

# א.ס.אר. אקורד בע"מ

מעקב | מאי 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)

### איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[itay.navarra@midroog.co.il](mailto:itay.navarra@midroog.co.il)

## א.ס.אר. אקורד בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה א.ס.אר. אקורד בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2024	יציב	A3.il	4220349	א'
30.06.2027	יציב	A3.il	4220372	ב'

### שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי אופק הדירוג מחיובי ליציב לדירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה החברה, משקף את הערכתנו להמשך שחיקה באיכות נכסי החברה וזאת על רקע העלייה ברמת הסיכון הכללית במשק ובענף בפרט, לאור חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, בפרט לאור רמות אינפלציה וריבית בנק ישראל גבוהות. אלו צפויים להקשות על החברה לצמוח ולשפר את מעמדה העסקי. דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה המשמעותי של החברה ביחס למתחרות הפועלות בענף. פרופיל הסיכון של החברה מוגבל נוכח חשיפה ללקוחות מענפי התשתיות, בניה ונדל"ן, כאשר מח"מ התיק הקצר צפוי להתארך במידה מסוימת בטווח הזמן הבינוני. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות בולטת לטובה ביחס למתחרות הפועלות בענף, אשר תומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, כאשר המינוף המאזני הינו טוב ביחס לדירוג, ותומך ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים לאורך המחזור הכלכלי. עם זאת, ניכרת שחיקה מסוימת באיכות הנכסים, נוכח עלייה בשיעור החובות הבעייתיים, כאשר לחברה קיים מרכיב בטוחות משמעותי הממתן במידה מסוימת את הסיכון בגין תיק האשראי. פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה נמוכים לדירוג, אולם נתמכים במגוון הולם של מקורות מימון יציבים.

נציין כי החברה המשיכה לצמוח בהיקף פעילותה בשנה האחרונה, כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2022, סך תיק האשראי ברוטו עמד על כ-1.4 מיליארד ש"ח. לצד זאת, החברה הרחיבה את בסיס המימון שברשותה, אשר כולל שלושה קווי אשראי חתומים מבנקים ואגרות חוב במחזור (סדרות א' ו-ב'), בהיקפים משמעותיים יחסית. אלו, לצד היקף הון עצמי שעמד על כ-339 מיליוני ש"ח נכון לאותו מועד, תומכים בגמישותה הפיננסית ובפוטנציאל הצמיחה של החברה.

בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024, אנו מעריכים כי הסיבבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות והשפעותיהן על ענף המימון חוץ בנקאי וענף הנדל"ן, וביניהן רמת האינפלציה והריבית הגבוהות, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים בענף. לאור זאת, אנו צופים שחיקה מסוימת בתיק האשראי של החברה בשנת 2023 וצמיחה מתונה בשנת 2024 וזאת על אף רכישת מניות ארנו<sup>1</sup> (להלן: "ארנו"). שהושלמה בחודש אפריל לשנת 2022, המאפשרת לחברה לצמוח בתיק האשראי. ארנו הינה חברה פרטית העוסקת בעיקר בהעמדת אשראי למיזמי נדל"ן ובכלל זה מסגרת אשראי לבניה, ערבויות והשלמות הון ליזמות והתחדשות עירונית.

בתרחיש זה, אנו צופים כי שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות צפוי מחד לעלות עקב סביבת ריבית גבוהה, אולם מנגד להתקזז חלקית בשל התחרות בענף והעמקת פעילות אשראי למיזמי נדל"ן המאופיינת בריבית נמוכה יותר. בצד המקורות, עליית הריבית צפויה להיות מגולמת בעלויות מימון גבוהות יותר. כנגזר מכך, אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להישחק באופן מסוים. בגין אלו אנו צופים שחיקה בהכנסות מימון נטו של החברה בשנת 2023 ביחס לשנת 2022 לאור הקיטון הצפוי בתיק האשראי, עלויות מימון גבוהות יותר ושחיקה במרווח הפיננסי, כאשר בשנת 2024 אנו צופים צמיחה בהכנסות מימון נטו של החברה לאור צפי לגידול

<sup>1</sup> במסגרת ההסכם החברה רכשה ממיסדי ארנו, מניות של ארנו ושל חברה נוספת אשר כל הונה המונפק מוחזק על ידי מייסדי ארנו, אשר תהווה לאחר רכישתן, על בסיס דילול מלא, 51% מההון המונפק והנפרע של ארנו ושל החברה הנוספת. כמו כן, ניתנה לחברה אופציה לרכישת מניות נוספות של קבוצת ארנו עד לסך מצטבר של 60% מההון המונפק והנפרע של כל אחת מבין ארנו והחברה הנוספת (להלן: "המניות הנוספות"), וזאת לא יאוחר מ-18 חודשים ממועד חתימת הסכם ההשקעה ובמידה והחברה לא מימשה את האופציה האמורה עד למועד זה, תהיה החברה רשאית לרכוש את המניות הנוספות במועד הנפקה (ככל שיחליט דירקטוריון קבוצת ארנו לצאת להנפקה) בהנחה של 60% משווי המניות הנוספות במסגרת ההנפקה האמורה. הסכם ההשקעה כולל תנאים נוספים להלן: [התקשרות בהסכם השקעה ורכישת מניות, מרץ 2022](#)

בתיק האשראי כמו כן, אנו צופים שיעור הוצאות להפסדי אשראי גבוה של כ-2%, לאור היקפם הגבוה של החובות הבעייתיים והשפעות מאקרו כלכליות (ריבית, אינפלציה) שצפויות להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. לאור האמור לעיל, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווחים שבין 4.4%-5.3% ו-7.2%-8.5%, בהתאמה.

