

מכלול מימון בע"מ

מעקב | יוני 2025

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי
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	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות

מידרוג מעלה את דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב (סדרות א' וב') שהנפיקה מכלול מימון בע"מ (להלן: "החברה") מ-A3.il ל-A2.il. אופק הדירוג יציב. העלאת הדירוג נובעת משיפור בפרופיל העסקי של החברה, על רקע גידול בתיק האשראי ובהיקף פעילותה, לצד שינוי בתמהיל הפעילות, עם דגש גובר על פעילות מכלול נדל"ן על פני פעילות מכלול צמיחה, גיוון מקורות המימון ושיפור בהתאמה בין מח"מ ההתחייבויות למח"מ הנכסים.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
מכלול אגח א	1187277	A2.il	יציב	30.06.2026
מכלול אגח ב	1214675	A2.il	יציב	30.06.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת הביקושים והיצבות בענף ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה היחסי של החברה. פרופיל הסיכון מושפע לשלילה נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית ולקוחות. רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, אולם ניכרת מגמת שחיקה במרווח הפיננסי של החברה בשנים האחרונות. נכון ליום 31 במרץ 2025, שיעור החובות הבעייתיים¹ לסך תיק אשראי ברוטו², עמד על כ-8.0% ומשקף איכות נכסים נמוכה ביחס לדירוג. יחד עם זאת, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים והמחיקות ביחס לממוצע תיק האשראי ברוטו, אשר עמד על כ-0.1% ברבעון הראשון של שנת 2025 (במונחים שנתיים) וכ-0.0% בשנת 2024, ובולט לחיוב ביחס לדירוג. כמו כן, על פי נתוני החברה, לטובתה עומדים בטחונות מטריאליים, 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. כמו כן, החברה מתאפיינת במינוף מאזני הולם ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן אשר עמד על כ-17.3% ליום 31 במרץ 2025, לצד מגוון מקורות מימון, פרופיל נזילות וגמישות פיננסית בולטים 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. נציין כי לאחר תאריך החתך של הדוחות הכספיים ליום 31 במרץ 2025, החלה החברה לפעול לצמצום פער המח"מ בין המקורות לשימושים, על ידי חתימת חלק ממסגרות האשראי מהתאגידים בנקאיים לתקופות ארוכות יותר (עד שנתיים).

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות, ביניהן מלחמה מתמשכת, לצד סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות ביחס לשנים האחרונות, אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמות הביקושים והיצבות בענף. עם זאת, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, וזאת על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות הנדל"ן ולתנודתיות בקצב המכירות במשק, וכתוצאה מכך, ירידה בהתחלות בניה חדשות, כאשר צמיחת התיק צפויה להיתמך נוכח ביקושים קשיחים יחסית למגזר הנדל"ן למגורים בישראל, על אף השלכות המלחמה, וכן בכניסת החברה לתחום משכנתאות הגישור, כמפורט בהמשך הדוח. לפיכך, התשואה על נכסים מנוהלים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה³ ינועו בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.6%-3.0%, וכ-4.0%-4.4%, בהתאמה, ויותרו סבירים ביחס לדירוג. איכות הנכסים צפויה להיות סבירה ביחס לדירוג. אנו מעריכים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי

¹ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואיננו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה.

² תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים.

³ רווח לפני מס, הוצאות להפסדי אשראי ושינויים בשווי הון של הלוואות לממוצע נכסים מנוהלים בתקופה.

אשראי מתיק האשראי (ביחס לרבעון הראשון לשנת 2025), אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.7%, לצד עלייה ביתרת ההפרשה לתיק האשראי ברוטו, בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענפי הפעילות. בד בבד, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי אשר ינוע בטווח שבין כ-8%-9%, לצד עלייה בשיעור החובות האבודים והמחיקות מממוצע תיק האשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח שבין כ-0.4%-0.5%. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תפחת מכ-30% מהרווחים⁴, כאשר יחס המינוף המאזני בשנות התחזית, תחת הנחות הצמיחה, ינוע בטווח שבין כ-18%-20%.

