

# גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ

מעקב | אפריל 2024

## אנשי קשר:

### צביקה ארליכמן

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

### אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני  
[avior.dagan@midroog.co.il](mailto:avior.dagan@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)

## גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק, A3.il באופק יציב, לגמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ (להלן: "החברה").

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת הביקושים והיצבות בענף, ופרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג נוכח גודלה היחסי של החברה, אולם מושפע לשלילה נוכח חשיפה לריכוזיות עסקית גבוהה, הכוללת ריכוזיות ענפית וריכוזיות לקוחות כאחד. רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, הולמת ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון. איכות הנכסים בולטת לחיוב ביחס לדירוג ומושפעת לטובה משיעור אפסי של חובות אבודים ומשיעור הולם של חובות בעייתיים לסך תיק האשראי ברוטו. מקורות המימון של החברה נתמכים במסגרות אשראי והלוואות משלושה תאגידים בנקאיים ושני גופים מוסדיים, בטווחי זמן שונים הנעים בין זמן קצר לזמן ארוך. כך מתאימה החברה, במידה מסוימת, את מח"מ התקבולים עם מח"מ מקורות המימון. רמת המינוף בולטת לטובה ביחס לדירוג ותומכת ביכולת ספיגת ההפסדים. אנו מעריכים, כי החברה תשמר מרווח מספק ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות בקשר עם רמת המינוף והיקף ההון הנדרשים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות הכוללות סביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, לצד מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה"), אשר עלולות להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמת הביקושים והיצבות בענף. עם זאת, אנו מניחים המשך צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, על אף האטה אפשרית בפעילות הנדל"ן ותגודות בקצב המכירות, וכתוצאה מכך, ירידה בהתחלות בנייה חדשות, כאשר צמיחת התיק צפויה להיתמך בביקושים קשיחים יחסית במגזר הנדל"ן למגורים בישראל, על אף מלחמה מתמשכת. להערכתנו, העלייה בסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד הגופים המממנים. בנוסף, אנו מניחים גידול בהכנסות מימון נטו ביחס לשנת 2023, כפועל יוצא מגידול צפוי בתיק האשראי ולמרות צפי לשחיקה מסוימת במרווח הפיננסי. אנו מניחים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לשנת 2023, וזאת על רקע השלכות המלחמה וסביבה עסקית שמאופיינת בסביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, אשר צפויות להשליך על סיכון האשראי של הלקוחות. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס, אנו מניחים כי התשואה על הנכסים (ROA) תנוע בטווח שבין כ-3.2%-3.3% ותשואת הליבה<sup>1</sup> תעמוד על כ-5.1%. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, יחס ההון עצמי למאזן עמד על כ-25%. אנו סבורים כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מסך הרווח הנקי, לצד צמיחה בפעילות החברה, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה ינוע בטווח שבין כ-23%-24%.

שיקול נוסף בדירוג הינו קצב הגידול המשמעותי בפעילות החברה ובתיק האשראי במהלך שנת 2022, אשר חושף את החברה לסיכונים אשראי מוגברים בשנות התחזית, אולם ממותן באמצעות הגידול המשמעותי בהון, לצד אי-חלוקת דיבידנדים בשנה וחצי האחרונות, התומכים ביחס המינוף וביכולת החברה לספוג הפסדים בלתי צפויים.

<sup>1</sup> רווח לפני מס, הפסדים מפרויקטים וירידת ערך המלאי, ביחס לממוצע הנכסים בתקופה.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של הגבלות והשלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).<sup>2</sup>

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי, בפיזור ההכנסות ובריכוזיות תיק האשראי
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית בשיעורי הכשל ו/או בנזקי האשראי, וכפועל יוצא באיכות הנכסים
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה באופן משמעותי
- שחיקה משמעותית ביחסי המינוף, בפרופיל הנזילות, בגמישות הפיננסית ובנגישות החברה למקורות המימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

## נמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

2019	2020	2021	2022	2023	
6,950	31,393	945	89	421	מזומנים ושווי מזומנים
491,472	521,049	514,384	1,071,347	1,253,556	תיק אשראי, ברוטו [1]
1,444	1,710	1,477	4,790	13,518	יתרת הפרשה להפסדי אשראי
394,184	417,956	307,219	794,437	920,076	חוב פיננסי ברוטו [2]
497,443	551,229	514,416	1,068,115	1,243,876	סך נכסים במאזן
98,364	125,773	202,661	264,553	311,187	הון עצמי
44,662	57,539	48,145	76,946	139,450	הכנסות ממימון פרויקטים
330	266	(233)	3,313	8,728	הפסדים (רווחים) ממימון פרויקטים ושינוי בהפרשה להפסדי אשראי
19,752	27,409	21,735	32,534	46,403	רווח נקי
25,979	35,869	28,230	45,550	69,093	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים
6.2%	7.0%	5.7%	5.6%	4.8%	מרווח פיננסי [3]
19.8%	22.8%	39.4%	24.8%	25.0%	הון עצמי / סך נכסים
4.6%	5.2%	4.1%	4.1%	4.0%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
6.0%	6.8%	5.3%	5.8%	6.0%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	1.1%	יתרת הפרשה להפסדי אשראי / תיק אשראי ברוטו [1]
0.1%	0.1%	(0.0%)	0.4%	0.8%	הוצאות (הכנסות) הפרשה מהפסדי אשראי / ממוצע תיק אשראי ברוטו [1]

[1] תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי וריבית לקבל.

[2] התחייבויות לתאגידים בנקאיים, התחייבות לתאגיד פיננסי, התחייבות לצדדים קשורים, הלוואות בעלים והתחייבות בגין חכירה.

[3] הכנסות ממימון פרויקטים לתיק אשראי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה), פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה).

<sup>2</sup> הדוח "השלכות מלחמת חרבות ברזל על כושר החזר האשראי של מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן, עם התמחות בתחום מתן אשראי למגזר ייזום נדל"ן למגורים. מתן האשראי הינו בעיקר לצורך השלמת ההון העצמי הנדרש ליזמים, לצורך קבלת ליווי פיננסי לפרויקטים בתחום הבניה למגורים. על פי רוב, הליווי הפיננסי בפרויקטים נעשה אל מול תאגיד פיננסי, אשר מעמיד את החוב הבכיר כנגד בטוחות ושעבודים. מתן האשראי מצד החברה מאופיין בבטוחות מדרגה שנייה, ערבות אישית של היזם וקדימות בקבלת העודפים מהפרויקטים. תקופת המימון המקובלת בפעילות זו הינה במח"מ בינוני עד ארוך (24-48 חודשים). הענף מאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, לצד חשיפה לשינויים רגולטוריים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים, והיציבות בענף.

אנו סבורים, כי חלה עלייה ברמת הסיכון בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן למגורים, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית ותגודתיות בקצב המכירות, אשר מושפעת מסביבה עסקית המאופיינת בסביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, ועל רקע מלחמה מתמשכת. עם זאת, ענף הייזום למגורים בישראל מאופיין במיעוט קרקעות זמינות למגורים, ביקוש קשיח לדירור ופריון ילודה גבוה, התומכים בצד הביקוש וממתנים את סיכוני המכירה. מנגד, תקופות הפיתוח וההקמה הארוכות, לצד סיכוני הקמה, שינויים רגולטוריים תכופים, מעורבות הממשלה בשיוק קרקעות, בפרט על רקע אי-הוודאות הכרוכה במצב הביטחוני והשלכותיו (לרבות בקשר עם זמינות העובדים), המגבירים את אי-הוודאות והאתגרים בענף.

