

ישראלכרט בע"מ

דירוג ראשוני¹ | מרץ 2019

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג - ראש צוות, מעריך דירוג משני

omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל - ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

¹ דוח דירוג זה מחליף דוח דירוג ראשוני מיום 19.2.2019 שהונפק ולא היה מיועד לפרסום בהתאם להוראת תקנה 14 (ב) (1) לתקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ה-2014

ישראלכרט בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרה

מידרוג קובעת דירוג מנפיק של Aa2.il באופק יציב לישראלכרט בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "ישראלכרט"). בנוסף, קובעת מידרוג דירוג של Aa2.il באופק יציב לאגרות חוב שצפויה החברה להנפיק בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.ג. מטרת הגיוס הינה גיוון מקורות המימון של החברה לצורך שימושיה השוטפים על רקע ההפרדות מבנק הפועלים.

אודות החברה

ישראלכרט בע"מ הינה חברת כרטיסי אשראי הפועלת בתחומי הנפקה והסליקה של כרטיסי אשראי ממותגים שונים ובתחום המימון. החברה מוחזקת בשיעור של כ- 98.2% על ידי בנק הפועלים בע"מ ("בנק הפועלים") (Aaa.il באופק יציב) ובשיעור של כ- 1.8% על ידי בנק מזרחי טפחות בע"מ (Aaa.il באופק יציב). החברה מוגדרת כתאגיד עזר בנקאי על פי חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981. בתוקף היותה תאגיד עזר בנקאי תחומה פעילותה במערכת של חוקים, צווים ותקנות וכמו כן, בהוראות והנחיות של המפקח על הבנקים ("המפקח")². החברה הוקמה והתאגדה בישראל בשנת 1975 כחברה פרטית.

פעילות החברה מנוהלת בעיקר בשלושה מגזרי פעילות המהווים את ליבת פעילותה: הנפקה של כרטיסי אשראי, סליקה של כרטיסי אשראי ופעילות מימון. בתחום הנפקה, החברה מנפיקה כרטיסים חוץ בנקאיים ומתפעלת כרטיסים בנקאיים. בתחום הסליקה, החברה סולקת כרטיסי חיוב המשמשים להעברת התמורה בגין עסקאות מהמנפיק לבית העסק. בתחום המימון, מציעה החברה ללקוחותיה פתרונות מימון על-פי אופי פעילות הלקוח וסיווגו (אנשים פרטיים או אשראי מסחרי). מוצרי מימון ללקוחות פרטיים, אשר חלקם מחזיקי כרטיסי אשראי של החברה וחלקם לא, כוללים בעיקר: אשראי בכרטיס (כגון "אשראי מתגלגל", "קרדיט" ואשראי נוסף כחלק ממסגרת האשראי שניתנה ללקוח בכרטיס) וכן הלוואות שאינן במסגרת כרטיס האשראי. מוצרי מימון לבתי עסק כוללים בעיקר: הלוואות, ניכיון שוברים, הקדמות תשלום ופקטורינג.

בינואר 2017 עבר במליאת הכנסת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל ("חוק שטרומ"). בהתאם להוראות החוק, בין היתר, בנק הפועלים לא יוכל עוד להחזיק בקבוצת ישראלכרט (אשר מונה, בין היתר, את חברת פועלים אקספרס בע"מ, חברה אחות בבעלות מלאה של בנק הפועלים). לחוק השלכות מהותיות על פעילותה של החברה, בין היתר בהיבטים של גיוס מקורות מימון (לרבות בקשר עם מגבלות בחוק הבנקאות (רישוי) ומגבלות מכוח הוראה 313 לעניין מגבלת לווה בודד בבנקים), ערוצי מכירה והפצה לפעילותה העסקית, התקשרות עם בנקים לצורך הנפקה והפצת כרטיסי חיוב ובתחום הסליקה בהיבט של עבודה מול סולק מתארח ומאגדים. בנוסף, למבנה הבעלות החדש ככל שיצא לפועל עשויה להיות השפעה על המודל העסקי של החברה ועל פרופיל הסיכון.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי בולט לטובה, המשתקף בהיותה החברה המובילה בענף לאורך זמן בתחום התשלומים עם נתחי שוק משמעותיים בענף כרטיסי האשראי ובמרכיב גבוה של עמלות תפעוליות, התומך בנראות ההכנסות. פרופיל הסיכון של החברה הולם ונתמך בריכוזיות אשראי נמוכה ביחס לכרית הספיגה ההונית ובמדיניות ניהול סיכונים וממשל תאגידי הולמים. לחברה פרופיל נזילות טוב, הנתמך גם במח"מ התיק הקצר, אולם ישנו צורך בגיוון מקורות המימון בטווח הזמן הקצר-בינוני ועם התפתחות המודל העסקי. תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון טובה ביחס לדירוג ונתמך בפיזור לווים רחב ומדדי סיכון טובים. מנגד, רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, מוגבלת בעילות תפעוליות נמוכה יחסית וצפויה להיות מושפעת לשלילה מהורדת העמלה הצולבת בשנת 2019 והסביבה העסקית המתאגרת, אולם מגמות אלו תואמות את ענף כרטיסי האשראי בישראל. כרית ההון צפויה להישחק מהותית פרופורמא לחלוקת דיבידנד חד פעמית, אולם המרחק אל מול החסם הרגולטורי צפוי להיות גבוה בתקופת התחזית. בתרחישי

² החברה תפסיק להיות תאגיד עזר בנקאי אחרי ההפרדות מבנק הפועלים, אך תמשיך להיות מופקחת על ידי הפיקוח על הבנקים.

