

# י.ד מור השקעות בע"מ

מעקב | יולי 2023

## אנשי קשר:

### צביקה ארליכמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[tzvika.e@midroog.co.il](mailto:tzvika.e@midroog.co.il)

### עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@midroog.co.il)

### מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים  
[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

## י.ד מור השקעות בע"מ

| דירוג סדרה | A2.il | אופק דירוג: יציב |
|------------|-------|------------------|
|------------|-------|------------------|

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרה א'), שהנפיקה י.ד מור השקעות בע"מ (להלן: "החברה" או "מור השקעות").  
אופק הדירוג יציב.

## אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|-------|------------|------------------|
| א'        | 1167303       | A2.il | יציב       | 30/06/2026       |

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג, הנתמך בצמיחה גבוהה בהיקף הנכסים המנוהלים, אולם מוגבל בשל פיזור מוצרים נמוך יחסית. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA טוב ביחס לרמת הדירוג. מנגד, יחס המינוף חלש ביחס לדירוג ושיעורי הרווחיות צפויים להיוותר נמוכים יחסית, בשל המשך אסטרטגיית הצמיחה של החברה במגזר הגמל והפנסיה. החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-100 מיליארד ₪, נכון ליום 19 ביוני 2023. בשנים האחרונות פעלה החברה על פי תכנית אסטרטגית רב שנתית להקמת פעילויות חדשות וביסוס מעמדה בתחומי חיסכון קצר טווח, לצד צמיחה מואצת בתחום חיסכון לטווח ארוך (ניהול קופות גמל וקרנות פנסיה). המשך ביסוס מעמדה בתחומי החיסכון קצר טווח - קרנות נאמנות וניהול תיקים, הובילו לצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים (AUM) בין השנים 2018-2022, כפי שהשתקף בשיעור גידול שנתי ממוצע (CAGR) של כ-46% בשנים אלו. צמיחה זאת משקפת את חוזק המותג, יכולת יצור תשואות גבוהות ביחס לקבוצת ההשוואה וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים. הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים הובילה לשינוי בתמהיל הנכסים של החברה, תוך צמצום התלות בפעילות קרנות הנאמנות ופיזור הנכסים המנוהלים. עם זאת, להערכתנו תמהיל הנכסים עדיין מוגבל יחסית, וכולל חשיפה גבוהה לשוק ההון ומתאם חיובי בין הפעילויות, נוכח מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, כאשר משקלם בתמהיל הולך ופוחת עם הצמיחה המואצת בתחום חיסכון ארוך טווח, כאמור.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך קיומה סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי ההשקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, אשר נתמכת ברגולציה, שלהערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, ומשפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.0% בשנים 2023-2024 ושיעור אבטלה נמוך ויציב. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל להערכתנו בטווח הזמן הקצר, וזאת על רקע סביבת האינפלציה והריבית הנכסית לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, אלו משליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר צפויות למתן אף הן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים), נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. עם זאת, איננו צופים שחיקה משמעותית בהיקף נכסי קרנות הנאמנות וניהול תיקים, נוכח הערכתנו למיצובה הטוב בקרב מערכת ההפצה הבנקאית ולצד חוזק המותג, אשר מסייע לחברה למתן את היקף הפדיונות בתחומים אלו. כמו כן, העלאת הריבית משפיעה לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), בעיקר באמצעות קרנות נאמנות. אנו מעריכים כי מקור הצמיחה העיקרי של החברה יוותר מתחומי החיסכון לטווח בינוני-ארוך, כאשר להערכתנו, החברה צפויה להמשיך לצמוח אורגנית לאור מיקוד אסטרטגי בתחומי הגמל והפנסיה, פוטנציאל תשואה טוב ביחס למתחרים וחוזק המותג, אשר תומכים בהמשך צמיחה בטווח התחזית, לצד המשך חיזוק הקשר והרחבת מערך השיווק וההפצה מול סוכני הביטוח. להערכתנו, צפוי המשך גידול אורגני משמעותי של כ-14%-23% בשנה, בין השנים 2023-2024 בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה, הנובע בעיקר ממגזר הגמל והפנסיה, כאשר מגזר קרנות הנאמנות ישמור על יציבות מסוימת, ומגזר ניהול התיקים יציג שחיקה מסוימת. בד בבד, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח של 110-125 מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכפועל יוצא, יוביל לגידול בהיקף

