

מכלול מימון בע"מ

מעקב | יוני 2024

אנשי קשר:

אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
avior.dagan@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות בכיר, מעריך דירוג משני
amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

מכלול מימון בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il, באופק יציב, לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה מכלול מימון בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A3.il, באופק יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
מכלול אגח א	1187277	A3.il	יציב	30.06.2026

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת הביקושים והיציבות בענף ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה היחסי של החברה. פרופיל הסיכון מושפע לשלילה נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית ולקוחות. מרבית ההלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה הינן לתקופה של שנתיים עד שבע שנים וזאת כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים ומגוף מוסדי, המעמידים אשראי לטווח קצר, ואגרות חוב (סדרה א'). בשל כך, מח"מ מקורות מימון של החברה אינו תואם את מח"מ התקבולים של החברה. אנו סבורים, כי מח"מ העסקאות הבינוני עד ארוך של החברה עלול להגביל את הגמישות הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, בפרט בתקופות משבר. רווחיות החברה הולמת ביחס לדירוג, כאשר יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה עמדו נכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2024 על כ-3.1% וכ-4.7%, בהתאמה, ובשנת 2023 על כ-3.0% וכ-4.7%, בהתאמה, והינם הולמים ביחס לדירוג. נכון ליום 31 במרץ 2024, שיעור החובות הבעייתיים² לסך תיק אשראי ברוטו, עמד על כ-8.6% והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג. בנוסף, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים ביחס לתיק אשראי ברוטו, אשר עמד על כ-0.2% ברבעון הראשון של שנת 2024 (במונחים שנתיים) וכ-0.8% בשנת 2023. על פי נתוני החברה, לטובתה עומדים בטוחות מטריאליים, לרוב שעבדים מדרגה ראשונה, בשיעור ניכר מסך תיק האשראי ברוטו³, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים, אשר תומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים. כמו כן, החברה מתאפיינת במינוף מאזני הולם ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן אשר עמד על כ-16.9% ליום 31 במרץ 2024, במגוון מקורות מימון טוב ופרופיל נזילות בולט לחיוב ביחס לדירוג. עם זאת, מקורות המימון של החברה משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר אשר עלול להעיב על גמישותה הפיננסית של החברה ויכולת ההתאמה של מח"מ הנכסים שלה עם מח"מ מקורות המימון.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות הכוללות סביבת ריבית גבוהה, לצד מלחמה מתמשכת, אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ועל רמת הביקושים והיציבות בענף. בשל כך, אנו מניחים צמיחה מתונה יותר של תיק האשראי של מכלול נדל"ן בשנות התחזית (בהשוואה לשנים קודמות), כאשר נוכח חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשך ולתנודתיות בקצב מכירת דירות, וכתוצאה מכך, צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד הגופים המממנים. אנו מעריכים, כי אף שצפויה האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקצר, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום הנדל"ן למגורים לאורך זמן. בד בבד, אנו מניחים בשנות התחזית קיטון מסוים בתיק האשראי של מכלול צמיחה, המושפע בין היתר, מהסביבה העסקית כאמור לעיל, אשר עלולה לפגוע ביכולת ההחזר של הלקוחות בתחום תיק

¹ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה.

² המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת ההפרשה הכללית בגין תיק האשראי, בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגין הפרשה ספציפית וכן חובות בפיגור מעל 30 יום ומעל שנה, במכלול צמיחה ומכלול נדל"ן, בהתאמה, אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם, וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

³ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים.

החוב המורכב. עם זאת, צמיחת תיק האשראי של החברה צפויה להיתמך נוכח חשיפת החברה לענף הייזום למגורים, אשר נהנה מביקושים קשיחים יחסית. כמו כן, אנו מניחים בשנות התחזית גידול בהיקף ההכנסות של החברה ביחס לשנת 2023, נוכח הגידול שחל בהיקף תיק האשראי במהלך שנת 2023, הנחה להמשיך צמיחת התיק בשנות התחזית וסביבת ריבית גבוהה ללקוחות. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווח שבין כ-3.0%-3.1%, וכ-4.6%-4.7%, בהתאמה, בשנות התחזית. בנוסף, אנו מעריכים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי מתיק האשראי, אשר ינוע בטווח שבין כ-0.6%-0.8%, לצד עלייה ביתרת ההפרשה לתיק האשראי ברוטו, בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענפי הפעילות. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח שבין כ-8.6%-9.1%, לצד עלייה בשיעור החובות האבודים מסך תיק האשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח שבין כ-0.8%-0.9%. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 30% מהרווחים, מפאת קרבה לקובנט הניתן במסגרת שטר הנאמנות של אגרות החוב, שמגביל את החברה מביצוע חלוקה, כאשר הקובנט הינו יחס הון למאזן גבוה מ-18.0%. אנו צופים, כי יחס המינוף המאזני בשנות התחזית, תחת הנחות הצמיחה, ינוע בטווח שבין כ-18.0%-18.5%, וזאת תחת ההנחה כי קובנט ההון למאזן לא ישתנה בטווח התחזית. שיקול נוסף המשפיע לשלילה על הדירוג הינו סיכון הפעילות של מכלול צמיחה, המוערך על ידנו כגבוה. יחד עם זאת, החברה נשענת על שיעור בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי מסך תיק האשראי של החברה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של הגבלות והשלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).⁴