שיקול נוסף המשפיע לחיוב על הדירוג הינו שיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה מתיק האשראי, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה ותומך בשיעור השיקום הצפוי בהינתן כשל. יחד עם זאת, אנו מביאים בחשבון בדירוג את פרופיל סיכון הפעילות של מכלול צמיחה המוערך על ידינו כגבוה.

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 השלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024)⁵.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג :

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

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 ביום 13 במאי 2025 אישר דירקטוריון החברה עדכון והבהרה למדיניות חלוקת דיבידנד, כך שעל פי המדיניות המעודכנת, הדירקטוריון יחליט מעת לעת על חלוקת דיבידנד בשיעור שלא יפחת מ-30% ולא יעלה על 80% מהרווחים הראויים לחלוקה, שנצברו ממועד החלוקה האחרון. מובהר כי האמור מהווה מדיניות חלוקת דיבידנד בלבד ואין לראות באימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד כהתחייבות של החברה להכריז או לבצע חלוקת דיבידנד וכל הכרזה או חלוקה כאמור, תידון בנפרד בדירקטוריון החברה אשר רשאי להחליט גם כי יחולק דיבידנד בשיעור שונה או לא יחולק דיבידנד.

⁵ [הדוח מפורסם באתר מידרוג](#)

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

2021	2022	2023	2024	31.03.2024	31.03.2025	
6,306	11,541	51,430	49,320	53,482	27,584	מזומנים ושווי מזומנים
666,544	1,041,686	1,504,419	1,510,775	1,491,405	1,714,035	תיק אשראי, נטו
1,744	3,886	10,795	18,049	13,091	18,849	יתרת הפרשה להפסדי אשראי
513,048	843,909	1,288,184	1,248,541	1,261,180	1,411,548	חוב פיננסי ברוטו [1]
716,467	1,105,807	1,613,237	1,631,378	1,602,550	1,806,347	סך נכסים במאזן
166,864	198,968	258,380	305,733	271,314	313,234	הון עצמי

28,613	68,690	95,860	107,903	26,647	24,769	הכנסות מימון, נטו
1,474	2,142	10,189	7,254	2,297	800	הוצאות להפסדי אשראי
5,946	26,442	41,025	50,932	12,472	12,217	רווח נקי
12,459	37,766	63,857	74,445	18,695	16,912	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי

5.5%	7.1%	6.1%	5.8%	*5.8%	*4.8%	מרווח פיננסי [2]
23.3%	18.0%	16.0%	18.7%	16.9%	17.3%	הון עצמי / סך נכסים
1.2%	2.9%	3.0%	2.9%	*3.1%	*2.4%	תשואה על נכסים מנוהלים ממוצעים (ROA) [3]
1.6%	4.2%	5.2%	4.2%	*4.8%	*3.5%	רווח לפני מס, הוצאות להפסדי אשראי ושינויים בשווי הוגן של הלוואות / נכסים מנוהלים ממוצעים
0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	0.9%	1.1%	יתרת הפרשה להפסדי אשראי / תיק אשראי ברוטו
0.3%	0.2%	0.8%	0.5%	*0.6%	*0.2%	הוצאות להפסדי אשראי / ממוצע תיק אשראי ברוטו

[1] חובות לבנקים, אגרות חוב, 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).
 [3] רווח נקי לתקופה לנכסים מנוהלים (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה). החל משנת 2024, סך הנכסים המנוהלים כולל יתרות אשראי אשר נגרעו מדוחותיה הכספיים של החברה, אותן מנהלת החברה.
 * במונחים שנתיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת הביקושים והיצירות 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 מזני, 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 2025, פעילותה של מכלול מזני אינה מהותית⁶ ביחס להיקף הפעילות בחברה. בנוסף לכך, החברה מעמידה אשראי לתאגידים עסקיים בינוניים וקטנים מתחומים שונים (לרבות תעשייה, טכנולוגיה ושירותים), בארץ ובעולם, באמצעות מכלול צמיחה. נציין כי כחלק מאסטרטגיית החברה לשנים הקרובות, החברה מתעתדת לצמצם את מתכנתה הנוכחית של פעילות מכלול צמיחה, ופיתוח פעילות במכלול צמיחה של מימון חברות בתחום יזום פרויקטים בנדל"ן למגורים (ברמת המימון התאגידי, להבדיל ממימון פרויקטלי), תוך סינרגיה לפעילות מכלול נדל"ן. מכלול נדל"ן מתקשרת עם יזמים בהסכמי מימון ביחד עם מבטחים שונים (להלן: "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 חברה לביטוח בע"מ 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 2024, מח"מ מסגרות האשראי הממוצע בתיק של מכלול נדל"ן עמד על כ-15 חודשים. בתמורה להתחייבות להעמדת האשראי כאמור והעמדתו בפועל,

⁶ נכון ליום 31 במרץ 2025 יתרת תיק האשראי ברוטו של מכלול מזני עמדה על כ-50 מיליון ₪.