ההכנסות בטווח שבין 630-730 מיליון ₪, לעומת כ-498 וכ-347 מיליון ₪ בשנים 2022 ו-2021, בהתאמה. צמיחה זו בתחומי חיסכון לטווח בינוני-ארוך, תשליך על תמהיל הנכסים המנוהלים, אשר יוסיף להיות מוטת לתחום חיסכון ארוך טווח, שיהווה להערכתנו כ-65%-70 מסך הנכסים המנוהלים בשנים 2023-2024. מנגד, היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב של כ-13%-27 בשנה, ולהתמתן בהדרגה בשנת 2024 לאור יתרון לגודל כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים שיתמתן להערכתנו במהלך שנת 2024, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. בהתאם לכך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לשמור על יציבות מסוימת, ולנוע בטווח שבין 15%-16. להערכתנו, כרית ההון תמשיך לשמור על יציבות מסוימת בטווח הקצר-בינוני נוכח מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי. לפיכך, יחס המינוף צפוי לנוע בטווח שבין כ-30%-40. כמו כן, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח של כ-100-130 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2023-2024 (בהשוואה לכ-78 מיליון ₪ בשנת 2022), כאשר בשנה הנוכחית אנו מעריכים כי הסכום יעמוד בחלק הנמוך של הטווח. להערכתנו ה-FFO צפוי להמשיך לצמוח ולנוע בטווח של כ-60-70 מיליון ₪ בשנים 2023-2024, זאת במקביל לפירעון קרן אג"ח שנתית בסך של כ-17 מיליון ₪ בטווח התחזית, ופירעון קרן הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי בסך של כ-15 מיליון ₪ בשנת 2024. כנגזרת מכך, יחס הכיסוי חוב ברוטו (כולל התחייבות בגין חכירה) ל-FFO צפוי להשתפר ולנוע בטווח של כ-3.8-4.3 בשנות התחזית, בעוד שיחס החוב ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 2.1-2.5 בשנות התחזית, ומעיד על גמישות פיננסית גבוהה. פרופיל הנזילות של החברה הינו סביר ביחס לדירוג ונתמך במרכיב של נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות למקורות מימון.

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון את מדיניותה הפיננסית של החברה לחלוקת רווחים אגרסיבית, בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, המעיבה להערכתנו על הפרופיל הפיננסי של החברה ועל בניית כרית ההון.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בפיזור קווי העסקים המשמעותיים של החברה
- הצגת רווחיות גבוהה יותר ביחס לזו שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג, לאורך זמן
- גידול משמעותי של הכרית ההונית, נוכח הצמיחה בהיקפי הפעילות ובדרישות ההון

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל העסקי אשר תתבטא, בין היתר, בשחיקה בהכנסות החברה
- שחיקה מתמשכת ביחסי הרווחיות, ביחס לזו שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג
- שחיקה מתמשכת בהיקף הכרית ההונית, בין היתר, בשל חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

## י.ד מור השקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

| 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 31.03.2022 | 31.03.2023 |                                               |
|--------|--------|--------|--------|------------|------------|-----------------------------------------------|
| 19     | 116    | 104    | 145    | 234        | 61         | יתרות נזילות חופשיות [1]                      |
| 5      | 102    | 210    | 273    | 159        | 274        | חוב פיננסי מתואם ברוטו [2]                    |
| 70     | 105    | 127    | 239    | 238        | 256        | הון המיוחס לבעלי המניות של החברה              |
| 98     | 271    | 453    | 712    | 576        | 749        | סה"כ נכסים                                    |
| 182    | 217    | 347    | 498    | 115        | 160        | הכנסות                                        |
| 45     | 28     | 46     | 70     | 16         | 31         | רווח לפני מס                                  |
| 46     | 32     | 50     | 78     | 18         | 33         | EBITDA [4]                                    |
| 27     | 17     | 29     | 50     | 11         | 23         | FFO                                           |
| 24,859 | 32,527 | 65,448 | 88,980 | 70,874     | 94,948     | סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה (ללא קרנות השקעה) |