הענף מורכב ממגוון גופים המעניקים אפשרויות מימון שונות למגזר ייזום נדל"ן למגורים, וכולל בין היתר, קרנות פרטיות חוץ בנקאיות, בנקים, חברות ביטוח וחברות ציבוריות המעניקות הלוואות להשלמת הון עצמי, גופים המעניקים ליווי פיננסי כולל (במסגרת העמדת חוב בכיר), וכן מימון באמצעות גיוסי חוב בשוק ההון. חסמי הכניסה העיקריים לענף כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטוריים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, מוניטין, ניסיון וידע בתחום מתן האשראי בכלל, ובפרט בתחום העמדת מימון לפרויקטי נדל"ן, ביכולת לבצע סינון אפקטיבי של פרויקטים, לנהל בדיקות נאותות הדוקות ולערוך חיתום קפדני, המאפשרים לזהות את הביטחונות וההון העצמי הנדרשים מהלווים, לנתח את היתכנות הפרויקטים והסיכונים הגלומים בהם ולהתאים את תנאי ההלוואות לפרויקטים וללווים, וכן לנהל אשראי לאורך תקופת הפרויקטים בתנאים משתנים. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה, בין היתר, את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 (להלן: "חוק הפיקוח"), במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת החלת משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקחים על ידי רשות שוק ההון ביטוח וחסכון (להלן: "רשות שוק ההון")<sup>3</sup>. 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 זה מחויבות לפרסם בדיווחיהן, וזאת במטרה לשקף את כל המידע הרלוונטי לציבור המשקיעים. בחודש מאי 2022, הפיצה רשות שוק ההון חוזר שעניינו "ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים"<sup>4</sup> 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. להערכתנו, הקשחת דרישות הרישוי והפיקוח בענף, כמפורט לעיל, הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות הפועלות בו, בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה תובלנה לייצוב ולחיזוק הענף, לצמצום מספר הגופים הפועלים בו (בפרט הקטנים) באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו, כחלק מהגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף.

<sup>3</sup> נציין, כי רשות שוק ההון אינה עוסקת בפיקוח אחר יציבותן של החברות הפועלות בענף, למעט חברות בהן קיימים פיקדונות ציבור.

<sup>4</sup> [חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים.](#)

## פרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג הנתמך בגודל החברה, זאת לצד המשך צמיחה בהיקפי הפעילות

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר ומשמעותי בין השנים 2020-2023 (CAGR של כ-34% בתיק האשראי ברוטו<sup>5</sup>), כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2023, עמד תיק האשראי ברוטו על כ-1.2 מיליארד ₪, המשקף גידול של כ-16% ביחס לסוף שנת 2022, וגידול משמעותי של כ-142% ביחס ליום 31 בדצמבר 2021. להערכתנו, מיצובה העסקי של החברה הולם את הדירוג נוכח גודלה, כפי שמשקף בהיקף תיק האשראי, ומשיפור מסוים במהלך השנה האחרונה נוכח המשך צמיחה בתיק האשראי.

במסגרת פעילותה, מרבית המימון שמעמידה החברה הינו השלמת הון עצמי ליזמים בתחום הנדל"ן למגורים, כאשר המימון מועמד לתקופה של שנתיים עד ארבע שנים בממוצע, וניתן בהלוואות בולט עד תום תקופת הפרויקטים. לרוב, החברה מעמידה כ-50%-70% מההון העצמי הנדרש בפרויקט, כאשר מרבית פעילות החברה מבוצעת במסגרת פרויקטים בליווי ומימון תאגיד פיננסי (שהינו מעמיד החוב הבכיר), כנגד שיעבוד מדרגה שנייה (לאחר התאגיד הפיננסי המלווה של הפרויקט שהינו מעמיד החוב הבכיר) וערבות אישית של היזם, ולעיתים גם כנגד בטוחות נוספות. לדברי החברה, יכולת גביית ההלוואות מתבססת גם על ניסיון עסקי וחיתום סלקטיבי של פרויקטים, לצד היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, החברה מממנת 114 פרויקטים ל-65 לקוחות שונים, כאשר לקוחותיה הם חברות פרטיות או ציבוריות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות מאקרו-כלכליות צפויות הכוללות סביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, לצד מלחמה מתמשכת, אשר עלולות להשליך על איתנות הפיננסית של הלוויים, להוביל להמשך שחיקה באיכות הנכסים ולהשפיע על רמת הביקושים והיצבות בענף. עם זאת, אנו מניחים המשך צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית, על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות הנדל"ן ותנודתיות בקצב המכירות במשך וכתוצאה מכך, ירידה בהתחלות בניה חדשות, כאשר צמיחת התיק צפויה להיתמך נוכח ביקושים קשיחים יחסית למגזר הנדל"ן למגורים בישראל, על אף השלכות המלחמה. אנו סבורים, כי העלייה בסיכון תוביל לריסון תיאבון הסיכון, ולשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד המממנים.

