לצרכי מס ומחויבת לחלק מדי שנה רוב משמעותי (בשיעור של לפחות 90%) מרווחיה לבעלי מניותיה. כנהוג בחברות מסוג BDC, פעילות החברה מנוהלת חיצונית על ידי חברת CIM, שהינה צד קשור לחברה, בהתאם להוראות הסכם ייעוץ השקעות בין החברה לבין CIM מיום 19 ביוני 2012. CIM הינה חברת ייעוץ השקעות רשומה ומפוקחת על ידי ה-SEC, אשר



הינה מיזם משותף של חברות CION Investment Group LLC ו-Apollo Investment Management<sup>3</sup>, המחזיקות בה בחלוקה שווה.

### היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

[דוחות קשורים - CION Investment Corporation](#)

[דירוג חברות מימון - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2021](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### מידע כללי

09.04.2025	תאריך דוח הדירוג:
17.04.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
04.04.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
CION Investment Corporation	שם יוזם הדירוג:
CION Investment Corporation	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

### מידע מן המנפיק

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

<sup>3</sup> חברת בת של Apollo Investment Corporation.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## © 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 לשמור אותו 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 נצרו 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 אמין ומדויקים. 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 לאמינים, 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 אינו 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 מצדם (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).