

א.ס.א.ר. אקורד בע"מ

מעקב | מאי 2025

אנשי קשר:

מיכל בדינר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
michal.b@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

אס.אר. אקורד בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה אס.אר. אקורד בע"מ (להלן: "החברה"), ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. שינוי אופק הדירוג נובע משיפור מהותי בשיעור החובות הבעייתיים¹ של החברה, לצד הלימות הון אשר טובה ביחס לדירוג ותומכת בפרופיל הסיכון של החברה וביכולת ספיגת הפסדים. כמו כן, התחייבות חתומה על ידי הנהלת ודירקטוריון החברה לשמירה על יתרות נזילות ביחס לחלויות החוב השוטפות תומכת במדיניות הפיננסית ובנזילות החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אס אר אקורד אגחב	4220372	A3.il	יציב	30.06.2027
אס אר אקורד אגחג	1214790	A3.il	יציב	31.03.2030

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע מסיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה ופרופיל עסקי סביר ביחס לדירוג, הנתמך בגודל החברה. פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב ממח"מ תיק קצר, אולם מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות לקוחות וחשיפה לענפי הנדל"ן, הבנייה והתשתיות. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות הבולטת לחיוב ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, לצד מינוף מאזני אשר הינו טוב ביחס לדירוג, ובמרווח מהותי מאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות בקשר עם רמת המינוף והיקף ההון הנדרש, התומכים ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים לאורך המחזור הכלכלי. במהלך שנת 2024 חל שיפור משמעותי בשיעור החובות הבעייתיים לתיק אשראי ברוטו². עם זאת, איכות הנכסים עודנה מושפעת לשלילה משיעור חובות בעייתיים גבוה ביחס לדירוג, אולם קיומן של בטוחות בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי ממתנת, במידה מסוימת, את פרופיל הסיכון. פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה בולטים לשלילה ביחס לדירוג, אולם נתמכים במגוון הולם של מקורות מימון ובמח"מ תיק אשראי קצר. כמו כן, בסמוך למועד פרסום הדוח, חתמו הנהלת ודירקטוריון החברה על מדיניות נזילות במסגרתה התחייבה החברה לשמור על יתרות נזילות של לפחות 100% כנגד חלויות אגרות החוב השוטפות ב-12 החודשים הקרובים. מדיניות זו צפויה לשפר באופן מהותי את פרופיל הנזילות של החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות, הכוללות סביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, לצד המשך מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה"), אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמת הביקושים והציבות בענף. עם זאת, אנו צופים המשך צמיחה בתיק האשראי של החברה בשנות התחזית. בהתאם לכך, אנו צופים גידול בהכנסות החברה, לצד צפי ליציבות מסוימת במרווח הפיננסי. כמו כן, אנו מניחים עלייה בהוצאות להפסדי אשראי בשיעור שינוע בטווח שבין כ-1.3% ל-1.8%, נוכח מלחמה מתמשכת וסביבת הריבית הגבוהה, אשר צפויות להמשיך להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. בשל האמור לעיל, התשובה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשובת הליבה³ תוסיפנה להישחק, במידה מסוימת, אולם תמשכנה לבלוט לחיוב ביחס לדירוג, ולנוע בטווחים שבין כ-4.3%-4.7% וכ-7.3%-7.4%, בהתאמה. כמו כן, אנו מניחים כי שיעור החובות הבעייתיים ינוע בטווח שבין כ-10%-11%, לצד ירידה בשיעור החובות האבודים מסך תיק האשראי הממוצע בהשוואה לשנה החולפת (כ-2.5% בשנת 2024), אשר ינוע בטווח שבין כ-1.1%-1.5%. בד בבד, אנו צופים כי הכרית ההונית של החברה תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי

¹ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת הפרשה הכללית בגין תיק האשראי, בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגינם הפרשה ספציפית, חובות בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

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

³ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי, ביחס לממוצע הנכסים בתקופה.

חלוקת דיבידנדים של לפחות 30% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות שנקבעה על ידי הדירקטוריון, לצד צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, כאמור. תחת הנחות אלו, יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין כ-26%-27% וימשיך להיות טוב ביחס לדירוג. להערכתנו, כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים וממתנת במידה רבה את איכות הנכסים, הבולטת לשלילה ביחס לדירוג.