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 למבטח קיים הסכם בין מממנים, המגדיר את אופן מימוש הבטחות במקרים של הפרת הסכם המימון ע"י היזמים. נכון למועד פרסום דוח דירוג זה, החלה החברה להעמיד באמצעות מכלול מימון משכנתאות יא בע"מ משכנתאות גישור לתקופה של עד 5 שנים, בעיקר ללקוחות פרטיים. משכנתאות הגישור מועמדות ללקוחות החברה תוך רישום שעבוד בדרגה ראשונה או שנייה על הנכס או התחייבות לרישום משכנתא ורישום משכון ברשם המשכונות על הזכויות בנכס כבטוחה לפירעון וכן לרוב כנגד בטוחות נוספות (כגון שעבוד פוליסת ביטוח מבנה וחיים וכו').

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 הפרויקטים, בתנאים משתנים. תחום ליווי הבניה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה הנתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, לצד חשיפה לשינויים רגולטוריים המשפיעים על רמת התחרות הביקושים והיציבות בענף. אנו סבורים, כי חלה עלייה ברמת הסיכון בענף המימון החוץ בנקאי לנדל"ן למגורים, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית ותנדטיות בקצב המכירות, אשר מושפעות מסביבה עסקית מאתגרת המאופיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים האחרונות ועל רקע מלחמה מתמשכת. בנוסף לכך, תקופות פיתוח והקמה ארוכות, לצד התעצמות סיכונים הקמה, שינויים רגולטוריים תכופים, מעורבות ממשלתית בשיווק קרקעות, בפרט על רקע אי-הוודאות הכרוכה במצב הביטחוני והשלכותיו (לרבות בקשר עם זמינות העובדים), מגבירים את אי-הוודאות בענף ועל כן, צפויה הרעה מסוימת בפרופיל סיכון הפעילות של החברה. עם זאת, ענף הייזום למגורים בישראל מאופיין במיעוט קרקעות זמינות למגורים, ביקוש קשיח לדירור ופריור ילודה גבוה, התומכים בצד הביקוש וממתנים את סיכונים המכירה. 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 שעבוד שוטף על פעילות הלווה, שיעבוד ספציפי על נכסי הלווה ו/או נכסים פרטיים של בעלי שליטה בלווה, שיעבוד על מניות החברה הלווה וכיוצא ב. תקופת המימון המקובלת בפעילות מימון חוב מורכב הינה 3-7 שנים, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2024, המח"מ הממוצע בתיק של פעילות זו עומד על כ-1.9 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, לגלות 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, 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")⁷. בחודשים יולי 2022, דצמבר 2022 ויולי 2023, פרסם סגל הרשות לניירות ערך הודעות 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"⁸ שמטרתו להנחות את נותן השירותים הפיננסיים באימוץ הליכי ניהול סיכונים שיסייעו 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. בהמשך לפרסומי הרשות לניירות ערך כפי שפורט לעיל, בחודשים אוגוסט 2024 וינואר 2025, פרסם סגל הרשות לניירות ערך דוח ממציאים⁹, אשר מפרט סוגיות מרכזיות שעלו במסגרת הביקורת, המתייחסות לאופן המדידה והגילוי של סעיף לקוחות והפרשה להפסדי אשראי בדוחות הכספיים של חברות בענף. 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 ולחיזוק הענף, לצמצום מספר הגופים הפועלים בו (בפרט הקטנים) באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו, כחלק מהגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף.