## פרופיל הסיכון מוגבר נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לקוחות; התקשרות החברה בהסכמי אשראי לטווח בינוני-ארוך

### מסייעת בהתאמת מח"מ טובה יותר בין מקורות המימון לתקבולים מנכסי החברה

מרבית ההלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה מאופיינות ברכיב בולט, הכולל תשלום ריבית שוטפת במהלך תקופת המימון, כאשר המימון הינו לתקופה של שנתיים עד ארבע שנים בממוצע (קיימת תלות בעיכוכי בנייה ודחיות בסיום הפרויקטים אשר נפוצים בענף הנדל"ן). אולם, לאור פיזור ההלוואות בין לקוחות החברה, מח"מ תיק האשראי של החברה נכון ליום 31 בדצמבר 2023, עומד על כ-13 חודשים. מנגד, מקורות המימון של החברה נתמכים במסגרות אשראי והלוואות משלושה בנקים, והלוואות מתאגידים פיננסיים. אלו מעמידים אשראי לטווח קצר עד בינוני וחלקם לטווח בינוני-ארוך. אנו סבורים, כי מח"מ העסקאות תורם לגמישות הפיננסית והחיתומית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, בפרט בתקופות משבר. פרופיל הסיכון מושפע מריכוזיות ענפית וחשיפה לענף הנדל"ן בלבד, המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למשתנים מאקרו-כלכליים ולפעילות הכלכלית במשק. לפיכך, יכולת חיתומית וניהול סיכונים הינם גורם הצלחה קריטי בתחום הפעילות. כמו כן, על אף שיפור מסוים, להערכתנו לחברה קיים תיק לקוחות ריכוזי עם פיזור נמוך הבולט לשלילה ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי בשיעור החשיפה לעשרת הלקוחות הגדולים של החברה שעמד על כ-50% מהיקף תיק האשראי של החברה ליום 31 בדצמבר 2023, אם כי משתקפת התמתנות מסוימת בשנים האחרונות (כ-54% בשנת 2022 וכ-60% בשנת 2021) נוכח הגידול בתיק האשראי, ובשיעור המימון שניתן ללקוח הגדול ביותר ביחס לכלל ההלוואות, אשר עמד על כ-7.2% נכון ליום 31 בדצמבר 2023, לעומת כ-8.5% נכון ליום 31 בדצמבר 2022. בהתאם למדיניות החברה, היא בוחרת פרויקטים ולקוחות לאחר שמתקיים סינון שנועד למזער את הסיכון הכרוך בהעמדת המימון לפרויקט, כאשר נבדקים בין היתר, מוניטין היזם ויכולותיו הפיננסיות, התוכנית העסקית והתאמתה לפרויקט, רמת המינוף הנדרשת ובטוחות הולמות. בהקשר זה, נציין כי ככל ומדובר בלקוח קיים, על פי מדיניות החברה, תיערך בדיקה כי סך המימון שניתן ליזם בכל הפרויקטים הממומנים באותו מועד על ידי החברה, אינו חורג מ-7% מהיקף תיק האשראי הפוטנציאלי הכולל של

<sup>5</sup> תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי וריבית לקבל.

החברה או 70 מיליון ₪ (הנמוך ביניהם). כמו כן, טרם העמדת המימון לזים, העסקה מועברת לאישור ועדת אשראי, המורכבת מהנהלת החברה. עם זאת, נציין כי לחברה אין מנהל סיכונים ייעודי, וכמו כן את תפקיד קצינת הציות ממלאת סמנכ"לית השיווק של החברה.