שיקולים נוספים אשר השפיעו לחיוב על הדירוג הינם אסטרטגיית החברה, הנשענת על שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי ומהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה, וכן הערכתנו לתמיכה מסוימת של בעל השליטה החברה, כפי שמשתקף בהיסטורית תמיכה מוכחת בחברה לאורך השנים, המשפיעים לחיוב על הדירוג. מנגד, תלות מהותית באיש מפתח היוותה שיקול נוסף לשלילה על הדירוג, נוכח הערכתנו כי לחברה תלות גבוהה יחסית בבעל השליטה, אשר מהווה גורם מפתח בחברה ובניהול עסקיה.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובע משיפור משמעותי באיכות הנכסים, כפי שבא לידי ביטוי בשיעור החובות הבעייתיים מתיק האשראי ברוטו אשר עמד על כ-10.0% נכון ליום 31 בדצמבר 2024, וזאת בהשוואה לכ-21.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2023, ומגלם שיפור משמעותי במדדי הסיכון של התיק, לצד קיומן של בטוחות מוחשיות בשיעור מהותי מתיק האשראי⁴, אשר תומכים בשינוי אופק הדירוג. כמו כן, הלימות ההון של החברה הינה טובה ביחס לדירוג, ובאה לידי ביטוי בהיקף הון משמעותי יחסית, אשר תומך בפרופיל הסיכון של החברה וביכולת ספיגת ההפסדים. בנוסף, קבלת התחייבות חתומה על ידי הנהלת ודירקטוריון החברה לשמירה על מזומנים ושווי מזומנים ומסגרות חתומות לשנה ופניות ביחס לחלויות החוב ב-12 החודשים הקרובים (לעיל ולהלן: "יתרות נזילות"), תומכת במדיניות הפיננסית ובנזילות החברה.

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 משמעותי בפרופיל העסקי, בפיזור ההכנסות ובריכוזיות תיק האשראי
- שיפור משמעותי באיכות הנכסים של החברה
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות ובגמישותה הפיננסית של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי-עמידה במדיניות הנזילות של החברה, לשמירה על יתרות נזילות של לפחות 100% כנגד חלויות אגרות החוב השוטפות ב-12 החודשים הקרובים
- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכפועל יוצא, שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית ומתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים, באופן שיפגע ברווחיות החברה
- פגיעה בנגישות למקורות המימון, לצד עליית מינוף מהותית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

⁴ בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ליום 31.12.2024, חובות פגומים שלא הוכרה בניגם הפרשה לירידת ערך הינם בעיקר חובות המובטחים בבטוחות מוחשיות (בעיקר מסוג נדל"ן) בהליכי מימוש.

⁵ הדוח "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

א.ס.אר. אקורד בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

2020	2021	2022	2023	2024	
22,973	31,045	62,648	29,417	20,228	מזומנים ושווי מזומנים
755,061	1,140,026	1,391,742	1,157,247	1,428,530	אשראי ללקוחות, נטו
20,644	26,108	44,395	56,437	35,070	יתרת הפרשה להפסדי אשראי
526,555	892,072	1,144,618	878,076	1,099,525	חוב פיננסי [1]
819,120	1,219,407	1,537,298	1,267,586	1,544,898	סך נכסים במאזן
244,353	279,337	329,498	368,358	417,932	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה

88,741	110,057	136,593	130,123	118,344	הכנסות מימון, נטו
7,210	3,695	17,783	24,068	11,015	הוצאות בגין הפסדי אשראי
55,978	70,562	79,078	67,241	73,347	רווח נקי
80,493	95,617	115,220	110,069	106,459	רווח לפני מס והפסדי אשראי

10.8%	10.4%	9.5%	8.4%	7.0%	מרווח פיננסי [2]
29.8%	22.9%	21.4%	29.1%	27.1%	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות / סך נכסים
7.3%	6.9%	5.7%	4.8%	5.2%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
10.5%	9.4%	8.4%	7.8%	7.6%	רווח לפני מס והפסדי אשראי / נכסים ממוצעים
2.7%	2.2%	3.1%	4.7%	2.4%	יתרת הפרשה להפסדי אשראי / תיק אשראי ברוטו*
1.0%	0.4%	1.4%	1.8%	0.8%	הוצאות בגין הפסדי אשראי / ממוצע תיק אשראי ברוטו*