הקיצון שביצעה מידרוג (פרופורמה לחלוקת הדיבידנד החד פעמי) הלימות הון עצמי רובד 1 של החברה נעה בטווח שבין 10.6% בתרחיש הקל לבין 10.0% בתרחיש החמור, כאשר הכרית ההונית מאפשרת לחברה לספוג הפסדים לא-צפויים בצורה טובה יחסית, התומכת ביציבותה לאורך המחזור.

מבנה הבעלות העתידי כתוצאה מההפרדות הצפויה מבנק הפועלים יכול להשפיע על פרופיל הסיכון, אולם ממותן גם בשל החסמים ודרישות רגולטוריות. נציין, כי הדירוג אינו לוקח בחשבון תמיכה חיצונית כלשהי.

להערכתנו, ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי- מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון ענפי נמוך יחסית ואילו בתחום האשראי ובפרט באשראי צרכני רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים ובפרט מערכת הבנקאות. בנוסף, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, בתיקים הקמעונאיים של גורמי המימון וחקיקה מקלה לאחרונה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. לדעתנו, הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת, למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול במחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון. רמת התחרות צפויה להתגבר כבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרומ) אל מול חברות כרטיסי האשראי, שיובילו להרעה בתנאים המסחריים של השחקניות בענף. מנגד, חברות כרטיסי האשראי נהנות מבסיס לקוחות קמעונאי רחב ומגוון ומבסיס נתונים משמעותי הן ברמת הלקוח והן ברמת בית העסק.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ- 3.3% בשנת 2019; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית, התומך בגידול בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית. זו צפויה להערכתנו להאט ביחס לשנים האחרונות ולגדול בקצב של כ- 3.0% בשנת 2019; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה, ועליית ריבית שולית בלבד בשנת 2019; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה- SME; (5) עלייה בשכיחות הכשלים (PD) ובהפסד בקרות כשל (LGD) כתוצאה מחוק הפשי"רים ומינוף משקי הבית.

בנוסף תרחיש הבסיס כולל חלוקת דיבידנד חד פעמי לבעלי המניות של 867 מיליון ₪ ורכישת חברה אחת- פועלים אקספרס ("אמקס") מבנק הפועלים בתמורה של 456 מיליון ₪ (מחיר העסקה נקבע לפי ההון העצמי של פועלים אקספרס). למימון שימושים אלו גייסה החברה חוב בהיקף של 500 מיליון ₪, והבטיחה מקורות נוספים בהיקף של כ- 900 מיליון ₪.

בתרחיש זה בעקבות רכישת פעילותה של פועלים אקספרס כאמור, המיצוב העסקי של החברה צפוי להערכתנו להשתפר. כמו כן, בפועלים אקספרס כל ההכנסות הן הכנסות תפעוליות, לכן בתרחיש זה מרכיב הכנסות אלו, אשר חשופות פחות למחזור הכלכלי, צפוי לגדול ולתמוך בנראות ההכנסות. בתרחיש זה צפוי גידול של כ- 7%-5% במחזורי ההנפקה של החברה בשנת 2019, בדומה לקצבים שאפיינו את השנים האחרונות, ועם שונות בקצבי הצמיחה בכרטיסים בנקאיים וחוף בנקאיים. תיק האשראי של החברה צפוי להמשיך ולגדול בתקופת התחזית, אולם בקצבים נמוכים יותר מאלו שאפיינו את השנים האחרונות. אנו מעריכים, כי הגידול הצפוי בתיק האשראי (צרכני ועסקי) יעמוד על כ- 10%-15% בשנת 2019. אנו צופים המשך לחץ על שיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק הכולל, אשר ינוע בטווח שבין 0.80%-0.85%. התשואה על הנכסים (ROA) צפויה להמשיך ולהישחק ולנוע בטווח שבין 0.9%-1.3%.

פרופורמה לחלוקת הדיבידנד צפויה שחיקה משמעותית בכרית ההון של החברה, כך שיחס הון עצמי רובד 1 ינוע להערכתנו בטווח של כ- 11.5%-12.0% בטווח התחזית ובכל מקרה לא ירד מ- 11.5%.

האופק היציב משקף את הערכתנו כי הפרופיל העסקי והפיננסי ותוצאות החברה בטווח הבינוני לא יסנו באופן מהותי מתרחיש הבסיס שלנו.

ישראלכרט בע"מ (*) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2014	2015	2016	2017	2018	
15,046	15,893	17,058	17,895	19,591	סך כל הנכסים
14,093	15,111	16,091	16,753	18,849	חייבים בגין כרטיסי אשראי, נטו
10,766	11,126	11,268	11,543	12,240	מזה: בערבות בנקים ואחרים
12,845	13,437	14,393	15,194	16,604	סך כל ההתחייבויות
12,015	12,126	12,089	12,104	12,767	מזה: זכאים בגין פעילות בכרטיסי אשראי
2,201	2,456	2,665	2,701	2,987	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות

1,342	1,359	1,433	1,492	1,570	הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
144	174	233	271	310	הכנסות ריבית, נטו
19	32	80	109	137	הוצאות בגין הפסדי אשראי
292	251	229	252	264	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות
427	393	419	457	495	PPP [1]