### רווחיות החברה הולמת ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, וזאת על אף שחיקה מסוימת במרווח האשראי של החברה בשנתיים האחרונות. בהתאם לכך, שיעור ההכנסות ממימון פרויקטים לסך תיק האשראי הממוצע עמד על כ-12.0% בשנת 2023, לעומת כ-9.7% בשנת 2022 וכ-9.3% בשנת 2021. עלייה זו נבעה בעיקר מסיבית ריבית גבוהה יותר בשנת 2023 (כ-96% מההלוואות בתיק האשראי הן בריבית משתנה). עם זאת, בשל סביבת הריבית הגבוהה, עלות המקורות עמדה על כ-7.2% בשנת 2023 לעומת כ-4.1% בשנת 2022 וכ-3.6% בשנת 2021. כפועל יוצא, המרווח הפיננסי של החברה עמד על כ-4.8% בשנת 2023 ומשקף שחיקה ביחס לשנתיים האחרונות (כ-5.6% בשנת 2022 וכ-5.7% בשנת 2021). שיעורי הרווחיות, אשר באים לידי ביטוי בתשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה, עמדו בשנת 2023 על כ-4.0% וכ-6.0%, בהתאמה, והינם הולמים ביחס לדירוג.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות צפוי להתמתן, בשל ירידת הריבית הצפויה והתחרות הגוברת בענף, תוך אימוץ גישה שמרנית למשיכת לקוחות המסווגים כאיכותיים. בצד המקורות, ירידת הריבית הצפויה תגולם בעלויות מימון נמוכות יותר. כפועל יוצא, אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להוסיף ולהישחק, במידה מסוימת. כמו כן, אנו צופים גידול בהכנסות החברה ביחס לשנת 2023, נוכח הנחנתו להמשך צמיחת תיק האשראי בשנות התחזית. לצד זאת, אנו מניחים עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לשנת 2023, על רקע השלכות המלחמה לצד המשך סביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות, אשר צפויות להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. בשל כך, התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה תשחקנה, במידה מסוימת, אולם תמשכנה לבלוט לחיוב ביחס לדירוג, ולנוע בטווחים שבין כ-3.2%-3.3% וכ-5.1%, בהתאמה.

### איכות הנכסים בולטת לחיוב ביחס לדירוג, אולם סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת והשלכות המלחמה צפויות להמשיך

#### לחוץ על מדדי הסיכון ועל איכות הנכסים בטווח התחזית

תיק האשראי של החברה מאופיין באיכות נכסים טובה ביחס לדירוג. נכון ליום 31 בדצמבר 2023 שיעור החובות הבעייתיים<sup>6</sup> לסך תיק אשראי ברוטו עמד על כ-2.6%, המשקף שיעור חובות בעייתיים הבולט לחיוב ביחס לדירוג. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי של כ-0.4% בממוצע בין השנים 2021-2023, ונכון ליום 31 בדצמבר 2023 יתרת הפרשה מתיק האשראי עמדה על כ-1.1%, וגוזרת יחס כסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ-41% לאותו מועד, המשקף כרית הפרשה סבירה ביחס לסיכון בתיק האשראי. בהקשר זה, נציין כי המודל העסקי של החברה מביא בחשבון את הגמישות הנדרשת בהארכת מועדי הפירעון החוזיים, לצורך התאמתם למועדי סיום הפרויקטים בפועל ושחרור העודפים. החברה רואה בפרויקטים המצויים בשלבי ביצוע ומכירות מתקדמים, כפרויקטים ברמת סיכון נמוכה, עם רמת ודאות גבוהה יחסית של עודפים חוזיים. על כן, כל עוד לא חל גידול ביחס החוב לעודפים הצפויים מהפרויקט ברמה המסכנת את החזר ההלוואה, אזי מדיניות החברה היא להאריך את מועדי סיום ההלוואה בפרויקטים אלו, ככל שנדרש, וזאת עד למועד סיומם בפועל ושחרור העודפים המיועדים לכיסוי ההלוואה.