[1] חובות לבנקים, חובות לספקי מימון, אגרות חוב, הלוואות בעלים והתחייבויות בגין חכירה.
 [2] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה), פחות הוצאות מימון ועלות ההכנסות לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה). יש לציין, כי חלק מסוים מהוצאות המימון של החברה כולל הוצאות בגין גביית חובות מלקוחות, הפחתת עודפי עלות וכן הוצאות ריבית והצמדה להפרשה להוצאות מס.
 * תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל ריכוזיות ענפית ופרופיל הלקוחות, לצד חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, בתחום ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME⁶. ענף זה 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. כמו כן, הענף מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. בנוסף לכך, הענף מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, חלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה, אשר עשוי להיות ממותן, במידה מסוימת, באמצעות בטוחות. חסמי הכניסה העיקריים לענף כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובמהירות זמני התגובה. בנוסף, החל מחודש אפריל 2022 פועלת החברה בתחום מתן אשראי ליזמי נדל"ן, באמצעות קבוצת ארנו⁷ (להלן: "ארנו" ו/או "קבוצת ארנו"), אשר עוסקת בליווי בניה ליזמי נדל"ן הכולל, בין היתר, השלמת הון עצמי ליזמי נדל"ן (מזנין), מימון רכישת קרקעות ונכסים במרכזי רשות מקרקעי ישראל, וכן העמדת אשראי בכיר ליזמי נדל"ן למגורים.

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")⁸. 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

⁶ Small and Medium-sized Enterprise

⁷ ראו [דיווח באתר מאיה](#).

⁸ נציין, כי רשות שוק ההון אינה מפקחת על יציבותן של כלל החברות בפועלות בענף, אלא רק על חברות המחזיקות פיקדונות ציבור, ניירות ערך מסחריים סחירים, ערבויות בהיקף העולה על 25 מיליון ₪, או על חברות בעלות חוב ציבורי משמעותי.

המשקיעים. בחודש מאי 2022, הפיצה רשות שוק ההון חוזר שענינו "ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים"⁹ 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, כמפורט לעיל, בחודשים אוגוסט 2024 וינואר 2025, פרסם סגל הרשות לניירות ערך דוח ממצאים¹⁰, 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 תובילה לייצוב ולחיצוק הענף, לצמצום מספר הגופים הפועלים בו (בפרט הקטנים) באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו, כפועל יוצא מהגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף.

פרופיל עסקי סביר ביחס לדירוג, הנתמך בגידול בתיק האשראי של החברה בשנה האחרונה ובגודלה

נכון ליום 31 בדצמבר 2024 תיק האשראי ברוטו עמד על כ-1,464 מיליון ₪, המגלם גידול של כ-21% ביחס לכ-1,214 מיליון ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023 (כ-1,436 מיליון ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2022). הצעת הערך של החברה כוללת שירותים פיננסיים ללקוחות, ובהם ניכין שיקים מסחריים והעמדת מסגרות אשראי כנגד קבלת בטוחות שונות¹¹. נציין, כי בשנים האחרונות חל שינוי מסוים בתמהיל תיק האשראי של החברה, הכולל בעיקר קיטון בעסקאות מתן אשראי בדרך של ניכין המחאות צדדי ג', במקביל לגידול מסוים באשראי באמצעות המחאות עצמיות, המועמד כנגד בטוחות מוחשיות. אנו סבורים, כי מודל פעילות זה מבודל ביחס למתחרותיה בענף לאור התמחות החברה בקבלת בטוחות. כמו כן, התמחות זו נתמכת בכוח אדם ייעודי הכולל מחלקה משפטית המתמחה בתהליכי רישום השעבוד ומימוש, החיתום והגבייה, תוך שימוש במערכת מידע ייעודית המתמחה בניהול תיקי הגביה. לדברי החברה, יכולת השבת הכנסותיה מתבססת גם על היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי, לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים שמספקת החברה ללקוחותיה. בנוסף לכך, החל מחודש אפריל 2022 פועלת החברה בתחום של מתן אשראי ליזמי נדל"ן, באמצעות ארגון, אשר עוסקת בליווי בניה ליזמי נדל"ן הכולל, בין היתר, השלמת הון עצמי ליזמי נדל"ן (מזנין). מימון רכישת קרקעות ונכסים במכרזי רשות מקרקעי ישראל, וכן העמדת אשראי בכיר ליזמי נדל"ן למגורים. בתוך כך, לחברה בטוחות מדרגה ראשונה של נכסי נדל"ן, רכבים וכלי צמ"ה בשיעור מהותי מתיק אשראי שלה, התומכות להערכתנו ביכולת השבת ההכנסות של החברה.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות, ביניהן מלחמה מתמשכת, לצד סביבת ריבית גבוהה, אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמת הביקושים והציבות בענף. עם זאת, אנו צופים המשך מגמת צמיחה בתיק האשראי של החברה בשנות התחזית.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ תיק קצר, אולם מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית וריכוזיות לקוחות