38.9%	40.3%	36.3%	34.5%	32.3%	הון עצמי / סך הנכסים המותאמים [2]
18.9%	19.9%	20.7%	19.8%	20.0%	הלימות ההון ליבה
19.8%	21.0%	21.8%	20.9%	21.0%	הלימות הון כולל

1.8%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	יתרות נזילות/סך הנכסים
2.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	ROA (בגילום שנתי)
2.9%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	PPP / סך הנכסים
0.14%	0.22%	0.51%	0.66%	0.76%	הוצאה להפסדי אשראי/חייבים בגין כרטיסי אשראי
0.7%	1.1%	1.5%	1.6%	1.7%	חובות בעייתיים/חייבים בגין כרטיסי אשראי
4.3%	6.6%	8.7%	9.6%	10.1%	חובות בעייתיים/הון עצמי מיוחס לבעלי המניות + יתרת הפרשה להפסדי אשראי

[1] רווח לפני מס + הוצאות להפסדי אשראי
 [2] הנכסים בנטרו חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים
 (*) הנתונים הינם של חברת ישראלכרט בע"מ ואינם כוללים את נתוני חברת פועלים אקספרס בע"מ

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי בולט לטובה, הנתמך בנתחי שוק משמעותיים בתחומי התשלומים ומרכיב גבוה של פעולות תורמים ליכולת השבת הרווחים; צפי לסביבה עסקית מאתגרת יחסית בטווח הזמן הקצר והבינוני

החברה הינה חברת כרטיסי האשראי המובילה בישראל, כפי שמשקפת בנתחי שוק משמעותיים לאורך זמן בתחומי התשלומים, עם נתח שוק של כ-40% ממחזור ההנפקה ושיעור דומה מסך הכרטיסים התקפים, ליום ה-30 בספטמבר 2018 ולאורך זמן. ביחד עם אמקס לחברה נתח שוק של כ-47% ממחזור ההנפקה, לאותה תקופה. היקף תיק האשראי של החברה בגין אשראי לפרטיים ולעסקים עמד על סך של כ-4.8 מיליארד ₪ ליום ה-31 בדצמבר 2018, כאשר בניגוד למיצובה בענף התשלומים היקף תיק אשראי זה הינו נמוך יותר בהשוואה למתחרותיה ומהווה פוטנציאל לצמיחה עתידית.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך במותג חזק יחסית, בסיס לקוחות קמעונאי רחב ומפוזר, בסיס לקוחות עסקי משמעותי, בסיס נתונים רחב, המאפשר הצעת ערך רחבה בתחום השירותים הפיננסיים ומיצוב טכנולוגי הולם, התומכים ביכולת השבת הרווחים ובפוטנציאל הצמיחה של החברה לאורך המחזור. לחברה, בדומה לענף, תמהיל פעילות הכולל מרכיב גבוה של הכנסות תפעוליות³ חוזרות (כ-82% מסך ההכנסות בשנת 2018), החשופות פחות למחזור הכלכלי גם לאור ודאות רגולטורית בנוגע למתווה הורדת העמלה הצולבת, תהליך משקי מתמשך של מעבר לאמצעי תשלום דיגיטליים וצמיחת סגמנט הקניות המקוונות. בנוסף, לחברה מרכיב צומח של הכנסות ממרווח פיננסי החשופות יותר למחזור ולגורמים אקסוגניים ובפרט לסביבת הריבית במשק. עם זאת, הפרופיל העסקי מוגבל, נוכח פיזור מקורות ההכנסה שאינו בולט לטובה ביחס לדירוג, המתבסס של שלושה מרכיבים - פעולות מבת

³ הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי

עסק (כ- 45% מסך ההכנסות⁴ בשנת 2018), עמלות ממחזיקי כרטיסי אשראי (כ- 39% מסך ההכנסות באותה תקופה) ומרווח פיננסי (כ- 16% מסך ההכנסות באותה תקופה).

תרחיש הבסיס כולל את רכישתה של אמקס, כאמור בתמורה של כ-456 מיליון ₪ (מחיר העסקה נקבע לפי ההון העצמי של פועלים אקספרס). נציין, כי פועלים אקספרס הינה חברה פרטית בבעלותו של בנק הפועלים, אשר מנפיקה, מתפעלת וסולקת כרטיסי אשראי מסוג אמריקן אקספרס. בין החברה לבין פועלים אקספרס קיים הסכם התקשרות לפיו ישראלכרט מנהלת ומתפעלת עבור פועלים אקספרס את פעילות ההנפקה ואת פעילות הסליקה בישראל של עסקאות הנעשות בבתי עסק באמצעות כרטיסי אמריקן אקספרס. פועלים אקספרס משלמת לישראלכרט עמלה ותשלומים אחרים כמוסכם ביניהן.

פרופורמה לרכישה המיצוב העסקי של החברה צפוי להשתפר, כאשר נתח השוק של שתי החברות יחד עמד על כ- 47% מסך מחזורי ההנפקה ליום ה- 30 בספטמבר 2018, כאמור. כמו כן, כל פעילותה של אמקס הינה תפעולית, כך שבתרחיש זה מרכיב הכנסות אלו, אשר חשופות פחות למחזור הכלכלי כאמור, צפוי לגדול ולתרום לנראות הכנסות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג החברה צפויה לשמר את הפרופיל העסקי בטווח התחזית. כך, צפוי גידול של כ-7%-5% במחזורי ההנפקה של החברה בשנת 2019, בדומה לקצבים שאפיינו את השנים האחרונות, ועם שונות בקצבי הצמיחה בכרטיסים בנקאיים וחוף בנקאיים. אנו מניחים, כי חלקם של הכרטיסים אשר יוסטו מבנק הפועלים, כתוצאה מחוק שטרם, לחברות כרטיסי האשראי האחרות יפוצה ברובו דרך שיתופי הפעולה של החברה עם בנקים נוספים, הצפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה ובבסיס ההכנסות התפעוליות. בהקשר זה, נציין כי לחברה התקשרויות עם בנקים שונים בהסדר הנפקת כרטיסים בנקאיים, וכן נחתם הסכם בין החברה לבנק לאומי לישראל בע"מ, להנפקה ותפעול הנפקה על-ידי החברה אשר יתבצעו במהלך שנת 2019. תרחיש זה מתבסס בין היתר על חידוש מרבית ההסכמים עם המועדונים המובילים לשנים הקרובות.