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג :

- שיפור בפרופיל העסקי לצד שיפור משמעותי בריכוזיות תיק האשראי
- שיפור משמעותי באיכות הנכסים
- התאמה טובה יותר של מח"מ מקורות המימון למח"מ תיק האשראי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג :

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכפועל יוצא, תחול פגיעה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית ביחסי המינוף, בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

⁴ הדוח "השלכות מלחמת חרבות ברזל על כושר החזר האשראי של מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

מכלול מימון בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

2020	2021	2022	2023	31.03.2023	31.03.2024	
4,768	6,306	11,541	51,430	50,894	53,482	מזומנים ושווי מזומנים
267,988	666,544	1,041,686	1,504,419	1,182,202	1,491,405	תיק אשראי, נטו
270	1,744	3,886	10,795	4,874	13,091	יתרת הפרשה להפסדי אשראי
244,682	513,048	843,909	1,288,184	1,012,277	1,261,180	חוב פיננסי ברוטו [1]
274,748	716,467	1,105,807	1,613,237	1,286,339	1,602,550	סך נכסים במאזן
12,415	166,864	198,968	258,380	210,559	271,314	הון עצמי

759	28,613	68,690	95,860	22,236	26,647	הכנסות מימון, נטו
120	1,474	2,142	10,189	961	2,297	הוצאות (הכנסות) להפסדי אשראי חזויים
(1,743)	5,946	26,442	41,025	10,430	12,472	רווח (הפסד) נקי
(2,778)	12,459	37,766	63,857	14,405	18,695	רווח (הפסד) לפני מס והוצאות להפסדי אשראי חזויים

(0.3%)	5.5%	7.1%	6.1%	6.7%	5.8%	מרווח פיננסי [2]
5.0%	23.3%	18.0%	16.0%	16.4%	16.9%	הון עצמי / סך נכסים
(1.0%)	1.2%	2.9%	3.0%	3.5%	3.1%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
(1.6%)	2.5%	4.1%	4.7%	4.8%	4.7%	רווח (הפסד) לפני מס והוצאות להפסדי אשראי חזויים / נכסים ממוצעים
0.1%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.9%	יתרת הפרשה להפסדי אשראי / תיק אשראי ברוטו
0.1%	0.3%	0.2%	0.8%	0.3%	0.6%	הוצאות להפסדי אשראי חזויים / ממוצע תיק אשראי ברוטו

[1] חובות לבנקים, צדדים קשורים ובעלי שליטה והתחייבויות בגין חכירה.

[2] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה).