ביום 29 במאי 2024 אישר דירקטוריון החברה מדיניות ניהול סיכונים, ומינה מנהל סיכונים ויחידת ניהול סיכונים בהתאם להוראות חוזר "ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים", כמפורט לעיל. מנהל הסיכונים כפוף למנכ"ל החברה, ומדווח ישירות לדירקטוריון. בנוסף, לחברה ועדת אשראי המונה שישה דירקטורים, ביניהם שני דירקטורים חיצוניים.

פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מריכוזיות לקוחות וריכוזיות ענפית בתיק האשראי. בהתאם לכך, חשיפת החברה לעשרת הלקוחות הגדולים היוותה כ-28% מתיק האשראי נכון ליום 31 בדצמבר 2024, ומגלמת שיפור מסוים ביחס לכ-30% ליום 31 בדצמבר 2023. יתרה מזאת, לחברה ריכוזיות ענפית המשתקפת בחשיפה גבוהה יחסית ללקוחות בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, ששיעורם עמד על כ-63% מתיק האשראי נכון ליום 31 בדצמבר 2024. ריכוזיות זו חושפת את החברה להאטה אפשרית בענפי הנדל"ן והתשתיות, המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. עם זאת, ריכוזיות זו ממותנת במידה מסוימת על ידי שיעור

⁹ חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים.

¹⁰ דוח ריכוז ממצאי ביקורת בנושא אשראי ללקוחות והפרשה להפסדי אשראי בדוחות כספיים בענף האשראי החוץ-בנקאי.

¹¹ בטוחות מוחשיות, הכוללות לפי הגדרת החברה שעבוד מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, עודפי פרויקטים וזכויות היזם בפרויקט, וכן מניות בחברות ציבוריות, אך אינן מייחסות שווי בטוחות שאינן מוחשיות ובכלל זה ערבויות אישיות, שטרי הון, המחאת זכות, שעבוד שוטף על נכסים וזכויות, ועוד.

בטוחות משמעותי ביחס לענף. מח"מ תיק האשראי הינו קצר יחסית, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2024, כ-49% מתיק האשראי¹² נפרע תוך 90 ימים, וזאת בהשוואה לכ-55% נכון ליום 31 בדצמבר 2023. המח"מ הקצר מאפשר להערכתנו גמישות ניהולית וחיתומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומגדיל את יכולת התאמת הריבית שגובה החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי אפשרי בעלויות המימון. יחד עם זאת, נוכח שינוי תמהיל הפעילות, כאמור, והכוונה להמשיך להעמיק את פעילות האשראי היזמי באמצעות קבוצת ארגון, מח"מ התיק עלול להמשיך להתארך במידה מסוימת בטווח הבינוני, ולהעיב על הגמישות העסקית של החברה.

רווחיות החברה בולטת לחיוב ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, אולם צפויה להתמתן במידה מסוימת בטווח התחזיתי

הרווח הנקי של החברה בשנת 2024 עלה בהשוואה לשנת 2023, בין היתר, נוכח ירידה משמעותית בהוצאות להפסדי אשראי ביחס לשנתיים האחרונות (שיעור ההוצאות להפסדי אשראי ממוצע תיק האשראי עמד על כ-0.8% בשנת 2024 לעומת כ-1.8% בשנת 2023 וכ-1.4% בשנת 2022) וזאת על אף מגמת שחיקה במרווח הפיננסי של החברה. שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ-13.9% בשנת 2024, לעומת כ-14.4% בשנת 2023, ובדומה לכ-13.9% בשנת 2022. בשל סביבת הריבית הגבוהה, עלות מקורות המימון של החברה עמדה על כ-6.9% בשנת 2024 לעומת כ-6.0% בשנת 2023 וכ-4.4% בשנת 2022. כפועל יוצא, המרווח הפיננסי של החברה נשחק בשנים האחרונות, ועמד בשנת 2024 על כ-7.0%, על כ-8.4% בשנת 2023 וכ-9.5% בשנת 2022, אשר הינו הולם ביחס לקבוצת ההשוואה, ומגלם את סביבת הפעילות בה מתמקדת החברה. שיעורי הרווחיות, הבאים לידי ביטוי בתשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה, עמדו בשנת 2024 על כ-5.2% וכ-7.6%, בהתאמה, בולטים לחיוב ביחס לדירוג ותומכים בפוטנציאל בניית כרית ההון, אולם מתאפיינים במגמת שחיקה בשנים האחרונות (כ-5.8% וכ-8.5%, בממוצע לשנים 2021-2023, בהתאמה).