בנוסף, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו, כאשר לדברי החברה, החל ממועד היווסדה ובמשך כ-17 שנים, החברה גבתה את כלל החוב (קרן וריבית) שהעמידה בהלוואותיה. בהתאם לכך, מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדים מפרויקטים מתיק האשראי הממוצע של כ-0% נכון ליום 31 בדצמבר 2023. שיעור זה בולט לטובה ביחס לדירוג ומהווה גורם תומך לאיכות תיק האשראי של החברה. כחלק מהמודל העסקי של החברה, מרבית המימון שמעמידה החברה ללקוחותיה מובטח בשעבוד שני, אחרי הבנק המלווה של הפרויקט ובערבות אישית של היזם. לצורך זה נחתם הסכם בין החברה, היזם והבנק המלווה, המסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים. במקרים בהם המימון מועמד לזים ללא בנק מלווה, נרשמים לטובת החברה שעבודים מדרגה ראשונה. במסגרת שעבוד מדרגה שניה, על החברה לקבל את הסכמת הגוף המלווה שהעמיד מימון ללקוח לשם מימוש הבטוחה.

<sup>6</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואיננו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת הפרשה הכללית בגין תיק האשראי, בתוספת יתרת החובות ברוטו של הלוואות קבלניות לחברות ולקוחות שנעשתה בנין הפרשה ספציפית וכן חובות בפיגור מעל שנה אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם, וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בשל חוסר הוודאות לגבי היקף ומשך המלחמה והשלכותיה על המשק הישראלי, בד בבד עם סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת על רקע המשך סביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים האחרונות. אלו, לצד המשך צמיחה בתיק האשראי, יובילו להערכתנו ללחץ על מדדי הסיכון בתיק. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס אנו מניחים עלייה מסוימת בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי ברוטו, אשר ינוע בטווח של כ-1.6%-1.9% לצד עלייה ביתרת ההפרשה לתיק אשראי ברוטו, זאת בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענף הפעילות. בנוסף, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק אשראי שינוע בטווח שבין כ-3%-4% ובשיעור החובות האבודים מסך התיק, שינוע בטווח שבין כ-0.2%-0.5%.

### שיעור המינוף בולט לחיוב ביחס לדירוג, ותומך ביכולת ספיגת ההפסדים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני הבולט לחיוב ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן אשר עמד על כ-25%, ליום 31 בדצמבר 2023 (בדומה ליום 31 בדצמבר 2022). סך ההון העצמי בסוף שנת 2023 עמד על כ-311 מיליון ₪ ונתמך על ידי בניית כרית הון כתוצאה מרווחים שוטפים, בניכוי חלוקת דיבידנדים בשנים האחרונות (לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד, לפיה תחלק מידי שנה עד 50% מהרווח הנקי השנתי, בכפוף לאמות המידה שנקבעו על ידי התאגידים הבנקאיים עמם החברה התקשרה ולמבחנים על פי דין). במהלך חודש מרץ 2023 החברה דיווחה על עדכון הסכמי המסגרות מול כל הגופים המממנים שלה, הכוללים בין היתר, הפחתת מגבלת הון למאזן מ-25% ל-18% והגדלת הון עצמי מינימלי מ-80 מיליון ₪ ל-150 מיליון ₪. תיקון אמות המידה הפיננסיות כאמור תאפשרנה לחברה להמשיך להגדיל את היקף פעילותה, כאשר החברה שומרת על מרווח מספק מדרישות אלו.

אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מהרווח הנקי, לצד צמיחה בפעילות החברה, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה ינוע בטווח שבין כ-23%-24% וזאת תחת הנחה כי קובננט הון למאזן לא ישתנה בטווח התחזית (היחס האפקטיבי הנדרש על ידי המערכת הבנקאית והגופים המוסדיים).

### פרופיל הנזילות בולט לשלילה ביחס לדירוג; אולם, הגמישות הפיננסית סבירה ונתמכת במגוון הולם של מקורות מימון

מבנה המימון הקיים מתאפיין בהעמדת מימון ליזמים לטווח בינוני עד ארוך (לרוב, 24 עד 48 חודשים), אולם נכון ליום 31 בדצמבר 2023, מח"מ ההלוואות של החברה ללקוחותיה עמד על כ-13 חודשים. מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים בהיקף כולל של כ-725 מיליון ₪, אשר מעמידים אשראי לטווח קצר עד בינוני, ומשני גופים מוסדיים, בסך של כ-470 מיליון ₪, בטווחי זמן שונים (זמן קצר וזמן ארוך). כך מתאימה החברה, באופן מסוים, את מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון. בהקשר זה, נכון ליום 31 בדצמבר 2023, יחס יתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושווי מזומנים, ומסגרות חתומות ופניות בלבד) ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ-66% והינו נמוך ביחס לדירוג, בין היתר, בעקבות מבנה לוח הסילוקין של החברה ל-12 החודשים הקרובים.

מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף באמצעות בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים. בהיבט זה, הגמישות הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג. על פי דיווח החברה מיום 28 במרץ 2023, החברה תשעבד את הזכות להחזר מהלוואות מלקוחות בשעבוד קבוע לטובת הגופים המממנים, בשונה משנים עברו בהם לחברה לא היו קיימים נכסים ספציפיים משועבדים לגופים מממנים. יש לציין, כי לחברה קיימת מדיניות פיננסית שעיקרה הינה שמירה על יתרות נזילות מינימליות מתוך מסגרות האשראי שהועמדו לה (בתוספת יתרת המזומנים בחברה) בסך שלא יפחת מ-10% מהיקף מקורות האשראי של החברה, אשר יישמר בכל עת. בנוסף, חל שיפור בנגישותה של החברה למקורות מימון, אשר נתמכת בשיפור אמות המידה הפיננסיות כאמור, בהגדלת סך המימון ובמגוון מקורות המימון. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי החברה תשמור על מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון העצמי הנדרשים (על פי יחס מינימלי של כ-18% וכ-150 מיליון ₪, בהתאמה).

## שיקולים נוספים לדירוג

### שיקולי ESG

הממשל התאגידי של החברה נתמך בחברי הנהלה ודירקטוריון בעלי ידע נרחב וניסיון רב בתחום המימון והנדל"ן. הליכי החיתום והבקרה אחר הפרויקטים הינם קפדניים, כאשר פרויקטים בליווי בנקאי או מוסדי מאופיינים בחיתום כפול. לחברה קיימת קצינת אכיפה וציות אשר אמונה על תדירות הבקרה הפנימית ועל עמידה בנהלים. להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה יחסית וממותנת נוכח מדיניות פיננסית סולידית, המתבטאת ברמת מינוף טובה ביחס לדירוג ונזילות מספקת ביחס לתקבולים מלקוחותיה (קרן וריבית) ופירעונות החוב הפיננסי.

### צמיחה מהירה בתיק האשראי חושפת את החברה לסיכונים אשראי מוגברים, מנגד, מינוף מאזני בולט לטובה לצד מרווח

#### הולם מהקובננטים, ממתנים את הסיכון

להערכתנו, קצב הגידול המשמעותי בפעילות החברה ובתיק האשראי במהלך שנת 2022 (כ-108% ביחס לשנת 2021) לצד מבנה המימון הקיים, המאופיין בהעמדת מימון ליזמים לטווח בינוני עד ארוך (לרוב, עד 24 עד 48 חודשים), חושף את החברה לסיכונים אשראי מוגברים בשנות התחזית, כאשר מגמה זו עלולה להשפיע על איכות הנכסים, רווחיות החברה וגמישותה הפיננסית כאחד. מנגד, הגידול המשמעותי בהון, נוכח רווחים שוטפים ואי-חלוקת דיבידנדים בשנה וחצי האחרונות, תומכים ביחס המינוף וביכולת החברה לספוג הפסדים בלתי צפויים, לצד מרווח הולם מהקובננטים שקבעו המממנים, ממתנים את הסיכון ולכן דירוג החברה לא השופע לשלילה.