שיפור בפרופיל העסקי, לצד גידול חלקה של פעילות ליווי פיננסי בתיק האשראי, תומכים בהעלאת הדירוג

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של כ-32% בתיק האשראי ברוטו בין השנים 2021-2024), כך שנכון ליום 31 במרץ 2025 עמד תיק האשראי ברוטו על כ-1.7 מיליארד ₪, המשקף גידול של כ-15% ביחס ליום 31 במרץ 2024. כמו כן, נכון ליום 31 במרץ 2025 היקף התיק המנוהל של החברה עמד על כ-2 מיליארד ₪ לעומת כ-1.5 מיליארד ₪ ליום 31 במרץ 2024, המשקף גידול של כ-32%. יתרת תיק האשראי של מכלול נדל"ן (העמדת חוב בכיר וחוב נחות אגב בכיר¹⁰) נכון ליום 31 במרץ 2025 הינה כ-1.2 מיליארד ₪ (כ-1.5 מיליארד ₪ מנוהל לאותו מועד), וזאת באמצעות מימון של כ-265 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-50 מיליון ₪. בנוסף, נכון לאותו מועד, היקף תיק האשראי וההשקעות של מכלול צמיחה עמד על כ-0.4 מיליארד ₪ (מהווה קיטון של כ-18% ביחס ליתרת התיק ליום 31 במרץ 2024 אשר עמד על כחצי מיליארד ₪). אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם ביחס לדירוג ואף השתפר בשנה החולפת, על רקע גידול בהיקף פעילותה, כפי שמשתקף בגידול שחל בתיק האשראי המאזני והמנוהל כאחד.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות, ביניהן מלחמה מתמשכת, לצד סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות ביחס לשנים האחרונות, אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמות הביקושים והיציבות בענף. עם זאת, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, וזאת על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות הנדל"ן ולתנודתיות בקצב המכירות במשק, וכתוצאה מכך, ירידה בהתחלות בניה חדשות, כאשר צמיחת התיק צפויה להיתמך נוכח ביקושים קשיחים יחסית למגזר הנדל"ן למגורים בישראל, על אף השלכות המלחמה, וכן בכניסת החברה לתחום משכנתאות הגישור כאמור לעיל.

⁷ נציין, כי רשות שוק ההון אינה עוסקת בפיקוח אחר יציבותן של החברות הפועלות בענף, למעט חברות בהן קיימים פיקדונות ציבור, ניירות ערך מסחריים סחירים, ערבויות בהיקף העולה על 25 מיליון ₪, או על חברות בעלות חוב ציבורי משמעותי.

⁸ חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים.

⁹ דוח ריכוז ממציאי ביקורת בנושא אשראי ללקוחות והפרשה להפסדי אשראי בדוחות כספיים בענף האשראי החוץ בנקאי.

¹⁰ במקביל להעמדת מימון אשראי בכיר לבנייה (החוב הבכיר) מאפשרת מכלול נדל"ן, בפרויקטים מסוימים, העמדת אשראי נוסף להשלמת דרישות ההון העצמי.

פרופיל הסיכון מוגבר נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לקוחות

נכון ליום 31 במרץ 2025, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מריכוזיות ענפית גבוהה, עם חשיפה של כ-84% מתיק האשראי לענף הנדל"ן¹¹, 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 עשרת הלקוחות הגדולים במונחי הכנסות אשר היו כ-27.3% ליום 31 בדצמבר 2024. כמו כן, החשיפה ללקוח הגדול ביותר מתיק האשראי היוותה כ-3.5% לאותו המועד.

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 וכוללות, בין היתר, את חלק מחברי הדירקטוריון והנהלת החברה, ובועדות של מכלול נדל"ן מתווסף מומחה חיצוני לניהול סיכונים. לדברי החברה, נכון למועד הדוח, סמנכ"ל הכספים של החברה הינו אחראי האכיפה וקצין הציות של החברה. במהלך שנת 2024 אימצה החברה את "חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים". בהתאם לכך, דירקטוריון החברה מינה מנהלת סיכונים, הכפופה לקצין הציות ומדווחת ישירות לדירקטוריון. לצד המינוי, החברה גיבשה מדיניות ניהול סיכונים שאושרה על ידי הדירקטוריון, ומנהלת הסיכונים ערכה מיפוי סיכונים שהוצג לדירקטוריון.

רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, אולם ניכרת מגמת שחיקה במרווח הפיננסי

של החברה

על אף מגמת שחיקה במרווח הפיננסי, היקף הרווח הנקי הושפע לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, והסתכם בכ-51 מיליון ₪ בשנת 2024 לעומת כ-41 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-26 מיליון ₪ בשנת 2022. המרווח הפיננסי של החברה נשחק בהדרגה, וירד מכ-7.1% בשנת 2022, לכ-5.8% בשנת 2024 ולכ-4.8% ברבעון הראשון של שנת 2025, בגילום שנתי. לדברי החברה, הקיטון במרווח הפיננסי ברבעון הראשון של שנת 2025, נבע, בין היתר, מקיטון ברישום הכנסות מעמלות ליווי בעקבות עיכוב בכניסת פרויקטים חדשים לליווי בחודשים הראשונים שלאחר פרוץ המלחמה, לצד מעבר הדרגתי לפרויקטים גדולים יותר בהיקפם אשר משך הליווי שלהם ארוך יותר, וההכרה בהכנסות מעמלות ליווי בגינם נמשכת לאורך שנים רבות יותר, וכן מקיטון יזום בתיק האשראי של מכלול צמיחה. כפועל יוצא, שיעורי הרווחיות, הבאים לידי ביטוי בתשואה על נכסים מנוהלים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה, עמדו ברבעון הראשון של שנת 2025 על כ-2.4% וכ-3.5%, בהתאמה, בגילום שנתי, ועל כ-2.9% וכ-4.2%, בהתאמה, בשנת 2024, ומבטאים שחיקה מסוימת ביחס לכ-3.0% וכ-5.2%, בשנת 2023, בהתאמה, אך הינם סבירים ביחס לדירוג ותומכים בפוטנציאל בניית כרית ההון.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים המשך גידול בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנים האחרונות, נוכח הערכתנו לשיפור מסוים במרווח הפיננסי של החברה ביחס לרבעון הראשון של שנת 2025, אשר יושפעו מגידול מסוים בהכנסות מעמלות ליווי לצד המשך גידול בתיק האשראי המאזני והמנוהל כאחד בשנות התחזית. בד בבד, אנו מניחים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לרבעון הראשון של שנת 2025, וזאת על רקע השלכות המלחמה לצד סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות. לפיכך, התשואה על נכסים מנוהלים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.6%-3.0%, וכ-4.0%-4.4%, בהתאמה, ויוותרו סבירים ביחס לדירוג.

איכות הנכסים הולמת ביחס לדירוג, ונתמכת בשיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה

נכון ליום 31 במרץ 2025, שיעור החובות הבעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו, עמד על כ-8.0%, המשקף איכות נכסים נמוכה ביחס לדירוג. כמו כן, מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאות להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי של כ-0.5% בשנת 2024 וכ-0.2%, ברבעון הראשון של שנת 2025, במונחים שנתיים. נכון ליום 31 במרץ 2025, יתרת ההפרשה מתיק האשראי עמדה על כ-1.1% וגוזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ-14% בלבד לאותו יום, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון בתיק. יחד עם

¹¹ כ-6% חשיפה לנדל"ן בחו"ל בפעילות מכלול צמיחה.

זאת, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים והמחיקות ביחס לממוצע תיק האשראי ברוטו, אשר עמד על כ-0.1% ברבעון הראשון של שנת 2025 (במונחים שנתיים) וכ-0.0% בשנת 2024, ובולט לחיוב ביחס לדירוג. כמו כן, 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 עלולה לחול 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 להעבי על לוויה של מכלול נדל"ן בפרט. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לתחום הנדל"ן, אשר עלולה לפגוע בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח המאפיינים ההומוגניים של ענף זה.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2025-2026, איכות הנכסים צפויה להיות סבירה ביחס לדירוג. אנו מעריכים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק האשראי (ביחס לרבעון הראשון לשנת 2025), אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.7%, 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%-9%, לצד עלייה בשיעור החובות האבודים והמחיקות לממוצע תיק האשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח שבין כ-0.4%-0.5%.