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות צפוי להתמתן, בשל ירידת הריבית הצפויה. בצד המקורות, ירידת הריבית הצפויה תגולם בעלויות מימון נמוכות יותר. כפועל יוצא, אנו סבורים כי המרווח הפיננסי יוותר יציב ביחס לרמתו בשנת 2024. לצד זאת, אנו מניחים עלייה בהוצאות להפסדי אשראי, בשיעור שינוע בטווח שבין כ-1.3%-1.8%, נוכח מלחמה מתמשכת וסביבת הריבית הגבוהה, אשר צפויות להמשיך להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. עם זאת, קצב צמיחה חיובי של תיק האשראי במהלך שנות התחזית צפוי לתמוך בהמשך הגידול בהכנסות החברה. בשל כך, התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה תוספנה להישחק, במידה מסוימת, אולם תמשכנה לבלוט לחיוב ביחס לדירוג, ולנוע בטווחים שבין כ-4.3%-4.7% וכ-7.3%-7.4%, בהתאמה.

איכות הנכסים עודנה מושפעת לשלילה משיעור גבוה של חובות בעייתיים ביחס לדירוג, אולם מגלמת מגמת שיפור וממותנת, במידה מסוימת, נוכח מרכיב בטוחות מהותי יחסית

במהלך שנת 2024 חל שיפור משמעותי באיכות הנכסים של החברה, אשר בא לידי ביטוי בשיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי ברוטו אשר עמד על כ-10.0%¹³ נכון ליום 31 בדצמבר 2024, ומשקף שיפור משמעותי בהשוואה לכ-21.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2023, ותומך בשינוי האופק משלילי ליציב. אף על פי כן, יחס זה עודנו בולט לשלילה ביחס לדירוג, ומעיב על דירוג החברה. כמו כן, מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי ברוטו של כ-0.8% בשנת 2024, בהשוואה לכ-1.8% בשנת 2023 וכ-1.4% בשנת 2022, לצד יתרת הפרשה מתיק אשראי ברוטו של כ-2.4% נכון ליום 31 בדצמבר 2024, בהשוואה לכ-4.7% נכון ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-3.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2022. בהקשר זה נציין, את אסטרטגיית החברה לעיבוי שיעור הבטוחות, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לטובת החברה בטוחות מדרגה ראשונה של נכסי נדל"ן, רכבים וכלי צמ"ה, בשיעור מהותי מתיק האשראי. לצד זאת, מחזיקה החברה בשעבוד מניות בחברות ציבוריות, ערבויות אישיות, שעבודים מדרגה שניה, שש"ק ועוד, כנגד חובות שונים אשר תומכים אף הם ביכולת השבת ההכנסות של החברה וכן באיכות הנכסים, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות. כמו כן, נציין כי יחסים אלו אינם מביאים בחשבון את ערכן של הבטוחות מדרגה ראשונה המשועבדות לטובת החברה, אשר אנו מעריכים כי יש בהן למתן את סיכון האשראי של התיק ואת יכולת השבת ההכנסות. בנוסף לכך, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים

¹² כולל הפעילות של ארגון.

¹³ ביחס זה, נלקחת בחשבון יתרת לקוחות שאינם בפיגור בעקבות הסדרי חוב ודחיית מועד פירעון האשראי בהסכמת החברה, בסך של כ-24 מיליון ₪.