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת

הביקושים והיציבות בענף

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן באמצעות מכלול נדל"ן, המעמידה אשראי ליזמי נדל"ן בעסקאות בנייה למגורים, לרבות בעסקאות תמ"א 38, עסקאות פינוי בינוי ועסקאות קומבינציה, וכמו כן באמצעות מכלול מזנין, אשר התחילה את פעילותה במהלך הרבעון השלישי לשנת 2022, המעמידה הלוואות להשלמת הון עצמי ללווים בתחום הנדל"ן, כאשר הלוואות אלו מועמדות במקרים בהם מכלול נדל"ן אינה מלווה את הפרויקטים ואינה מעמידה חוב בכיר בגינם. בהקשר זה, נציין כי נכון ליום 31 במרץ 2024, פעילותה של מכלול מזנין זניחה⁵ ביחס להיקף הפעילות בחברה. בנוסף לכך, החברה מעמידה אשראי לתאגידים עסקיים בינוניים וקטנים מתחומים שונים (לרבות תעשייה, טכנולוגיה ושירותים), בארץ ובעולם, באמצעות מכלול צמיחה. מכלול נדל"ן מתקשרת עם יזמים בהסכמי מימון ביחד עם כלל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "כלל ביטוח" ו/או "המבטח"), במסגרתם מעניקה מכלול נדל"ן ליזמים מסגרת ליווי מלאה, הכוללת אשראי לבנייה (חוב בכיר), כשהמבטח מעמיד פוליסות לפי חוק המכר וערבויות אחרות הנדרשות לשם ביצוע הפרויקט, לרבות לטובת בעלי הקרקע והרשויות, וכן יכולה לכלול גם אשראי (קצר מועד) לרכישת קרקע ו/או אשראי להשלמת הון עצמי (חוב נחות). נכון למועד פרסום הדוח, כלל ביטוח הנה המבטח העיקרי שמעמיד פוליסות חוק מכר וערבויות כאמור בקשר עם הסכמי המימון של החברה. תקופת המימון המקובלת בתחום פעילות מימון הנדל"ן למגורים נגזרת ממאפייני הפרויקט הממומן, והינה בין 24-42 חודשים, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2023, מח"מ מסגרת האשראי הממוצעת בתיק של מכלול נדל"ן עומד על כ-24 חודשים. בתמורה להתחייבות להעמדת האשראי כאמור והעמדתו בפועל, מקבלת מכלול נדל"ן ריבית קבועה או משתנה וכן עמלות שונות. להבטחת האשראי המועמד על ידי מכלול נדל"ן במסגרת תחום פעילות זה, משעבדים היזמים לטובת מכלול נדל"ן את המקרקעין בפרויקט נשוא הסכם המימון, את מלוא זכויותיהם בפרויקט המוקם על גבי המקרקעין כאמור, וכל זכות נוספת בקשר למקרקעין והפרויקט המוקם עליהם (לרבות של צדדי ג' - בעלי הקרקע, ככל שמדובר בעסקה בה היזם אינו בעל הקרקע עליה נבנה הפרויקט). נכסים אלו משועבדים במקביל גם למבטח, להבטחת פוליסות חוק המכר והערבויות. בין החברה

⁵ נכון ליום 31 במרץ 2024 יתרת תיק האשראי של מכלול מזנין עמדה על כ-58 מיליון ש"ח.

למבטח קיים הסכם בין מממנים, המגדיר את אופן מימוש הבטוחות במקרים של הפרת הסכם המימון ע"י הזמים. נציין, כי במוצר המרכזי של מכלול נדל"ן, העמדת ליווי פיננסי מלא, קיימת תחרות מצומצמת של גורמים חוץ בנקאיים (מרבית הגופים החוץ בנקאיים עוסקים רק בהשלמת הון (מזנין) ולא בליווי פיננסי מלא), כאשר התחרות מצומצמת אף יותר בתחום הליווי הפיננסי המלא בפרויקטים של התחדשות עירונית, אשר מהווים את עיקר פעילותה של מכלול נדל"ן, מאחר וחלק מהבנקים אינם פעילים בתחום.

ענף המימון החוץ בנקאי לנדל"ן מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת הביקושים, התחרות והיציבות בענף. הענף מורכב ממגוון גופים המעניקים אפשרויות מימון שונות למגזר ייזום נדל"ן למגורים, וכולל בין היתר, קרנות מימון מוסדיות ופרטיות, בנקים, חברות ביטוח וחברות מימון המספקות ליווי פיננסי מלא לפרויקט וכן מימון על ידי גיוסי חוב משוק ההון. בתחום מימון זה, נדרש ידע וניסיון בביצוע סינון אפקטיבי של פרויקטים, ניהול בדיקות נאותות הדוקות ועריכת תהליך חיתום קפדני, המאפשרים לזהות את הביטחונות וההון העצמי הנדרשים מהלווים, לנתח את היתכנות הפרויקט והסיכונים הגלומים בו ולהתאים את תנאי ההלוואה לפרויקט וללווים, כמו גם לנהל אשראי לאורך תקופת הפרויקט, בתנאים משתנים. החברה פועלת בתחום מימון נוסף באמצעות מכלול צמיחה, המעמידה אשראי לחברות (בארץ ובעולם) באמצעות חוב מורכב, בעיקר למטרות צמיחה וניצול הזדמנויות של החברה הלווה, כגון מימון רכישת אמצעי שליטה, מימון מגובה נכסים, שינוי ואופטימיזציה מבנה הון/חוב הקיים בתאגיד הלווה ועוד. על פי רוב, המימון המועמד בתחום פעילות זה הינו מימון לטווח בינוני-ארוך, ומהווה מבחינת החברה הלווה, בדרך כלל, תחליף לגיוס הון ולא תחליף לאשראי בנקאי, אם כי הוא מגובה בבטחונות (חלקיים על פי רוב), כגון שיעבוד שוטף על פעילות הלווה, שיעבוד ספציפי על נכסי הלווה ו/או נכסים פרטיים של בעלי שליטה בלווה, שיעבוד על מניות החברה הלווה וכיוצ"ב. תקופת המימון המקובלת בפעילות מימון חוב מורכב הינה 3-7 שנים, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2023, המח"מ הממוצע בתיק של פעילות זו עומד על כ-1.7 שנים. בתמורה להתחייבות להעמדת האשראי כאמור והעמדתו בפועל, מקבלת מכלול צמיחה ריבית קבועה או משתנה וכן עמלות שונות, לרבות תשלומי "קיקר" המשולמים בקורות אירועים חיוביים ו/או השגת יעדים אשר נקבעו בהסכם ההלוואה. בחלק מהמקרים מקבלת מכלול צמיחה גם אופציות לרכישת מניות בחברה הלווה בתנאים מסוימים. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון גבוה, נוכח פרופיל תיק הלקוחות המאופיין בחברות בצמיחה, אשר לרוב, במועד ההלוואה קיים סיכון גבוה ליכולת החברות לשרת את לוח הסילוקין בגין האשראי שהועמד להן על ידי מכלול צמיחה. חסמי הכניסה העיקריים לענף זה כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטוריים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון וידע בפעילות מימון חוב מורכב על שלל צורותיו, הבנה עסקית ויכולות לבצע קבלת החלטות נכונה ביחס להעמדת ההלוואות, גלגול גמישות בניהול העסקה תוך הכרה של המצבים המשתנים בשוק ובחיי הלוואה, ניהול תיקי הלוואות ויכולת להתמודד עם כשל אשראי. הענף מורכב ממגוון גופים אשר עשויים לשמש תחליף לשירות אותו מעמידה מכלול צמיחה, ובפרט, קרנות השקעה פרטיות המעניקות מימון מסוג זה, זרועות ההשקעה הריאליות של הבנקים, גופי מימון חוץ בנקאיים ומימון באמצעות גיוסי חוב משוק ההון. בד בבד, שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף.

בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה, בין היתר, את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016, במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת החלת משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקח על ידי רשות שוק ההון ביטוח וחסכון (להלן: "**רשות שוק ההון**").⁶ בחודשים יולי 2022, דצמבר 2022 ויולי 2023, פרסם סגל הרשות לניירות ערך, הודעה לחברות הפועלות בענף, באשר לדרישות הגילוי ובקשר עם מדידת הפסדי אשראי בדוחות הכספיים, אשר החברות המדווחות בענף מחויבות לפרסם בדיווחיהן, וזאת במטרה לשקף את כל המידע הרלוונטי לציבור המשקיעים. בחודש מאי 2022, הפיצה רשות שוק ההון חוזר שעניינו "ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים"⁷ שמטרתו להנחות את נותן השירותים הפיננסיים באימוץ הליכי ניהול סיכונים, שסייעו לו להתמודד באפקטיביות עם הסיכונים השונים אליהם הוא חשוף, על ידי גיבוש מדיניות ותהליכי עבודה לניהול סיכונים, מינוי מנהל סיכונים, הקצאת משאבים לניהול סיכונים וקביעת שגרות דיווח בניהול הסיכונים. להערכתנו, הקשחת דרישות הרישוי והפיקוח בענף, כמפורט לעיל, הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות הפועלות בו, בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה תובלנה לייצוב ולחזק הענף, לצמצום מספר

⁶ נציין, כי רשות שוק ההון אינה עוסקת בפיקוח אחר יציבותן של החברות הפועלות בענף, למעט חברות בהן קיימים פיקדונות ציבור.

⁷ [חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים.](#)

הגופים הפועלים בו (בפרט הקטנים) באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו, כחלק מהגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף.

פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודל החברה

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של כ-54% בתיק האשראי ברוטו בין השנים 2020-2023), כך שנכון ליום 31 במרץ 2024 עמד תיק האשראי ברוטו על כ-1.5 מיליארד ₪, המשקף קיטון של כ-1% ביחס ליום 31 בדצמבר 2023, וגידול של כ-44% ביחס ליום 31 בדצמבר 2022. יתרת תיק האשראי של מכלול נדל"ן (העמדת חוב בכיר וחוב נחות אגב בכיר⁸) נכון ליום 31 במרץ 2024 הינה כ-883 מיליון ₪, וזאת באמצעות מימון של כ-231 פרויקטים, כאשר לקוחותיה הינם יזמים. יתרת תיק האשראי עבור הלוואות מזנין בלבד (ללא העמדת חוב בכיר על ידי מכלול נדל"ן) נכון לאותו מועד עמדה על כ-58 מיליון ₪. כמו כן, נכון לאותו היום, היקף תיק האשראי וההשקעות של מכלול צמיחה עמד על כ-533 מיליון ₪ (מהווה קיטון של כ-6% ביחס ליתרת התיק ליום 31 בדצמבר 2023 אשר עמד על כ-566 מיליון ₪). אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם ביחס לדירוג, ואף השתפר במהלך שנת 2023, נוכח הגידול שחל בהיקף פעילותה, כפי שמשתקף בגידול שחל בתיק האשראי, בהכנסות וברווח.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות הכוללות סביבת ריבית גבוהה, לצד מלחמה מתמשכת, אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלוואות, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמת הביקושים והיציבות בענף. בשל כך, אנו מניחים צמיחה מתונה יותר של תיק האשראי של מכלול נדל"ן בשנות התחזית (בהשוואה לשנים קודמות), כאשר נוכח חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודתיות בקצב מכירת דירות, וכתוצאה מכך, צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד הגופים המממנים. אנו מעריכים, כי אף שצפויה האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקרוב, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום הנדל"ן למגורים לאורך זמן. בד בבד, אנו מניחים בשנות התחזית קיטון מסוים בתיק האשראי של מכלול צמיחה, המושפע בין היתר, מהסביבה העסקית כאמור לעיל, אשר עלולה לפגוע ביכולת ההחזר של הלקוחות בתחום תיק החוב המורכב. עם זאת, צמיחת תיק האשראי של החברה צפויה להתמך נוכח חשיפת החברה לענף הייזום למגורים הנהנה מביקושים קשיחים יחסית.

פרופיל הסיכון מוגבר נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לקוחות, לצד מח"מ תיק אשראי ארוך יחסית

מרבית הלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה הינן לתקופה של שנתיים עד שבע שנים וזאת כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים בעיקר על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים וגוף מוסדי, המעמידים אשראי לטווח קצר ואגרות חוב (סדרה א'). בשל כך, מח"מ הנכסים של החברה אינו תואם את מח"מ ההתחייבויות של החברה. אנו סבורים, כי מח"מ הנכסים הבינוני עד ארוך של החברה עלול להגביל את גמישותה הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, בפרט בתקופות משבר.

נכון ליום 31 במרץ 2024, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מריכוזיות ענפית גבוהה, עם חשיפה של כ-70% מתיק האשראי לענף הנדל"ן⁹ המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למשתנים מאקרו-כלכליים ולפעילות הכלכלית במשק. כמו כן, לאותו מועד, לחברה תיק לקוחות ריכוזי עם פיזור נמוך יחסית, המתבטא בשיעור חשיפה של כ-29.5% לעשרת הלקוחות הגדולים מהיקף תיק האשראי (כ-30.4% ליום 31 בדצמבר 2022), כאשר הלקוח הגדול ביותר היווה כ-6.5% מתיק האשראי לאותו המועד (לעומת כ-4.3% נכון ליום 31 בדצמבר 2022).

לפיכך, יכולת חיתומית וניהול סיכונים הינם גורם הצלחה קריטי בתחום הפעילות. בהתאם למדיניות החברה, היא בוחרת פרויקטים ולקוחות לאחר שמתקיים סינון קפדני שנועד למזער את הסיכון הכרוך בהעמדת המימון לפרויקט, כאשר נבדקים בין היתר, מידע כמותי ואיכותי לגבי הלווה, יכולותיו הפיננסיות, התכנית העסקית והתאמתה, וכן איכות הביטחונות העומדים לרשותו. בנוסף לכך, טרם העמדת המימון ללווה, העסקה מועברת לאישורה של ועדת אשראי, כאשר ועדות האשראי מורכבות בהתאם לזהות החברה המממנת

⁸ במקביל להעמדת מימון אשראי בכיר לבנייה (החוב הבכיר) מאפשרת מכלול נדל"ן, בפרויקטים מסוימים, העמדת אשראי נוסף להשלמת דרישות ההון העצמי.
⁹ כ-8% חשיפה לנדל"ן בחו"ל.

וכוללות, בין היתר, את חלק מחברי הדירקטוריון והנהלת החברה, ובוועדות של מכלול נדל"ן מתווסף משקיף מטעם המבטח וכן מומחה חיצוני לניהול סיכונים. לדברי החברה, נכון למועד הדוח, במכלול נדל"ן ובמכלול מזנין קיימת מנהלת סיכונים ייעודית אשר כפופה ומדווחת למנכ"לית מכלול נדל"ן וכי את תפקיד קצין הציות ממלא מנהל התפעול.