מטריצת הדירוג:

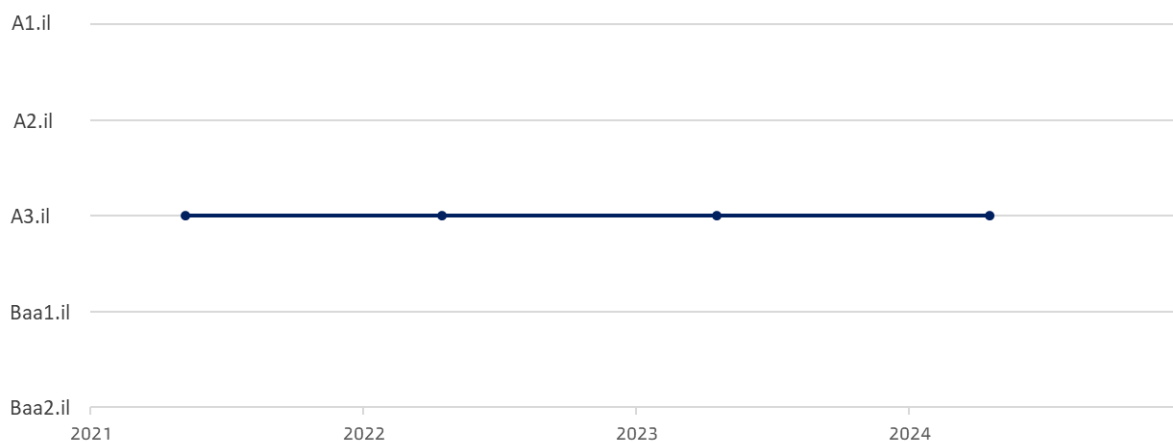
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2023		תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]			
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות	פרופיל עסקי
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי	
Ca.il	-	Ca.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון	
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים		
A.il	3.3%-3.2%	Aa.il	4.0%	רווח נקי למוצע נכסים	רווחיות	פרופיל פיננסי
A.il	~5.1%	Aa.il	6.0%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי למוצע נכסים		
Aa.il	3.6%-3.2%	Aa.il	2.6%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו		
Aa.il	0.5%-0.2%	Aaa.il	0.0%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	הלימות ההון	
Aa.il	~24%	Aa.il	25%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים		
Ba.il	~66%	Ba.il	~65%	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות	
Ba.il	-	Ba.il	-	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים		
A.il	-	A.il	-	מגוון מקורות מימון		
Baa.il	-	Baa.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>						
<b>A3.il</b>						<b>דירוג בפועל</b>

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

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 3 בדצמבר 2006, כחברה פרטית בעירבון מוגבל. מיום הקמתה, החברה עוסקת בהעמדת מימון ליזמים בענף הבניה, כאשר עיקר המימון הינו לצורך השלמת ההון העצמי הנדרש ליזמים לצורך קבלת ליווי פיננסי לפרויקטים בתחום הבניה. ביום 31 במאי 2021, החלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בת"א, לאחר שהנפיקה מניות לציבור וגייסה הון בסך של כ-122 מיליון ש"ח. בעלת השליטה בחברה הינה גמלא מילניום מגורים בע"מ, חברה פרטית בבעלות מלאה (100%) של גמלא מילניום השקעות בע"מ (להלן: "גמלא השקעות"). גמלא השקעות הינה חברה פרטית המוחזקת על ידי: (א) שרדא בע"מ (45.34%), (ב) זנקס פיתוח הון בע"מ (54.66%), כאשר שתי החברות הינן פרטיות ובשליטתו של מר אפריים שפיטלני. נכון למועד הדוח, גמלא מילניום השקעות בע"מ מחזיקה בכ-60.09% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. בעלי מניות נוספים בחברה הינם קבוצת הראל אשר מחזיקה בכ-17.27% מהון המניות של החברה, והציבור מחזיק בכ-22.64%. מנכ"ל החברה הינו מר טל תפוחי. פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו. לחברה, רישיון למתן אשראי מורחב, כך שתוקפו הינו עד ליום 31 בדצמבר 2027, וזאת בהתאם לדרישות החלות על נותן שירותי אשראי על פי הוראות חוק הפיקוח.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[שחיקה באיכות הנכסים ונגישות נמוכה לשוק ההון מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דו"ח מיוחד, יוני 2023](#)

[חולשות בממשל התאגידי וניהול הסיכונים מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דו"ח מיוחד אוגוסט 2022](#)  
[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)  
[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

17.04.2024	תאריך דוח הדירוג:
23.04.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
05.05.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
גמלא - הראל נדל"ן למגורים 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 בדבר 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, 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 שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדן 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](http://www.midroog.co.il).