ביחס לממוצע תיק האשראי ברוטו, אשר עמד על כ-2.5% בשנת 2024, הבולט לשלילה ביחס לדירוג ומגלם עלייה משמעותית ביחס לכ-1.1% בשנת 2023 וכ-0% בשנת 2022. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע כאמור מריכוזיות גבוהה לענפי התשתיות, הנדל"ן והבנייה (כ-63% מיתרת הלקוחות ליום 31 בדצמבר 2024), אשר עלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח המאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2025-2026, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, כאמור לעיל, לצד המשך צמיחה בתיק האשראי, אשר יובילו להערכתנו ללחץ על מדדי הסיכון בתיק. בהתאם לכך, אנו מניחים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי מתיק האשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח של כ-1.3%-1.8%, זאת בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענף הפעילות. כמו כן, אנו מניחים כי שיעור החובות הבעייתיים ינוע בטווח שבין כ-10%-11%, וירידה בשיעור החובות האבודים מסך תיק האשראי הממוצע ביחס לשנת 2024, אשר ינוע בטווח שבין כ-1.1%-1.5%.

מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים

יחס המינוף המאזני, כפי שנמדד ביחס הון עצמי לבעלי המניות למאזן, עמד על כ-27.1% ליום 31 בדצמבר 2024, בהשוואה לכ-29.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-21.4% ליום 31 בדצמבר 2022, טוב ביחס לדירוג ותומך בצורה משמעותית בפרופיל הסיכון ובגמישותה הפיננסית של החברה. כמו כן, החברה מחויבת כלפי מחזיקי אגרות החוב לעמוד ביחס הון למאזן של מעל 16% והיקף הון עצמי של 240 מיליון ₪, כאשר החברה שומרת על מרווח משמעותי מדרישות אלו. כמו כן, החברה שומרת על מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות בקשר עם רמת מינוף של מעל 20% מול התאגידים הבנקאיים, לצד דרישה לשמירה על הון עצמי מוחשי של 190 מיליון ₪. בטווח התחזית, אנו צופים כי החברה תמשיך לשמר מרווח משמעותי ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון העצמי הנדרש.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2025-2026, אנו צופים כי הכרית ההונית של החברה תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 30%¹⁴ מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות שנקבעה על ידי הדירקטוריון, לצד צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, כאמור. תחת הנחות אלו, יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין כ-26%-27% וימשיך להיות טוב ביחס לדירוג. להערכתנו, כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים וממתנת במידה רבה את איכות הנכסים, הבולטת לשלילה ביחס לדירוג.

פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית בולטים לשלילה ביחס לדירוג, אולם נתמכים במסמך התחייבות פיננסית מוצהרת,

במגוון הולם של מקורות מימון ומח"מ קצר של תיק האשראי

נכון למועד הדוח, החברה תלויה בעיקר במערכת הבנקאית למימון פעילותה השוטפת. כך, נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לחברה ארבע מסגרות בנקאיות, בהיקף כולל של כ-1,050 מיליון ₪, מתוכן כ-820 מיליון ₪ מנוצלות (כ-11 מיליון ₪ חתומות לשנה ופנויות), ואגרות חוב (סדרה ב' וסדרה ג') בהיקף של כ-279 מיליון ₪. כפועל יוצא, נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס היתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושווי מזומנים, ומסגרות חתומות לשנה ופנויות בלבד) ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ-41% והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג ולענף כאחד, בין היתר, בעקבות מבנה לוח הסילוקין של החברה ל-12 החודשים הקרובים, אשר גוזר חליונות שוטפות של תשלומי אג"ח בסך של כ-76 מיליון ₪, לצד היעדר מסגרות אשראי בנקאיות חתומות לשנה ופנויות בהיקף הולם¹⁵. להערכתנו, מדיניות הנזילות של החברה לא הייתה מספקת עד כה, כאשר החברה לא שמרה על היקף מספק של יתרות מזומנים ושווי מזומנים ויתרות פנויות באמצעות מסגרות אשראי חתומות לשנה, ועל כן צרכי שירות החוב העיבו באופן מהותי על פרופיל הנזילות של החברה. עם זאת, בסמוך למועד פרסום הדוח, העבירה החברה התחייבות חתומה על ידי ההנהלה והדירקטוריון לשמירה על יתרות נזילות של לפחות 100% כנגד חליונות אגרות החוב השוטפות ב-12 החודשים הקרובים, בכל עת. לאור זאת, בתקופת התחזית אנו צופים שיפור משמעותי ביחס כיסוי הנזילות. אנו סבורים כי הנגישות הטובה למקורות מימון, לצד מח"מ קצר יחסית של תיק האשראי (נכון ליום 31 בדצמבר 2024 כ-49% מתיק האשראי נפרע תוך 90 ימים), תומכים בגמישותה הפיננסית ובנזילותה של החברה, בעת הצורך, כמו גם ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד גידול אפשרי בעלויות המימון, ויכול

¹⁴ על פי שטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג'), במסגרת רמת הדירוג הנוכחית, החברה תהא רשאית לחלק עד 50% מהרווח השנתי.