## יחסים מותאמים של מידורג

| 72%  | 39%  | 28%  | 34%  | 41%  | 34%  | הון למאזן                  |
|------|------|------|------|------|------|----------------------------|
| 393% | 114% | 49%  | 53%  | 147% | 22%  | נכסים נזילים לחוב ברוטו    |
| 25%  | 13%  | 13%  | 14%  | 14%  | 19%  | רווח לפני מס להכנסות       |
| 25%  | 15%  | 14%  | 16%  | 16%  | 21%  | EBITDA להכנסות             |
| 0.1x | 3.2x | 4.2x | 3.5x | 2.7x | 2.9x | חוב ברוטו ל-EBITDA [2] [3] |
| 0.2x | 6.0x | 7.3x | 5.4x | 4.1x | 4.4x | חוב ברוטו ל-FFO [2] [3]    |

[1] מזומנים ושווי מזומנים בניכוי יתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים.

[2] החוב הפיננסי המתואם כולל התחייבויות חכירה, אגרות חוב במחזור והלוואות מתאגידים בנקאיים; בשנת 2021 החוב כולל התחייבויות למשקיעים בחברה בת. עם זאת, ביום 9 בפברואר 2022, עם ההנפקה לציבור של מניות מור גמל ופנסיה, הומרה ההתחייבות למשקיעים בחברה בת למניות מור גמל ופנסיה.

[3] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים מנקודת החתך.

[4] רווח לפני מס ולפני מימון, פחת והפחתות רווח (הפסד) מנכסים פיננסיים בשווי הון דרך רווח והפסד.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### שיפור מתמשך בפרופיל העסקי, הנשען על צמיחה גבוהה בענף הגמל ותומך בפוטנציאל ייצור ההכנסות; מנגד, פיזור המוצרים נמוך יחסית

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-100 מיליארד ₪ נכון ליום 19 ביוני 2023, זאת לעומת כ-71 מיליארד ₪ ליום 31 במרץ 2022 וכ-89 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2022. הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים נבעה ממימוש תכנית אסטרטגית רב שנתית להקמת פעילויות חדשות, ביניהן הקמת פעילות גמל והשתלמות בשנת 2018 והקמת פעילות הברוקראז' בשנה לאחר מכן. אלו, לצד המשך ביסוס מעמדה בתחומי היסכון קצר טווח - קרנות נאמנות וניהול תיקים, הובילו לצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים (AUM) בין השנים 2018-2022, כפי שהשתקף בשיעור גידול שנתי ממוצע (CAGR) של כ-46% בשנים אלו, וזאת בעיקר נוכח ביסוס מעמדה בתחום היסכון לטווח ארוך (ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות), כאשר אלו משקפים גם את חוזק המותג, יכולת ייצור תשואות גבוהות ביחס לקבוצת השוואה, וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים. בנוסף, בחודש פברואר 2022 החברה זכתה בהליך קביעת קרנות פנסיה נבחרות והקימה קרן פנסיה מקיפה וקרן פנסיה כללית, כאשר החל מהרבעון השני של שנת 2022, החלה החברה בקליטת כספי עמיתים. עובר למועד הדוח, פעילות קרנות הפנסיה אינה נכללת כמגזר בר דיווח, אך אנו צופים כי פעילות זו תהפוך למשמעותית ורווחית בטווח הבינוני-ארוך. להערכתנו, גורמים אלה אפשרו לחברה לגבות דמי ניהול גבוהים ביחס למתחרים בחלק ממגזרי הפעילות, להציג צמיחה משמעותית ועודפת ביחס למתחריה העיקריים בנכסים המנוהלים בשנים האחרונות, וכן לשפר את מיצועה העסקי. צמיחה זו בהיקף הנכסים המנוהלים הובילה לשינוי בתמהיל הנכסים של החברה, תוך הקטנת התלות בפעילות קרנות הנאמנות ופיזור הנכסים המנוהלים. נכון ל-19 ביוני 2023, תמהיל זה כלל בעיקר קופות גמל וקרנות פנסיה אשר היוו כ-64% (כ-64.3 מיליארד ₪) מסך הנכסים המנוהלים, קרנות נאמנות אשר היוו כ-26% (כ-25.7 מיליארד ₪) וניהול תיקי השקעות אשר היוו כ-11% (כ-10.6 מיליארד ₪). עם זאת, נציין כי תמהיל זה עודנו מוגבל יחסית להערכתנו, כולל חשיפה גבוהה לשוק ההון ומתאם חיובי