אנו צופים, כי תיק האשראי ימשיך להוות מנוע צמיחה משמעותי בטווח הזמן הקצר והבינוני, כאמור זאת לאור שחיקת הרווחיות המסתמנת בפעילות הסליקה והשינויים הרגולטורים בפעילות ההנפקה. אנו מעריכים כי עיקר פוטנציאל הגידול בתיק מקורו באשראי צרכני, בו לחברה נתח שוק נמוך יותר ביחס למתחרותיה. זאת גם לאור תנאי מאקרו התומכים בטווח התחזית ולמרות עלייה בסיכון בסגמנט זה, כפי שיורחב בהמשך. עיקר הגידול צפוי להיות להערכתנו, ע"י העמקת החדירה אל מול בסיס הלקוחות הקיים והרחב של החברה ומהווה נקודה חיובית לפרופיל הסיכון. להערכתנו, החברה תשמר את היקף תיק האשראי העסקי, בו לחברה נתח שוק משמעותי (כ- 60% מסך האשראי לעסקים בחברות כרטיסי האשראי בישראל ליום ה- 30 בספטמבר 2018), ובעיקר באשראי לעסקים קטנים וזעירים.

מדיניות ניהול הסיכונים תומכת בפרופיל הסיכון של החברה ביחד עם ריכוזיות אשראי נמוכה; אי הודאות בנוגע למבנה השליטה העתידי עלול ליצר לחץ מסוים על פרופיל הסיכון, אולם הוא ממותן בשל ממשל תאגידי הולם, חסמים ודרישות רגולטוריות

מערכי ניהול הסיכונים של החברה מקיפים ותומכים בהתוויית מדיניות ניהול הסיכונים, קביעת תיאבון הסיכון התואם את אסטרטגיית החברה, ניטור ובקרת סיכונים. תרבות ניהול הסיכונים בחברה הושפעה לחיוב גם בשל השתייכותה לבנק הפועלים וגם בשל הפיקוח ודרישות ניהול הסיכונים של הרגולטור, אשר צפויות להיוותר גם בעתיד ומהוות נקודה חיובית לפרופיל הסיכון של החברה. בתוך כך, נציין כי גם לאחר ההיפרדות מבנק האם החברה תמשיך להידרש לכללי באזל 3, לניהול הון ולתהליך ה- ICAAP ולאישורו ע"י הפיקוח על הבנקים, למעט בנושא ניהול סיכון הנזילות⁵. החברה מעצם פעילותה הפיננסית והתפעולית חשופה למספר סיכונים ובהם סיכוני אשראי, תפעול ומוניטין ובמידה פחותה להערכתנו חשיפה לסיכוני שוק ונזילות. סיכוני האשראי הצרכני מנוהלים באמצעות מודלי דירוג סטטיסטיים הן עבור לקוחות קיימים והן עבור לקוחות חדשים.

סך תיק האשראי של החברה הכולל הלוואות למשקי בית ולעסקים צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (כ- 25% בממוצע בשנים 2015-2018), העלול להעיד על תיאבון לסיכון גבוה ושחיקה באיכות החיתום. גורמים ממתנים לסיכון זה הינו הפיזור הגבוה של התיק ללא חשיפות לריכוזיות לווים וענפית ובפרט ביחס לכרית הספיגה ההונית, מח"מ התיק הקצר יחסית ותהליכי החיתום. בנוסף לחברה,

⁴ ללא הכנסות אחרות

⁵ חברות כרטיסי אשראי ידרשו לנהל את סיכון הנזילות שלהן על פי מודל פנימי, אך לא יחויבו לעמוד ביחס כיסוי הנזילות הפיקוחי

בדומה לחברות כרטיסי אשראי אחרות בענף, חשיפה משמעותית למערכת הבנקאות המקומית בגין הכרטיסים הבנקאיים (כ- 54% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי ל-31 בדצמבר 2018), אולם זו מאופיינת בסיכון נמוך להערכתנו, כפי שמשקף גם בדירוגי הבנקים המקומיים.

לחברה קיים מודל נזילות לניהול והתאמת מח"מ הנכסים וההתחייבויות, כאשר עיקר הנכסים וההתחייבויות של החברה הינם לטווח קצר, אולם ככל שהחברה תגדיל את פעילות האשראי לשם מתן הלוואות לפרטיים והלוואות לבתי עסק עלולים להיווצר פערי מח"מ, כך שהחברה תידרש לגוון את מקורות המימון הקצרים והארוכים שיתמכו גם בהתאמת מח"מ טובה יותר. ההיפרדות מבנק הפועלים ואי הודאות בנוגע למבנה השליטה העתידי ומאפייני בעלי השליטה יכולים להשפיע על פרופיל הסיכון של החברה כתלות במאפייניהם (מינוף וצרכי הדיבידנדים). להערכתנו, סיכון זה ממותן בשל ממשל תאגידי הולם ורמת הפיקוח ההדוקה, אשר צפויים להמשיך ולתמוך בפרופיל הסיכון של החברה ובכריות הספיגה שלה.