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-17.3% ליום 31 במרץ 2025. 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 (סדרות א' וב'), לעמוד באמות מידה פיננסיות הקשורות לרמת מינוף שלא תעלה על 15% (ביחס לסדרה א' ו-ב'), היקף הון העצמי שלא יפחת מ-110 מיליון ₪ בעבור סדרה א', ובעבור סדרה ב' על היקף הון עצמי שלא יפחת מ-140 מיליון ₪. החברה שומרת על מרווח הולם מדרישות אלו.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2025-2026, אנו צופים כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תפחת מכ-30% מהרווח הנקי, לצד הנחה להמשיך צמיחה בפעילות החברה והמשך הנפקת אגרות חוב צמודות אשראי במכלול נדל"ן, בהן החברה תמכור חלק יחסי מסיכון האשראי של הלוואות המגבות נשוא אגרות החוב צמודות האשראי, כך שיחס המינוף המאזני ינוע בטווח שבין כ-18%-20%.

לחברה מגוון מקורות מימון, פרופיל נזילות וגמישות פיננסית בולטים לחיוב ביחס לדירוג; גיוון מקורות המימון לצד

שיפור התאמת מח"מ ההתחייבויות למח"מ הנכסים תומכים בהעלאת הדירוג

נכון ליום 31 במרץ 2025, מקורות המימון של החברה נתמכים בעיקר על ידי מסגרות אשראי, בחלקן חתומות לשנה ממועד החתימה, משלושה תאגידים בנקאיים, אשר גדלו בשנים האחרונות, והיקפם הכולל לאותו מועד עמד על כ-1.7 מיליארד ₪ לצד שתי סדרות אגרות חוב (סדרות א' וב'). בהקשר זה, נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס יתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופנויות בלבד) ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים של אגרות החוב של החברה (סדרות א' וב') עמד על למעלה מ-300% ובולט לחיוב ביחס לדירוג, בין היתר, בעקבות מסגרות חתומות ופנויות בהיקף משמעותי ומבנה לוח הסילוקין של החברה ל-12 החודשים הקרובים. מח"מ מסגרות והלוואות שהחברה מעמידה ללקוחותיה, הינו כשנה וחצי עד שנתיים, בעוד רוב המסגרות הבנקאיות התחדשו עד כה אחת לשנה. על כן, מקורות המימון הבנקאיים משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ תיק האשראי של החברה, דבר אשר עלול להעבי על גמישותה הפיננסית ויכולת ההתאמה של מח"מ הנכסים שלה עם מח"מ מקורות המימון. נציין כי לאחר תאריך החתך של הדוחות הכספיים ליום 31 במרץ 2025, החלה החברה לפעול לצמצום פער המח"מ בין המקורות לשימושים, על ידי חתימת חלק ממסגרות האשראי מהתאגידים בנקאיים לתקופות ארוכות יותר (עד שנתיים). מקורות מימון נוספים לחברה ליום 31 במרץ 2025, כוללים שתי אגרות חוב צמודות אשראי של מכלול נדל"ן הנסחרות ברצף המוסדי, אשר נושאות באופן בלעדי חלק מסיכון האשראי אליו חשופה מכלול נדל"ן, לצד מכירת תיקי הלוואות לגופים מוסדיים אותן החברה מנהלת.

בנוסף, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים¹² לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את מקורות המימון תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 במרץ 2025, יחס זה זניח יחסית ועמד על כ-2%, אשר בולט לחיוב ביחס לדירוג. בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה וחברות הבנות תשמורנה על מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות, בין היתר, לרמת המינוף ולהיקף ההון, כאמור לעיל.

שיקולים נוספים לדירוג

שיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה מתיק האשראי מהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה; מנגד, חלק מתמהיל פעילות החברה הינו הלוואות לעסקים עם סיכון מוגבר

אנו מביאים בחשבון בדירוג את אסטרטגיית החברה לשעבוד בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי שלה. בהתאם לכך, נכון ליום 31 במרץ 2025, רוב תיק האשראי מגובה בביטחונות נדל"ן מדרגה ראשונה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה ותומך בשיעור השיקום הצפוי בהינתן כשל. מנגד, אנו מביאים בחשבון בדירוג את פרופיל סיכון הפעילות של מכלול צמיחה המוערך על ידינו כגבוה.