<sup>1</sup> תמהיל זה אינו כולל פעילויות נוספות בתחום שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות השקעה וסוכנות ביטוח פנסיוני.

בין הפעילויות, נוכח מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינוי שוק קצרי טווח, כאשר משקלם בתמהיל הולך ופוחת (בשנת 2020 קרנות נאמנות וניהול תיקים היוו כ-71% מסך התמהיל), עם הצמיחה המואצת בתחום חיסכון ארוך טווח, כאמור. נציין, כי במהלך הרבעון הראשון של שנת 2023 חל שינוי ארגוני, במסגרתו פעילות ההפצה של הקבוצה רוכזה תחת חטיבה אחת לטובת סינרגיה ויעול מערכי ההפצה של מוצרי הגמל והפנסיה, קרנות נאמנות, ניהול תיקי השקעות וקרנות השקעה פרטיות המיועדות למשקיעים כשירים. להערכתנו, שינוי ארגוני זה צפוי לתרום ולשפר את ערוצי ההפצה, כאשר אלו יתמכו בצמיחה בשנות התחזית.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי ההשקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, הנתמכת ברגולציה, אשר להערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, ומשפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.0% בשנים 2023-2024 ושיעור אבטלה נמוך ויציב. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל להערכתנו בטווח הקצר, על רקע סביבת האינפלציה והריבית הנוכחית לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, המשליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר צפויות למתן אף הן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים), נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. עם זאת, איננו צופים שחיקה משמעותית בהיקף נכסי קרנות הנאמנות וניהול תיקים, נוכח הערכתנו למיצובה הטוב בקרב מערכת ההפצה הבנקאית ולצד חוזק המותג, המסייעים לחברה למתן את היקף הפידיונות בתחומים אלו. העלאת הריבית משפיעה לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), בעיקר באמצעות קרנות נאמנות. אנו מעריכים כי מקור הצמיחה העיקרי של החברה יוותר מתחומי החיסכון לטווח בינוני-ארוך, כאשר להערכתנו, החברה צפויה להמשיך לצמוח אורגנית לאור מיקוד אסטרטגי בתחומי הגמל והפנסיה, פוטנציאל תשואה טוב ביחס למתחרים וחוזק המותג, אשר תומכים בהמשך צמיחה בטווח התחזית, לצד המשך חיזוק הקשר והרחבת מערך השיווק וההפצה מול סוכני הביטוח. לצד זאת, הנפקתה של החברה המנהלת לצד העמדת מקורות מימון מהמערכת הבנקאית ומסגרות אשראי מהחברה, צפויות להערכתנו לתמוך בדרישות ההון הצפויות נוכח תחזית צמיחתה. להערכתנו, צפוי המשך גידול אורגני משמעותי של כ-14%-23% בשנה, בין השנים 2023-2024 בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה, הנובע בעיקר ממגזר הגמל והפנסיה, כאשר מגזר קרנות הנאמנות ישמור על יציבות מסוימת, ומגזר ניהול תיקים יציג שחיקה מסוימת. בד בבד, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח של 110-125 מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכנגזרת מכך, יוביל לגידול בהיקף ההכנסות בטווח שבין 630-730 מיליון ₪, לעומת כ-498 וכ-347 מיליון ₪ בשנים 2022 ו-2021, בהתאמה. צמיחה זו בתחומי חיסכון לטווח בינוני-ארוך, תשליך על תמהיל הנכסים המנוהלים, אשר יוסיף להיות מוטה לתחום חיסכון ארוך טווח, שיהווה להערכתנו כ-65%-70% מסך הנכסים המנוהלים בשנים 2023-2024.