תיק האשראי מאופיין ברמת סיכון טובה לדירוג הנתמכת בפיקוח לווים רחב; צפי ללחץ מסוים על מדדי הסיכון לאור מאפייני הצמיחה הצפויים והשפעות חוקיות ורגולטוריות

החברה מאופיינת בתיק אשראי איכותי, הנתמך גם בריכוזיות אשראי נמוכה, הנובעת מפעילותה הקמעונאית של החברה וגוזרת יכולת השבת הכנסות טובה לאורך המחזור.

מדדי הסיכון בתיק האשראי טובים ביחס לדירוג, אם כי נמצאים במגמה שלילית בשנים האחרונות, עם שיעור חובות בעייתיים מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי ברטו של 1.7% ליום ה-31 בדצמבר 2018 (2015: 1.1%), ועם שיעור חובות בעייתיים ביחס לכריות הספיגה (הון עצמי והפרשה להפסדי אשראי) של כ- 10.1% באותה תקופה (2015: 6.6%). פרופורמה לחלוקת הדיבידנד בתרחיש צפוי היחס לעמוד להערכתנו על כ- 15%, עדיין הולם ביחס לדירוג.

ההוצאות בגין הפסדי אשראי נמצאות במגמת גידול מתמשכת לאורך השנים האחרונות, בעיקר כתוצאה מגידול בפעילות האשראי לאנשים פרטיים והשפעות אקסוגניות, שצפויות להימשך קדימה ובהן חקיקה מקלה בדבר כניסה ויציאה מחדלות פירעון (חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי) ועליה מתמשכת במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, גם נוכח גידול בהיצע האשראי, המתאגר את מודלי החיתום בהבנת האובליגו הכולל של הלקוחות. נציין, כי מינוף משקי הבית עודנו בגבולות הסביר בהשוואה לעולם המערבי. כך, החברה הציגה עלייה בהוצאה להפסדי אשראי מתוך סך החייבים בגין כרטיסי אשראי לכ- 0.66% בשנת 2017, לעומת כ- 0.51% בשנת 2016, עם המשך הרעה ביחס בשנת 2018 (0.76%).

להערכתנו בשל אופיו הקמעונאי של התיק, המיקוד הצפוי בהלוואות בפרופיל סיכון גבוה יותר, ובהן אשראי לכל מטרה ומימון עסקים זעירים והימשכותם של התנאים האקסוגניים, שצוינו, צפויה המשך שחיקה במדדי הסיכון בתקופת התחזית, אולם אלו יוותרו טובים ביחס לדירוג. זאת גם בשל פיזור לווים רחב, כאשר התיק מתאפיין בחשיפה לריכוזיות לווים וענפית בולטת לטובה להערכתנו. כרית נוספת נובעת, מכך שחלק מפעילות האשראי העסקי נתמכת בזכות קיזוז בגין שוברים של בתי עסק אותם סולקת החברה. בתרחיש הבסיס שלנו, תיק האשראי של החברה אשר עמד ליום ה-31 בדצמבר 2018 על כ- 4.8 מיליארד ש"ח, צפוי להמשיך ולגדול בתקופת התחזית, אולם בקצבים נמוכים יותר מאלו שאפיינו את השנים האחרונות. אנו מעריכים כי עיקר ההתמקדות תהיה באשראי צרכני, וזאת לאור, המשך תנאי המאקרו התומכים ובהם צפי להמשך עליה בשכר הריאלי, אולם תוך התמתנות מסוימת בהיקף הצריכה הפרטית. המיקוד באשראי העסקי, יוותר בעיקר באשראי לעסקים קטנים וזעירים. להערכתנו, הגידול הצפוי בתיק האשראי (צרכני ועסקי) יעמוד על כ- 10%-15% בשנת 2019.

להערכתנו, לחברה פוטנציאל צמיחה גבוה מול בסיס הלקוחות הקיים, אשר מהווה נקודה חיובית ליכולת החיתום וכנגזר לפרופיל הסיכון ולאיכות התיק. פוטנציאל הצמיחה של החברה נובע גם מגמישות עסקית טובה בשל מרחק משמעותי מיעדי הלימות ההון הרגולטוריים, אולם זה צפוי להצטמצם מהותית בשל חלוקת הדיבידנד החד פעמית הצפויה. עם זאת, המרחק אל מול החסם הרגולטורי צפוי להיות גבוה בתקופת התחזית, ולתמוך בפוטנציאל צמיחת תיק האשראי של החברה ובגמישותה העסקית. תרחיש הבסיס שלנו לגבי איכות תיק האשראי מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ- 3.3% בשנת 2019; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית, התומך בגידול בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית. זו צפויה להערכתנו להאט ביחס לשנים האחרונות ולגדול בקצב של כ- 3.0% בשנת 2019; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה, ועליית ריבית שולית נוספת בשנת

2019; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה-SME; (5) עלייה בשכירות הכשלים (PD) ובהפסד בקרות כשל (LGD) כתוצאה מחוק הפש"רים ומינוף משקי הבית. בתרחיש הבסיס לשנת 2019 אנו צופים המשך עליה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק הכולל אשר ינוע בטווח שבין 0.80%-0.85%, לאור עליית רמת המינוף והקלה בהליכי חדלות פירעון, כאמור.