רווחיות החברה הולמת ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות לצד שחיקה מסוימת במרווח הפיננסי. בהתאם לכך, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ-13.7% ברבעון הראשון של שנת 2024, ועל כ-14.3% בשנת 2023 (לעומת כ-11.5% בשנת 2022). עלייה זו נבעה, בין היתר, מסביבת ריבית גבוהה בשנת 2023 (מרבית ההלוואות בתיק האשראי הינן בריבית משתנה). עם זאת, בשל רמתה הגבוהה של ריבית בנק ישראל, עלות מקורות המימון עמדה על כ-7.8% ברבעון הראשון של שנת 2024, ועל כ-8.1% בשנת 2023 (לעומת כ-4.4% בשנת 2022). בשל כך, המרווח הפיננסי של החברה נשחק ועמד ברבעון הראשון של שנת 2024 על כ-5.8% ועל כ-6.1% בשנת 2023 (לעומת כ-7.1% בשנת 2022). שיעורי הרווחיות, הבאים לידי ביטוי בתשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה, עמדו ברבעון הראשון של שנת 2024 על כ-3.1% וכ-4.7%, בהתאמה, ועל כ-3.0% וכ-4.7%, בהתאמה, בשנת 2023, והינם הולמים ביחס לדירוג ותומכים בפוטנציאל בניית כרית ההון.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות צפוי להתמתן בשל ירידת הריבית הצפויה, התחרות בענף ומיקוד בפעילות העמדת אשראי ליזמי נדל"ן. בצד המקורות, ירידת הריבית תגולם בעלויות מימון נמוכות יותר. כתוצאה מכך, אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להישחק במידה מסוימת. כמו כן, אנו צופים גידול מסוים בהיקף ההכנסות של החברה ביחס לשנת 2023, נוכח הגידול שחל בהיקף תיק האשראי במהלך שנת 2023, והנחתנו להמשך צמיחת התיק בשנות התחזית. לצד זאת, אנו מניחים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לרבעון הראשון של שנת 2024, וזאת על רקע השלכות המלחמה לצד המשך סביבת ריבית גבוהה, אשר צפויה להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. לפיכך, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווחים שבין כ-3.0%-3.1%, וכ-4.6%-4.7%, בהתאמה, ויותרו הולמים ביחס לדירוג.

איכות הנכסים נמוכה ביחס לדירוג

נכון ליום 31 במרץ 2024, שיעור החובות הבעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו, עמד על כ-8.6% והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג. כמו כן, מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאות להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי של כ-0.8% בשנת 2023 וכ-0.6% בגילום שנתי לרבעון הראשון של שנת 2024. יתרת ההפרשה מתיק האשראי עמדה על כ-0.9% נכון ליום 31 במרץ 2024, וגוזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ-10% בלבד לאותו יום, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון בתיק. בנוסף, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו, אשר עמד על כ-0.2% ברבעון הראשון של שנת 2024 (במונחים שנתיים) וכ-0.8% בשנת 2023. על פי נתוני החברה, לטובתה עומדים בטחונות מטריאליים על נכסים, לרוב שעבודים מדרגה ראשונה, בשיעור ניכר מסך תיק האשראי ברוטו, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים, אשר תומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים. אנו סבורים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של לקוחות החברה, הן במכלול נדל"ן והן במכלול צמיחה, וזאת על רקע סביבה עסקית מאתגרת, כאשר האטה אפשרית בפעילות העסקית ותנודתיות בקצב מכירות הדירות והתחלות בנייה, עלולות להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של היזמים למגורים הפועלים בענף, ובכך להעיב על לוויה של מכלול נדל"ן בפרט. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לתחום הנדל"ן, אשר עלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח המאפיינים ההומוגניים של ענף זה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, איכות הנכסים צפויה להיותר בולטת לשלילה ביחס לדירוג. אנו מעריכים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק האשראי (ביחס לרבעון הראשון לשנת 2024), אשר ינוע בטווח שבין כ-0.6%-0.8%, לצד עלייה ביתרת ההפרשה לתיק האשראי ברוטו, בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענפי הפעילות. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי אשר ינוע בטווח שבין כ-8.6%-9.1%, לצד עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק ברוטו, אשר ינוע בטווח שבין כ-0.8%-0.9%.

רמת מינוף הולמת ביחס לדירוג ותומכת ביכולת ספיגת ההפסדים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני הולם ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן אשר עמד על כ-16.9% ליום 31 במרץ 2024, ומבטא שיפור מסוים ביחס ליום 31 בדצמבר 2023 (כ-16.0%). חברות הבנות (מכלול נדל"ן, מכלול מזנין ומכלול צמיחה) נדרשות לעמוד באמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף עליהן התחייבו לשמור, בין היתר, אל מול הגופים הממנים, כאשר אלו שומרות על מרווח סביר מדרישות אלו. כמו כן, התחייבה החברה אל מול מחזיקי אגרות החוב (סדרה א'), לעמוד באמות מידה פיננסיות הקשורות לרמת מינוף שלא תעלה על 15% והיקף הון העצמי שלא יפחת מ-110 מיליון ₪, כאשר החברה שומרת על מרווח הולם מדרישות אלו.

אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 30% מהרווח הנקי וזאת מפאת קרבה לקובנט הניתן במסגרת שטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה א'), אשר מגביל את החברה מבצע חלוקה כל עוד יחס ההון למאזן נמוך מ-18%. בהקשר זה נציין, כי מיום הקמתה החברה לא ביצעה חלוקת דיבידנדים. אנו צופים בשנות התחזית שיחס המינוף המאזני, תחת הנחות הצמיחה, ינוע בטווח שבין כ-18.0%-18.5%, וזאת תחת ההנחה כי קובנט ההון למאזן לא ישתנה בטווח התחזית (היחס האפקטיבי הנדרש על ידי המערכת הבנקאית והגוף המוסדי).

לחברה מגוון מקורות מימון טוב ופרופיל נזילות בולט לחיוב ביחס לדירוג; מנגד, קיימת אי-התאמה בין מח"מ הנכסים

למח"מ מקורות המימון

מבנה המימון הקיים מתאפיין בהעמדת מימון ליזמים ולחברות בצמיחה לטווח בינוני עד ארוך (שנתיים עד שבע שנים). מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות תומכות משלושה בנקים המעמידים אשראי לטווח קצר, אשר גדלו בשנים האחרונות, והיקפם הכולל, נכון ליום 31 במרץ 2024, עמד על כ-1,250 מיליון ₪, מסגרת תומכה מגוף מוסדי בסך של כ-120 מיליון ₪, ואגרות חוב (סדרה א') בהיקף של כ-116 מיליון ₪. מקורות מימון אלו משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ תיק האשראי של החברה, דבר אשר עלול להעיב על גמישותה הפיננסית ויכולת ההתאמה של מח"מ הנכסים שלה עם מח"מ מקורות המימון. נציין, כי ביום 30 במאי 2024, דיווחה החברה על הנפקת אגרות חוב צמודות אשראי בהיקף של כ-191 מיליון ₪ ברצף המוסדי במכלול נדל"ן, המהווה מקור מימון נוסף לחברה, כאשר אגרות החוב תישאנה באופן בלעדי חלק מסיכון האשראי אליו חשופה מכלול נדל"ן. כמו כן, מידורג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 במרץ 2024, לחברה אין נכסים מטריאליים משועבדים ועל כן פרמטר זה בולט לחיוב ביחס לדירוג. בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה וחברות הבנות תשמורנה על מרווח סביר ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות, בין היתר, לרמת המינוף ולהיקף ההון, כאמור לעיל.

שיקולים נוספים לדירוג

חלק ניכר מתמהיל פעילות החברה הינו הלוואות לעסקים עם סיכון מוגבר; מנגד, שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי

מהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה

אנו מביאים בחשבון בדירוג את פרופיל סיכון הפעילות של מכלול צמיחה המוערך על ידינו כגבוה. יחד עם זאת, החברה נשענת על שיעור בטוחות מדרגה ראשונה, בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי של החברה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה.

שיקולי ESG

הממשל התאגידי של החברה נתמך בחברי הנהלה ודירקטוריון בעלי ידע נרחב וניסיון רב בתחום המימון והפיננסים. דירקטוריון החברה מורכב משמונה דירקטורים אשר שבעה מתוכם בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית. לדברי החברה, במכלול נדל"ן ובמכלול מזנין קיימת מנהלת סיכונים ייעודית אשר כפופה ומדווחת למנכ"לית מכלול נדל"ן ומנהל התפעול משמש כקצין הציות. החברה מבצעת חיתום קפדני עבור כל לווה טרם העמדת האשראי עבורו, לרבות מידע כמותי ואיכותי לגבי הלווה, יכולותיו הפיננסיות, התכנית העסקית והתאמתה, ואיכות הביטחונות העומדים לרשותו. בנוסף לכך, לחברה קיימות ועדות אשראי, המתכנסות בכל תהליך של

העמדת אשראי עבור לווה ומאשרות בפועל את העמדת האשראי בהתאם למדיניות החברה, כאשר ועדות אלו מורכבות בהתאם לזהות החברה המממנת וכוללות, בין היתר, את חלק מחברי הדירקטוריון והנהלת החברה, וכן עבור ועדות של מכלול נדל"ן מתווסף משקיף מטעם המבטח וכן מומחה חיצוני לניהול סיכונים. להערכת מידרוג, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2024			
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה
פרופיל עסקי	ענף פעילות	סיכון ענפי	-	Baa.il	-
	פרופיל עסקי	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	-	A.il	-
	פרופיל סיכון	ריכוזיות תיק האשראי	-	B.il	-
		ניהול סיכונים	-	Baa.il	-
פרופיל פיננסי	רווחיות	רווח נקי לממוצע נכסים	3.1%	A.il	3.1%-3.0%
		רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	4.7%	A.il	4.7%-4.6%
	איכות נכסים	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	8.6%	Ba.il	9.1%-8.6%
		חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	0.2%	Aaa.il	0.9%-0.8%
	הלימות ההון	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	16.9%	A.il	18.5%-18.0%
		יחס כיסוי הנזילות	>300%	Aaa.il	>300%
	מימון ונזילות	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	-	Aaa.il	-
		מגוון מקורות מימון	-	Aa.il	-
	מדיניות פיננסית		-	Ba.il	-
דירוג נגזר		A3.il			
דירוג בפועל		A3.il			