## **שיעורי הרווחיות יוותרו נמוכים יחסית בטווח התחזית, נוכח הצמיחה הצפויה בהיקפי הפעילות והמשך גידול בהוצאות לצורך הרחבת פעילות החברה, בעיקר בענף הפנסיה**

שיעור דמי הניהול המשוקלל בגין הנכסים המנוהלים של החברה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות, ועמד בממוצע על כ-0.79% בשנים 2018-2019, וזאת לעומת ממוצע דמי הניהול של כ-0.66% בשנים 2021-2022. שחיקה זו נבעה בעיקר מגידול בפעילות קרנות מחקת וקרנות הסל, המאופיינות בדמי ניהול נמוכים יחסית, ומשינוי בתמהיל תיק הקרנות, אשר הושפע ממגמות שוק ומירידות שיעורים, שהובילו לקיטון בקרנות המנייתיות לעומת קרנות החוב. בנוסף, הצמיחה בניהול קופות מפעילות ופוליסות חיסכון במסגרת ניהול התיקים, הובילו אף הן לקיטון בממוצע המשוקלל של דמי הניהול. נציין, כי דמי הניהול ביתר הפעילויות הפגינו יציבות ואף צמחו בשנים האחרונות, כאשר החברה שומרת על פער מממוצע דמי הניהול הענפיים בחלק מענפי הפעילות, לאור שיפור במיצוב העסקי. בשנים האחרונות חל גידול מואץ בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר הובילו לעלייה משמעותית בהיקף ההכנסות, בשיעור של כ-43% בשנת 2022 ושל כ-60% בשנת 2021. במקביל, החברה הציגה גידול מואץ בהיקף ההוצאות אשר נבע, בין היתר, מגידול משמעותי של כוח האדם במור גמל ופנסיה (שהוכפל באותן שנים), השקעות במחשוב, וכן מעלייה ניכרת בהוצאות עמלות לסוכנים. בעקבות זאת, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) בשנים 2021-2022 עמדו בממוצע על כ-14%, לעומת שיעור רווחיות ממוצע של כ-30% בין השנים

2018-2019. נציין, כי פוטנציאל הרווח מתחום קרנות הפנסיה תלוי בקצב צבירת נכסים ומיתרונות לגודל, אשר צפויים לתמוך בשיעור הרווחיות בטווח הבינוני-ארוך. בנטרול זאת, מערך הגמל מציג שיפור ברווחיות נוכח הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים, ויציבות בשיעור דמי הניהול הנגבים מלקוחות החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות בשיעור של כ-15%-27% בשנה, כאשר עיקר הצמיחה צפויה לנבוע מפעילות מגזר גמל ופנסיה, זאת לאור הערכתנו להמשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לצד יציבות מסוימת בשיעור דמי הניהול. השפעות התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר, מותנו עקב העלאות הריבית בשנה האחרונה, ועשויות להשפיע על פוטנציאל התשואה, ומשכך על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה בעיקר בתחומי הקרנות. היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב של כ-13%-27% בשנה, ולהתמתן בהדרגה בשנת 2024 לאור יתרון לגודל כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים שצפוי להתמתן להערכתנו במהלך שנת 2024, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. לפיכך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים להפגין יציבות מסוימת ולהערכתנו, לנוע בטווח שבין 15%-16%.