רווחיות נמוכה ביחס לדירוג, המוגבלת נוכח יעילות תפעולית נמוכה יחסית; צפי להמשך לחץ על כרית הרווחיות נוכח

השחיקה הצפויה בעמלה הצולבת בשנת 2019 והסביבה העסקית המתאגרת

ענף כרטיסי האשראי מושפע מתחרות גוברת בכלל מגזרי הפעילות. התחרות מתבטאת בירידה עקבית בעמלות הסליקה לבתי העסק ובגין כרטיסים מונפקים, הגוזרים שחיקה מתמשכת בתשואה על הנכסים הענפית. החברות בענף פועלות תחת מבנה הוצאות קשיח יחסית הגוזר יחס יעילות תפעולית נמוכה להערכת מידרוג (יחס הוצאות להכנסות⁶ ענפי ממוצע של כ-70% בשלוש השנים האחרונות), המגבילה את פוטנציאל ייצור הרווח. בנוסף, הענף כולו מאופיין בתחרות בתחום מועדוני הלקוחות, הלוחצת את רווחיות החברות. החברה הציגה ירידה עקבית ברווחיות בשנים האחרונות, כך שיחס התשואה לנכסים (ROA) נשחק מכ-2.0% בשנת 2014 לכ-1.4% בשנת 2018.

מסקנותיה הסופיות של ועדת שטרם, אשר בשנת 2017 הפכו לדבר חקיקה ואשר מצטרפות למסקנות של ועדות אחרות הרלוונטיות לפעילות החברה, השפיעו וימשיכו להשפיע על תוצאות החברה בשנים הקרובות. להערכתנו, חקיקת שטרם, כמו גם דברי חקיקה אחרים, מייצרת הן הזדמנויות והן איומים לפעילות החברה. בנוסף, בחודש פברואר 2018 פרסם בנק ישראל את המתווה הסופי להורדת העמלה הצולבת בקצב מדורג החל משנת 2019 מ-0.7% ל-0.6% ובהמשך עד ל-0.5% בשנת 2023, אשר יש בו משום לפגוע בהיקף הכנסות החברה מעמלות פעילות כרטיסי האשראי ולהמשיך ולשחוק את הרווחיות בפעילות זו.

להערכתנו, מקורות הרווח העתידיים של החברה מצויים בתחום האשראי ובפרט בתחום האשראי הצרכני, וכן גם באשראי לעסקים קטנים. החברה צפויה לנצל את פריסתה בבתי העסק אותם היא סולקת, תוך שימוש במידע שנאסף מחיובי כרטיסי האשראי בעסקים אלו ומתן הצעות ערך נוספות כדי להגדיל את מקורות ההכנסה והרווח מתחום זה.

אנו סבורים, כי פוטנציאל שיפור יחס היעילות התפעולית הינו מוגבל יחסית, נוכח הצורך בהוצאות הקשורות בהמשך פיתוח מערכות טכנולוגיות מתקדמות ומרכיב מהותי של הוצאות שכר, בהתאם להסכם הקיבוצי החדש שנחתם עד תום שנת 2023.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנת 2019 התשואה על הנכסים (ROA) צפויה להמשיך ולהישחק ולנוע בטווח שבין 0.9%-1.3%. ההנחות המרכזיות ביחס לרווחיות החברה עליהן מבוסס תרחיש זה הן כדלקמן: (1) גידול בתיק האשראי⁷ (צרכני ועסקי) של כ-15%-10% בשנת 2019; (2) המשך סביבת ריבית נמוכה, ועליית ריבית שולית בלבד בשנת 2019; (3) התמקדות בעיקר באשראי קמעונאי בפרופיל סיכון גבוה יותר וללא בטחונות ובאשראי לעסקים זעירים וקטנים, המאופיינים במרווח גבוה יותר; (4) הוצאות להפסדי אשראי בשיעור של 0.80%-0.85%; (5) עלייה מסוימת בעלות גיוס המקורות לאחר ההיפרדות מבנק הפועלים; (6) שחיקה צפויה בתנאים המסחריים אל מול הבנקים; (7) המשך עלייה איטית בבסיס ההוצאות בשל הוצאות שכר גם בגין טייס אוטומטי והמשך השקעות בתשתיות טכנולוגיות.

כרית ההון צפויה להישחק מהותית פרופורמלה לחלוקת דיבידנד חד פעמית, אולם קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית

ההון עודנה טובה יחסית

החברה שימרה יחסי הלימות הון בולטים לחיוב ובמרווח גבוה מאוד מעל החסם הרגולטורי עקב צבירת רווחים ותמהיל הנכסים, המורכב משיעור גבוה של אשראי קמעונאי ויתרות חייבים בערבות בנקים. החברה בנתה את כרית ההון בשנים האחרונות עקב צבירת רווחים וללא חלוקת דיבידנדים, למעט שנת 2017 בה בוצעה חלוקת דיבידנד בסך 230 מיליון ש"ח. ליום ה-31 בדצמבר 2018 הלימות

⁶ בנטרול הוצאות בגין הפסדי אשראי ותשלומים לבנקים
⁷ בנטרול גידול שמקורו בשינוי סיווג של יתרות פקטורינג