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. במהלך 2024 אימצה החברה את "חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים", ומינתה סמנכ"לית לניהול סיכונים אשר מדווחת לדירקטוריון החברה וכפופה לאחראי האכיפה וקצין הציות בחברה, אשר מכהן גם כסמנכ"ל הכספים של החברה. 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 מומחה חיצוני לניהול סיכונים. להערכת מידרוג, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה.

¹² שעבדים קבועים וספציפיים.

מטריצת הדירוג

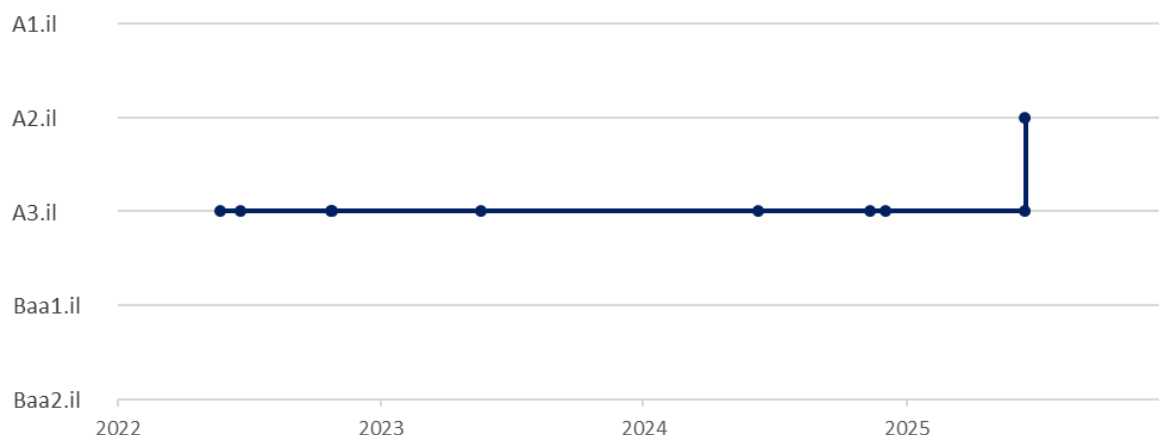
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2025			
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה
פרופיל עסקי	ענף פעילות	סיכון ענפי	-	Baa.il	-
	פרופיל עסקי	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	-	A.il	-
	פרופיל סיכון	ריכוזיות תיק האשראי	-	B.il	-
		ניהול סיכונים	-	A.il	-
פרופיל פיננסי	רווחיות	רווח נקי לממוצע נכסים מנוהלים	2.4%	Baa.il	3.0%-2.6%
		רווח לפני מס, הוצאות להפסדי אשראי ושינויים בשווי הוגן לממוצע נכסים מנוהלים	3.5%	Baa.il	4.4%-4.0%
		חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	8.0%	Baa.il	8.8%-8.0%
		חובות אבודים ומחיקות לממוצע תיק אשראי ברוטו	0.1%	Aaa.il	0.5%-0.4%
	הלימות ההון	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	17.3%	A.il	20%-18%
	מימון ונזילות	יחס כיסוי הנזילות	>300%	Aaa.il	>300%
		נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	~2%	Aaa.il	~2%
		מגוון מקורות מימון	-	Aaa.il	-
	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	-	Baa.il	-
	דירוג נגזר				
דירוג בפועל					A2.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. ביום 22 לאוגוסט 2021, השלימה החברה את הנפקת מניותיה לציבור והפכה לחברה ציבורית. כיום, החברה עוסקת ב: (א) העמדת מימון ליזמים 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; (ג) העמדת משכנתאות באמצעות חברה בת בשם מכלול מימון משכנתאות יא בע"מ אשר הוקמה בחודש מרץ 2025. בעלי השליטה בחברה הינם: אוריאל פז (19.74%), איילת רוסק (13.06%) וירון בלנק (12.46%). בעלי מניות נוספים בחברה הינם, בין היתר, כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (24.92%), נוקד קפיטל (7.54%), צבי זיו (1.52%) והחזקות הציבור (20.53%). 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 נותן 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 המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[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](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

19.06.2025	תאריך דוח הדירוג:
04.12.2024	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 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 מוזהרים 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 אמינים 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 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 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.