### יחס המינוף חלש ביחס לדירוג, אולם יחסי הכיסוי הולמים לדירוג בטווח התחזית

נכון ליום 31 במרץ 2023, יחס המינוף המאזני חלש ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס ההון המיוחס לבעלי המניות למאזן, שעמד על כ-34% ליום 31 במרץ 2023. נציין, כי היקף ההון העצמי הושפע לחיוב מהנפקת מניות לציבור של החברה המנהלת, מור גמל ופנסיה, בתמורה לכ-100 מיליון ₪ ברוטו, וזאת בנוסף לכ-54 מיליון ₪ (הון מיוחס לזכויות שאינן מקנות שליטה) שגייסה מור גמל ופנסיה בשנת 2021, במסגרת עסקת SAFE<sup>2</sup>. בהתאם לכך, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה עמד על סך של כ-256 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2023, לעומת סך של 127 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2021. להערכתנו, כרית ההון תמשיך לשמור על יציבות מסוימת בטווח הזמן הקצר-בינוני, נוכח מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, כאשר בפועל ב-5 שנים האחרונות, חילקה החברה כ-95% מהרווח הנקי במצטבר ומשכך, בניית כרית ההון בשנים האחרונות נעשתה באמצעות גיוסים והנפקות הון שביצעה החברה, וללא בניה אורגנית מרווחים שוטפים. עובדה זו מעיבה על הדירוג ומשקפת מדיניות פיננסית אגרסיבית.

לפיכך, יחס המינוף צפוי להיותר ולנוע בטווח שבין כ-30%-40%. נציין, כי, אגרות החוב שגייסה החברה במהלך שנת 2020 מקנות אופציית המרה למניות רגילות של החברה, אולם בתרחיש זה לא לקחנו בחשבון את המרת החוב למניות. עם זאת, נציין כי היקף החוב צפוי להיות מושפע ממימוש אופציית ההמרה, כפי שאירע במהלך שנת 2021 ובמהלך הרבעון הראשון לשנת 2022, בהיקף מצטבר של כ-10 מיליון ₪, אשר השפיע על קיטון החוב ברוטו. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין כ-100-130 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2023-2024 (בהשוואה לכ-78 מיליון ₪ בשנת 2022), כאשר בשנה הנוכחית אנו מעריכים כי הסכום יעמוד בחלק הנמוך של הטווח. ה-FFO צפוי להמשיך לצמוח ולנוע בטווח של כ-60-70 מיליון ₪ בין השנים 2023-2024, זאת במקביל לפירעון קרן אג"ח שנתית בסך של כ-17 מיליון ₪ בטווח התחזית, ופירעון קרן הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי בסך של כ-15 מיליון ₪ בשנת 2024. בנוסף, ביום 30 באוקטובר 2022 התקשרה החברה המנהלת בהסכם הלוואה בנקאית בסכום כולל של 135 מיליון ₪, זאת בנוסף להלוואה קיימת של החברה המנהלת מיום 30 בנובמבר 2021, בסך של 60 מיליון ₪. כפועל יוצא, יחס הכיסוי חוב ברוטו (כולל התחייבות בגין חכירה) ל-FFO צפוי לנוע בטווח שבין כ-3.8-4.3 בשנות התחזית.

### גמישות פיננסית טובה ביחס לדירוג, לצד פרופיל נזילות סביר ביחס לדירוג

הגמישות הפיננסית משתקפת ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.5-4.2 בין השנים 2021-2022, ואשר צפוי להשתפר בשנות התחזית ולנוע בטווח שבין כ-2.1-2.5, הבולט לטובה ביחס לדירוג, זאת לאור הגידול הצפוי בהיקף ה-EBITDA ובמקביל לאמורטיזציה השוטפת של החוב הפיננסי. בנוסף, הגמישות הפיננסית נתמכת ברווח הולם ביחס לקובננטים של אגרות החוב. פרופיל הנזילות של החברה נתמך בנכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון

<sup>2</sup> ביום 6 באוקטובר 2021, התקשרו החברה ומור גמל ופנסיה בהסכמים נפרדים לגיוס הון של 53.7 מיליון ₪ במור גמל ופנסיה, המבוססים על הקצאת מניות עתידית למשקיעים בהתקיים הנפקה ראשונה לציבור של מור גמל ופנסיה ("עסקת SAFE"). לפרטים נוספים אודות העסקה והתוספת לאחד מהסכמי ה-SAFE, ראו דיווח מיידי מיום 29 בנובמבר 2021.

מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות למקורות מימון. נכון ליום 31 במרץ 2023, יתרת הנכסים הנזילים החופשיים משיעבוד מהווה כ-22% מסך החוב ברוטו בטווח התחזית, כאשר שיעור זה הינו סביר ביחס לדירוג. לחברה נכסים פיננסיים נוספים שנמדדים בשווי הוגן, אשר נכון ליום 31 במרץ 2023 הסתכמו בסך של כ-190 מיליון ₪, מתוכם כ-134 מיליון ₪ בנכסים נזילים. נציין, כי לא קיימים שיעבודים משמעותיים על נכסי החברה, לרבות על המשרדים שבבעלותה, אשר שווים בספרי החברה עמד על כ-60 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2023, וזאת לאחר עסקאות לרכישת שטחי משרדים בבניין ב.ס.ר 1 ברמת גן בשנים האחרונות (ר"ק בשנת 2020 עמד על כ-14 מיליון ₪). נתון זה תורם אף הוא לגמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, נציין כי פוטנציאל יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי נותר נמוך בשנות התחזית, בשל הערכתנו לחלוקת דיבידנד בשיעור משמעותי מהרווח הנקי, וללא הנחה לגידול משמעותי בהיקף ההשקעות בשנים אלו, אל מול קרן חוב צפויה בסך של כ-17 מיליון ₪ בכל שנה בטווח התחזית, וכן ופירעון קרן הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי בסך של כ-15 מיליון ₪ בשנת 2024.

## שיקולים נוספים לדירוג

### חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מחלישה את המדיניות הפיננסית של החברה

בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים שנקבעה על ידי דירקטוריון החברה ביום 18 ביולי 2017, החברה צפויה לחלק לפחות 80% מרווחיה השוטפים הראויים לחלוקה, כדיבידנדים לבעלי המניות. אנו מעריכים כי שיעור החלוקה האגרסיבי מצביע על מדיניות פיננסית שאינה מאזנת דיה בין בעלי המניות בחברה לבין בעלי החוב, בהתחשב גם בהיקפו המצומצם יחסית של תזרים המזומנים החופשי של החברה, ובהתחשב בתוכניות הצמיחה שלה לשנים הקרובות. מדיניות פיננסית זו מעיבה על הדירוג.

### שיקולי ESG

**שיקולי סביבה** - לבתי ההשקעות בישראל חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים סביבתיים. עם זאת, חברות אלו מתמודדות עם סיכון מוניטין הקשור לתפיסת הלקוחות, רגולטורים ומשתתפי שוק אחרים לגבי תגובתם לסיכונים סביבתיים ולניהול ESG באסטרטגיית ההשקעות של החברות בענף. אנו מעריכים כי הסיכון בהיבטי שיקולי הסביבה הינם נמוכים יחסית בענף בתי ההשקעות בישראל.

**שיקולים חברתיים** - להערכתנו, החשיפה של בתי ההשקעות לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. גופים אלו חשופים בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים סיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהווה שיקול חשוב בתחום שבו למנפיק קיימת גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים.