ההון עצמי רובד 1 של החברה (הון ליבה), כרית ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים המרכזית, עמדה על כ-20.0% בולטת לטובה ובפער גבוה מהיחס המזערי הנדרש על פי הרגולטור (8.0%) והן ביחס לסף המינימלי שנקבע על ידי הדירקטוריון של 9.0%. פרופורמה לחלוקת הדיבידנד צפויה שחיקה משמעותית בכרית ההון של החברה (שחיקה של כ-30% ביחס להון העצמי ליום ה-31 בדצמבר 2018), כך שיחס הון עצמי רובד 1 ינוע להערכתנו בטווח של כ-11.5%-12.0% בטווח התחזית ובכל מקרה לא ירד מ-11.5%. נציין, כי למרות השחיקה המשמעותית כאמור, החברה עדיין צפויה לעמוד בפער גבוה מהדרישות הרגולטוריות, אשר יתמוך בגמישות העסקית של החברה ובפוטנציאל הצמיחה שלה.

רמת המינוף המאזני של החברה, הנמדדת כיחס שבין ההון העצמי לסך הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים, עמדה על כ-32% ליום ה-31 בדצמבר 2018, אולם בשל החלוקה צפויה להישחק ולעמוד להערכתנו על כ-22%-24%, בתקופת התחזית, יחס אשר הולם לדירוג.

מידרוג בחנה מספר תרחישי לחץ (חלקם הוליסטיים) בדרגות חומרה משתנות לגבי כריות ספיגת ההפסדים של החברה ביחס לפרופיל הסיכון שלה, תוך הנחת שיעורי PD ו-LGD משתנים בענפי המשק השונים ורווחיות המותאמת לתרחיש. הלימות הון עצמי רובד 1 של החברה (פרופורמה לחלוקת דיבידנד חד פעמי) נעה בטווח שבין 10.6% בתרחיש הקל לבין 10.0% בתרחיש החמור, כאשר הכרית ההונית מאפשרת לחברה לספוג הפסדים לא-צפויים בצורה טובה יחסית ותומכת ביציבותה לאורך המחזור. מידרוג צופה, כי לאחר השחיקה המשמעותית ביחסי הלימות ההון כאמור, צפויה יציבות ביחסים אלו וזאת כתוצאה מהגורמים הבאים: (1) רווחים צבורים; (2) המשך ניהול היקף נכסי הסיכון, תוך המשך מיקוד בפעילות הקמעונאית ובעסקים זעירים ו-SME, כאשר תיק האשראי ובמקביל היקף נכסי הסיכון צפויים לצמוח בדומה לקצב הצמיחה של התיק; (3) בהתאם להנחות התרחיש, לחברה פוטנציאל חלוקת דיבידנד שוטף, גם כתוצאה מרווחים שוטפים. חלוקת דיבידנדים אגרסיבית תחת הבעלים החדשים לא נלקחה בחשבון במסגרת התרחיש.

פרופיל נזילות טוב המתבסס בעיקר על מסגרות בנקאיות, אולם ישנו צורך בגיוון מקורות המימון בטווח הזמן הקצר-

בינוני

מבנה המקורות של החברה מתבסס בעיקר על אשראי בנקאי, כאשר לחברה מסגרות אשראי מהותיות בעיקר מבנק הפועלים, אולם גם מבנקים נוספים. היקף המסגרות גבוה ביחס ליתרת הניצול המקסימאלית בחברה.

חלק מדרישת הנזילות בחברה נובעת מפער עיתוי קצר שבין מועד העברת תמורת העסקה לבית העסק (בעיקר מה-2 עד ה-8 לכל חודש) לבין מועד חיוב לקוח מחזיק כרטיס האשראי (ב-2, ב-10, ב-15 או ב-20 לכל חודש). בנוסף, החברה עושה שימוש במסגרות האשראי גם לשם מתן הלוואות לפרטיים והלוואות לבתי עסק, אשר עלולות ליצור פערי מח"מ, למרות שמתאפיינות לרוב במח"מ קצר יחסית. לאור ההפרדות הצפויה מבנק הפועלים ואסטרטגית החברה להרחיב את פעילות האשראי, אנו צופים כי כבר בטווח הזמן הקצר, החברה תידרש לגיוון מקורות המימון הקצרים והארוכים, שיתמכו גם בהתאמת מח"מ טובה יותר והקטנת התלות במקור בודד. בנק ישראל פרסם עדכון לפיו ייערך שינוי בהסדר העברת הכספים בין בנקים לבין חברות כרטיסי אשראי בגין כרטיסים בנקאיים החל מה-1 בפברואר 2019. צעד זה צפוי לצמצם את צורכי הנזילות של חברות כרטיסי האשראי במהלך החודש ולתמוך בפרופיל הנזילות של החברה. בנוסף, בהתאם לאותה הוראה בנקים יקצו נכסי סיכון במשקולות מופחתים בגין חשיפות לחברות כרטיסי אשראי (משקולות שבין 20%-50%), הוראה אשר צפויה לתמוך גם כן בגמישות הפיננסית של החברה ובעלויות המימון שלה.

לאור האמור, להערכתנו לחברה כרית נזילות טובה יחסית כנגד השימושים השוטפים הצפויים בטווח הזמן הקצר והבינוני, ולמרות שהחברה אינה משמרת כרית נזילות מהותית (יתרות המזומנים והפיקדונות בחברה מהוות כ-1% בלבד מסך הנכסים) וזו הקיימת משמשת ככרית תפעולית.

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת גם מהמרחק ההולם ביחס לחסם הלימות ההון הרגולטורי, כאמור התומך בנגישות למקורות מימון.