¹⁵ נציין, כי נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לחברה קיימות מסגרות אשראי פנויות בסך כ-219 מיליון ₪, שלא נלקחו בחשבון ביחס הנזילות.

לפצות, במידה מסוימת, על היעדר נזילות מספקת, אולם לתקופת זמן מוגבלת ותוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. בהקשר זה נציין, כי ככל והחברה לא תשמור על נזילות הולמת ביחס לפירעונות החוב שלה ובהתאם להתחייבות החתומה לשמירה על יתרות נזילות שהועברה, דירוג החברה עלול להיפגע. כמו כן, אנו סבורים כי לחברה מרווח מהותי ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון העצמי הנדרש, כמפורט לעיל, אשר צפוי לתמוך בגמישותה הפיננסית. יחד עם זאת, מידורג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף באמצעות בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס זה עמד על כ-68% ובולט לשלילה ביחס לדירוג.

שיקולים נוספים

אסטרטגיית החברה נשענת על שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי ותומכת ביכולת השבת ההכנסות של החברה

דירוג החברה מושפע לחיוב מאסטרטגיית החברה לקבלת בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי שלה. אסטרטגיה זו מסייעת לחברה בגביית חובות בעייתיים באמצעות מימוש בטוחות הולמות הניתנות למימוש, במידת הצורך, משפרת את שיעור השיקום בהינתן כשל אשראי, וממתנת את הסיכון בתיק האשראי של החברה.

תמיכת בעלים מהווה גורם התומך, במידה מסוימת, בפרופיל העסקי ובגמישותה הפיננסית של החברה

אנו מעריכים נכונות לתמיכה מסוימת של בעל השליטה מעת לעת, כפי שמשתקף בהיסטוריית תמיכה מוכחת של בעל השליטה בחברה לאורך השנים. תמיכה זו, התבטאה באמצעות העמדת אשראי בדרך של הלוואת בעלים הנושאת ריבית, הזרמת הון וערבות בעלים מול המממנים הבנקאיים.

תלות מהותית בבעל שליטה בחברה

אנו סבורים כי לחברה תלות גבוהה יחסית בבעל השליטה, אשר מהווה גורם מפתח בחברה ובניהול עסקיה, נוכח היכרותו עם הלקוחות בשוק המקומי וכן, נוכח היסטוריית תמיכה מוכחת ומעורבות גבוהה בתהליכי העמדת האשראי אל מול הגופים המממנים של החברה, כתנאי להעמדת האשראי לחברה. שיקול זה היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג.

שיקולי ESG

הממשל התאגידי של החברה נתמך בחברי הנהלה ודירקטוריון בעלי ידע נרחב וניסיון בתחום המימון, כאשר דירקטוריון החברה מורכב מתשעה דירקטורים, אשר שישה מהם בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית. החברה מינתה קצין ציות חיצוני מחברת "אסדרה ליווי וייעוץ פיננסי בע"מ". בנוסף לכך, החברה מקבלת שירותי ייעוץ שוטפים בתחום שירותי הציות וחובות החברה מעו"ד יהודה שפר, יו"ר הרשות לאיסור הלבנת הון לשעבר. החברה משתמשת בשירותן החיצוני של חברת ניהול מערכות מידע, וחברת אבטחת מידע. בנוסף, לחברה מבקר פנים אשר כפוף לדירקטוריון. החברה מבצעת חיתום קפדני עבור כל עסקה טרם העמדת האשראי, בין היתר באמצעות מערכות מיחשוב המכילות נתונים אודות עסקאות עבר, וכן באמצעות קיום ראיון עבור קבלת כל לקוח חדש עם המשנה למנכ"ל ו/או מנהל אשראי וסחר לקוחות, בעל השליטה מר עדי צים. עם זאת, לחברה תלות משמעותית במר עדי צים, איש מפתח בחברה. להערכתנו, שיקולי ESG משפיעים לשלילה על דירוג החברה. מידורג מניחה חשיפה שלילית של החברה לסיכונים מממשל תאגידי, כאשר סיכון של תלות מהותית באיש מפתח גולם כאמור בשיקולים הנוספים לדירוג, כמצוין לעיל. להערכתנו לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה.