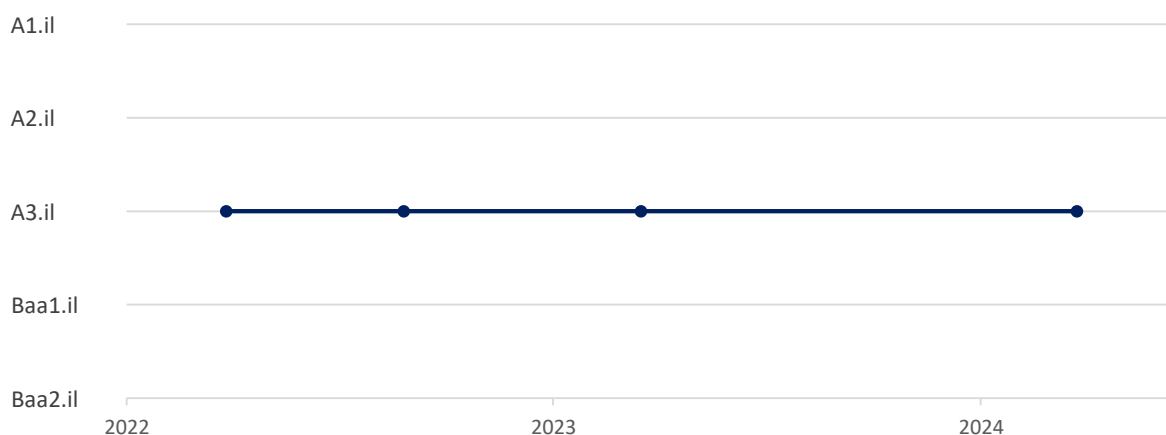
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל, ביום 28 בדצמבר 2017, כחברה פרטית בעירבון מוגבל. כיום, החברה עוסקת ב: (א) העמדת מימון לזימים מתחום הנדל"ן למגורים באמצעות מכלול נדל"ן ומכלול מזנין, אשר הינן חברות בת בבעלות מלאה של החברה; (ב) העמדת אשראי לתאגידים עסקיים בינוניים וקטנים מתחומים שונים (לרבות תעשייה, טכנולוגיה ושירותים), בארץ ובעולם, באמצעות מכלול צמיחה, אשר הינה חברת בת בבעלות מלאה של החברה. ביום 22 לאוגוסט 2021, השלימה החברה את הנפקת מנייתה לציבור והפכה לחברה ציבורית. בעלי השליטה בחברה הינם: אוריאל פז (19.70%), איילת רוסק (13.03%) וירון בלנק (12.43%). בעלי מניות נוספים בחברה הינם, בין היתר, כלל ביטוח (24.86%), נוקד קפיטל (5.93%), צבי זיו (1.52%) והחזקות הציבור (22.13%). פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו

מכוחו (להלן: "חוק הפיקוח"). לחברה ולמכלול נדל"ן רישיונות למתן אשראי מורחב, אשר נכון למועד דוח זה הינם בתוקף עד ליום 31 בדצמבר 2027, וזאת בהתאם לדרישות החלות על נתן שירותי אשראי על פי הוראות חוק הפיקוח. מכלול מזנין פועלת בהתאם לפטור מרישיון למתן אשראי מכוח פטור תאגיד נשלט ומכלול צמיחה פועלת בהתאם לפטור מרישיון למתן אשראי מכוח פטור הסכום.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מכלול מימון בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[שחיקה באיכות הנכסים ונגישות נמוכה לשוק ההון מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי-דו"ח מיוחד יוני](#)

[2023](#)

[חולשות בממשל התאגידי וניהול הסיכונים מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דו"ח מיוחד אוגוסט](#)

[2022](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

10.06.2024	תאריך דוח הדירוג:
21.05.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.05.2022	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מכלול מימון בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מכלול מימון בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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").

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 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 ביועץ 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 כשלהו 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 מפיקה, 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 שנמסר או נוצר 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 לאמינים 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 לתקן 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 יכולת 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.