נספח- הענף והסביבה העסקית

להערכתנו, ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי- מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון ענפי נמוך יחסית. זאת נוכח יתרון משמעותי לגודל, חסמי כניסה גבוהים הכוללים צורך בהשקעות הוניות משמעותיות בתשתית IT וחדשנות טכנולוגית, בסיסי נתונים רחבים, רישיונות רגולטוריים ורישיונות מצד ארגונים בינלאומיים, עמידה בדרישות רגולטוריות ובפרט בהוראות באזל 3, ודאות רגולטורית בדבר מתווה העמלה הצולבת, נגישות לגורמי מימון ושיתופי פעולה מול שחקנים משמעותיים הן בנקאיים והן גורמים עסקיים אחרים בעלי יתרונות לגודל. מנגד, למרות מיעוט מתחרים בענף רמת התחרות גבוהה יחסית ומתבטאת בשחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות ובתחרות גוברת על לקוחות ובפרט על מועדוני לקוחות גדולים, שצפויה להימשך להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני. בתחום האשראי ובפרט באשראי צרכני, רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים הן מצד המערכת הבנקאית והן מגורמי מימון שאינם בנקים. בנוסף, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, בתיקים הקמעונאיים של גורמי המימון ושחיקה מקלה לאחרונה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. ככלל, הענף מאופיין באיכות נכסים טובה, כאשר תיק האשראי המצרפי מפורז ובעל מח"מ קצר-בינוני עם חשיפה גבוהה לסיכון אשראי של המערכת הבנקאית, המאופיינת באיכות אשראי טובה (כ-50% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי), כאשר הכרית ההונית המצרפית משמעותית וסופגת הפסדים בצורה טובה, להערכתנו. בנוסף, חשוף הענף לרגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, לשת"פ מול שחקנים משמעותיים, לסיכונים תפעוליים ולחדשנות טכנולוגית, בפרט בסגמנט מערך התשלומים. עם זאת נציין, כי לאחרונה הפיקוח על הבנקים הצהיר כי הוא רואה חשיבות רבה בהצלחת הרפורמה בשוק כרטיסי החיוב ובפרט חשיבות גדולה בהפרדת חברות כרטיסי האשראי משני הבנקים הגדולים באופן שייצר שתי חברות יציבות ואיתנות, בעלות מודל עסקי בר קיימא, המאפשר לחברות כרטיסי האשראי להתחרות באופן מוצלח בתחומים הפיננסיים ולתת ערך למשקי הבית ולעסקים הקטנים, הן בתחום אמצעי התשלום והן בתחום האשראי ובהמשך גם בתחומים פיננסיים נוספים.

להערכתנו, הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת, למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול במחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון. רמת התחרות צפויה להתגבר כבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרומ) אל מול חברות כרטיסי האשראי, שיובילו להרעה בתנאים המסחריים של השחקניות בענף. בנוסף, העצמה נוספת ברמת התחרות צפויה עם כניסתם של מאגדים וסולקים מתארחים נוספים בעידוד הרגולטור. להערכתנו, הפרדת שתי חברות כרטיסי האשראי הצפויה מהבנקים השולטים בהם - החברה מבנק הפועלים ולאומי קארד מבנק לאומי בע"מ, תוך השארת כאל תחת מעטפת בנקאית בשנים הקרובות יוצרת יתרון תחרותי מובנה לכאל, נוכח נגישות ועלות מקורות זולה יותר. בנוסף, המתווה היורד בעמלה הצולבת, למרות שמייצר ודאות רגולטורית לאורך זמן, צפוי להוסיף לחץ נוסף על מרכיב ההכנסות החוזרות. יחד עם זאת, השארת החברות תחת פיקוחו של בנק ישראל צפויה לשמר את פרופיל הסיכון שלהן ואת הממשל התאגידי, גם נוכח אי הודאות בנוגע לתיאבון הסיכון של הבעלים החדשים. בנוסף, אמירות מפורשות של הרגולטור בדבר חשיבות החברות, איתנותן הפיננסית, הגנות ינוקא (לפי שטרומ) והקלות צפויות בהיבטים פיננסיים שונים תומכים בגמישותן העסקית והפיננסית ומהווים גורם חיובי בסיכון הענפי.

בטווח הזמן הארוך אנו צופים כי מחולל התחרות העיקרי יהיה חדשנות ומעבר ממיקוד במוצר ובשירות למיקוד בלקוח ובסל המוצרים והשירותים הרלוונטיים האופטימליים לו, כאשר מוסדות פיננסיים בכלל ובחברות כרטיסי אשראי בפרט שלא יתיאמו את המודל העסקי לאורך זמן עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הרווחיות ויציבותה לאורך זמן
- פיזור וחיזוק משמעותי של מקורות ההכנסה
- שיפור משמעותי בכרית ההונית והלימות ההון

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- פגיעה במיצוב החברה בענף ושינויים רגולטוריים העלולים להכביד על הפרופיל העסקי ויכולת התחרות
- שחיקה בכרית ההונית כתוצאה מחלוקת דיבידנדים מעבר להנחתנו בתרחיש הבסיס
- שחיקה בפרופיל הסיכון כתוצאה ממבנה הבעלות החדש
- הרעה משמעותית באיכות תיק האשראי

דוחות קשורים

[דירוג חברות כרטיסי אשראי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	13.03.2019
שם יוזם הדירוג:	ישראכרט בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	ישראכרט בע"מ

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

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מוכח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>