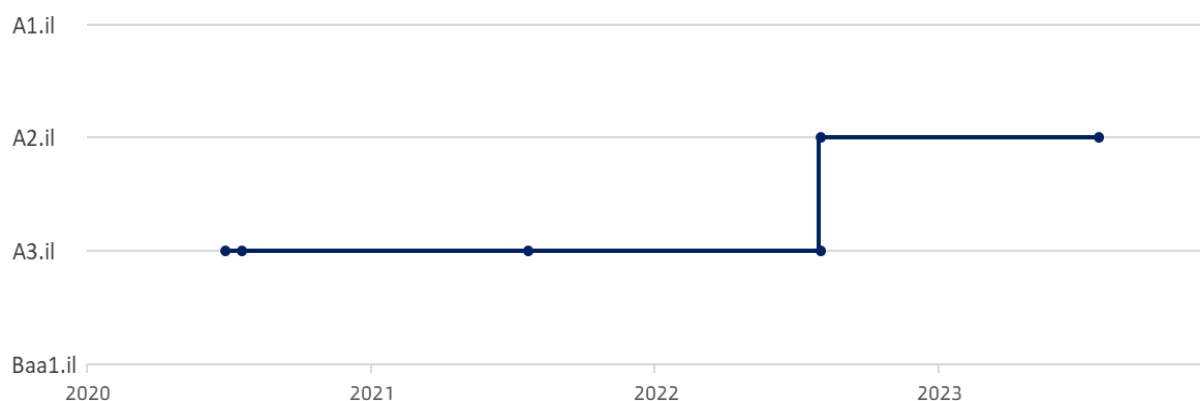
**שיקולי ממשל תאגידי** - בתי השקעות בישראל נמדדים מול אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים, אשר משקפים את סובלנות הדירקטוריון וההנהלה לסיכונים פיננסיים, אשר יכולים להשפיע על רמות החוב, תזרים המזומנים ומבנה ההון של המנפיק. ההנהלה והיסטוריית הפעילות של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון, הם חלק מהשיקולים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות דיבידנד, אשר עלולה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק. להערכתנו, לחברה חשיפה לסיכונים ממשל תאגידי, זאת בשל מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית כאמור, אשר מקשה על החברה לבנות כרית הונית מרווחיה השוטפים.

### אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 24 במאי 2006 על פי חוק החברות, כחברה פרטית מוגבלת במניות. ביום 24 ביולי 2017 הפכה לחברה ציבורית, כהגדרתה בחוק החברות. נכון ליום 05 ביולי 2023 בעלי המניות העיקריים של החברה הינם משפחת מאירוב (38.89% בהון), משפחת לוי (14.56%), מוסדיים (11.93%) והציבור (34.62%). לחברה אחזקה משמעותית במור גמל ופנסיה בע"מ, אשר הוקמה ביום 12 באוגוסט 2013 כחברה פרטית מוגבלת במניות. ביום 9 בפברואר 2022, הפכה מור גמל ופנסיה לחברה ציבורית, כהגדרתה בחוק החברות. מור גמל ופנסיה מנהלת קופות גמל וקרנות פנסיה בהתאם לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, כאשר החל מיום 13 בפברואר 2022, החברה המנהלת בעלת רישיון לעסוק בענף ביטוח פנסיה. קרנות הפנסיה המנוהלות על ידי מור גמל ופנסיה, קיבלו ביום 15 במרץ 2022 את אישור הממונה בהתאם לתקנות מס ההכנסה.

החברה היא חברת החזקות הפועלת באמצעות חברות מוחזקות במגוון פעילויות הקשורות בשוק ההון בישראל. לקבוצה מספר תחומי פעילות עיקריים - תחום ניהול קרנות נאמנות, תחום ניהול תיקי השקעות, תחום ניהול קופות גמל, קרנות פנסיה ותחום מתן שירותי מסחר בניירות ערך ונכסים פיננסיים זרים (פעילות ברוקראז'), המדווחים גם כמגזרים עסקיים ברי דיווח בדוחותיה הכספיים של החברה. כמו כן, לחברה פעילויות נוספות בתחום קרנות השקעה, והחל משנת 2019, סוכנות ביטוח פנסיונית אשר אינה מקיימת את הספים הכמותיים לפיהם נקבעים המגזרים ברי הדיווח בקבוצה, ולכן נכללו יחד כמגזר אחר. מר יוסי לוי ומר אלי לוי הינם מנכ"לים משותפים בחברה ומר מאיר גרידיש הינו יו"ר החברה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[י.ד. מור השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג בתי השקעות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2015](#)

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

## מידע כללי

|                      |                                      |
|----------------------|--------------------------------------|
| 26.07.2023           | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 31.07.2022           | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 25.06.2020           | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| י.ד. מור השקעות בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| י.ד. מור השקעות 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>