מטריצת הדירוג:

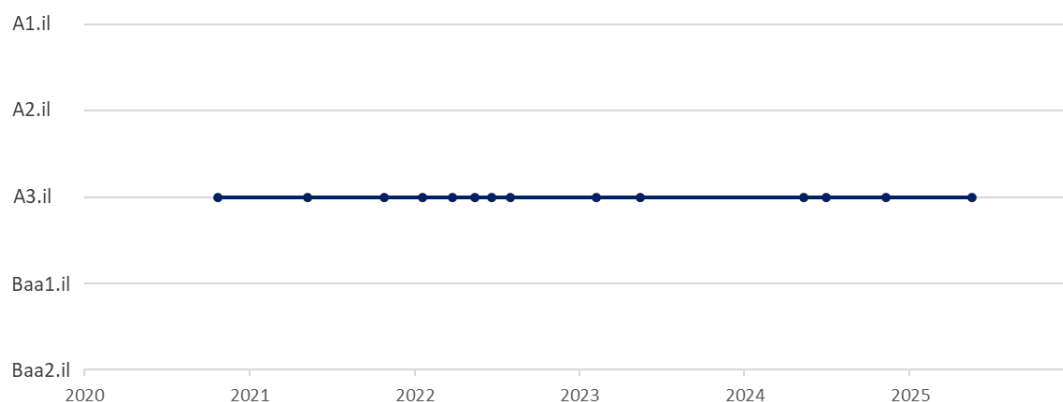
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2024				
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות	פרופיל עסקי
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי	
B.il	-	B.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון	
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים		
Aa.il	4.7%-4.3%	Aaa.il	5.2%	רווח נקי לממוצע נכסים	רווחיות	פרופיל פיננסי
Aa.il	7.4%-7.3%	Aaa.il	7.6%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים		
B.il	11%-10%	Ba.il	10.0%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	איכות נכסים	
Baa.il	1.5%-1.1%	Baa.il	2.5%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו		
Aa.il	27%-26%	Aa.il	27%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון	
Baa.il	~100%	Ba.il	41%	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות	
Ba.il	~68%	Ba.il	~68%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים		
A.il	-	A.il	-	מגוון מקורות מימון		
Baa.il	-	Baa.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	
Baa1.il						דירוג נגזר
A3.il						דירוג בפועל

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

אודות החברה

א.ס.אר. אקורד בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת מאז נובמבר 2014 בענף האשראי החוץ בנקאי לעסקים, בעסקאות אשראי במח"מ קצר ובינוני, באמצעות מסחר במסחרים דחויים, מסחר במסחרים דחויים של צדדי ג' ו/או ממסרים עצמאיים ומתן שירותי מימון ליזמי נדל"ן בישראל באמצעות חברת ארנו. בעלי המניות בחברה הם מר עדי צים, בעל השליטה המחזיק בכ-56.92% ממניות החברה, ריץ' טופקו, הנשלטת על ידי קרן ה-PE אייפקס ישראל בע"מ (להלן: "אייפקס"), המחזיקה בכ-14.85%, והיתרה מוחזקת על ידי הציבור. פעילות החברה הינה מתן מימון משלים ומתחרה למערכת הבנקאית, המהווה פתרון למי שאינם יכולים או אינם מעוניינים לקבל מימון במערכת הבנקאית. פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו (להלן: "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים"), תחת המשך עיסוק כ-"עוסק ותיק" במתן אשראי ובמתן שירותים בנכסים פיננסיים. בהתאם לבקשות הרישיון שהוגשו לרשות שוק ההון, וככלל, החברה רשאית להמשיך לעסוק במתן אשראי ובמתן שירותים בנכסים פיננסיים, כל עוד לא ניתנה החלטת רשות שוק ההון בבקשותיה לקבלת רישיון מורחב. יודגש, כי עד למועד החלטת רשות שוק ההון בבקשות החברה, חלות על החברה הוראות חוק נותני שירותי פיננסיים, כאילו הינה בעלת רישיון.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[א.ס.אר. אקורד בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח 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](#)

[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

21.05.2025	תאריך דוח הדירוג:
09.12.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.10.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
א.ס.אר. אקורד בע"מ	שם יוזם הדירוג:
א.ס.אר. אקורד 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 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 מפקה, 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 ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה 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 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.