יחד עם זאת, אנו מעריכים כי פוטנציאל בניית הכרית יוותר גבוה, וזאת נוכח פוטנציאל צבירת רווחים משמעותית ביחס למערכת, כאשר יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין 25%-27%. כרית ההון צפויה לתמוך ומאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה על פני המחזוריות הכלכלית להערכתנו.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2023-2024, אנו צופים כי הסביבה העסקית התחרותית, חוק חדלות הפירעון והעלאת הריבית במשק לצד האטה אפשרית בפעילות העסקית ותנודתיות בקצב מכירות הדירות והתחלות הבנייה עלולות להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של היזמים למגורים הפועלים ויובילו להמשך לחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור הוצאות להפסדי אשראי ביחס לתיק האשראי יעלה בטווח התחזית וינוע סביב 2%. לאור מגמות אלו, אנו צופים עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 1.0%-1.5%. כמון כן, אנו מניחים כי שיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי, צפוי לנוע בטווח שבין 12.5%-13.5%, ולגלם עליה ביחס לשנת 2022 כאשר שיעורים אלו מכבידים על רמת הדירוג.

נציין כי הדירוג מושפע משיקולים נוספים ונתמך בגין ערכתנו לתמיכה מסויימת של בעל השליטה כפי שמשקף בהיסטורית תמיכה מוכחת בחברה לאורך השנים. זאת לצד, אסטרטגיית החברה לקבלת בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי של החברה. אסטרטגיה זו מסייעת לחברה בשיקום חובות בעייתיים באמצעות מימוש נכסים במידת הצורך וממתנת את הסיכון בתיק האשראי של החברה. מנגד אנו סבורים כי לחברה תלות גבוהה יחסית בבעל השליטה אשר מהווה גורם מפתח בחברה ובניהול עסקיה. שיקול זה היווה שיקול נוסף לשלילה לדירוג.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. מידרוג תמשיך לבחון את הסיכון הענפי ומאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות
- שיפור משמעותי באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזרת שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית בפרופיל הפיננסי ובגמישות למקורות מימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

## א.א.ר. אקורד בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפיהם:

2018	2019	2020	2021	2022	
3,506	4,652	22,973	31,045	62,648	מזומנים ושווי מזומנים
478,280	685,656	755,061	1,140,026	1,391,742	אשראי ללקוחות, נטו
8,595	12,642	20,644	26,108	44,395	יתרת הפרשה לירידת ערך
369,881	546,123	526,555	892,072	1,144,618	חוב פיננסי [1]
499,023	717,645	819,120	1,219,407	1,536,990	סך נכסים במאזן
115,632	128,058	244,353	279,337	338,831	הון עצמי

55,003	88,222	88,741	110,057	136,950	הכנסות מימון, נטו
3,575	6,697	7,210	3,695	17,783	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים
25,821	55,831	55,978	70,562	81,542	רווח נקי
48,706	80,060	80,493	95,617	118,598	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים

12.4%	13.7%	10.8%	10.4%	9.6%	מרווח פיננסי [2]
23.2%	17.8%	29.8%	22.9%	22.0%	הון עצמי / סך נכסים
8.6%	9.2%	7.3%	6.9%	5.9%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
12.3%	13.2%	10.5%	9.4%	8.6%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
1.8%	1.8%	2.7%	2.2%	3.0%	יתרת הפרשה לירידת ערך / אשראי ללקוחות ברוטו*
0.9%	1.1%	1.0%	0.4%	1.4%	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

[1] חובות לבנקים, חובות לספקי מימון, אגרות חוב והלוואות בעלים; החל משנת 2019 - כולל התחייבויות בגין חכירה  
 [2] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון ועלות ההכנסות לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה). יש לציין, כי חלק מסוים מהוצאות המימון של החברה כולל הוצאות בגין גביית חובות מלקוחות וכן הוצאות ריבית והצמדה להפרשה להוצאות מס.  
 \* תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל ריכוזיות ענפית, פרופיל הלקוחות וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית תומך בהורדת האופק מחיובי לציב

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים, הלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME ושירותי מימון למיזמי נדל"ן. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, לצד חשיפה לשינויים רגולטוריים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והציבות בענף. יש לציין, כי אנו רואים עלייה בסיכון הענפי, וזאת לאור האירועים האחרונים בענף המימון החוץ בנקאי המצביעים על חולשות של ממשל תאגידי בחברות בענף, המהווים שיקול אשראי מרכזי, כאשר חולשות אלו עלולות להוביל להרעה בכושר האשראי של חברות המימון בעיקר בשל שחיקה משמעותית באיכות תיק האשראי, רווחיות, יכולת השבת הכנסות, נזילות ונגישות למקורות מימון ועוד. בנוסף, ניתן לראות את העלייה בסיכון הענפי מצד הגופים המממנים כפי שמשקף בהקשחת תנאי מסגרות האשראי בחודשים האחרונים בחלק מהחברות בענף על ידי התאגידים הבנקאיים ומגישות נמוכה יותר לשוק האג"ח, נוכח עלייה בתשואות אגרות החוב. רמת התחרות מושפעת הן מהמערכת הבנקאית (רוב המימון בתחום הינו מהמערכת הבנקאית, בדגש להלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME), והן ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בנוסף לכך, התחום מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה ונדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. כמו כן, התחום מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה אשר ממותן כאשר מועמדות בטוחות. בנוסף, התחום מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה בתחום ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי, כוללים כרית הון עצמי ונגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים וכן אישורים

רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית.

רמת התחרות בתחום מימון למיזמי נדל"ן מאופיין במיעוט קרקעות זמינות למגורים, ביקוש קשיח לדיור וריבוי טבעי גבוה, התומכים בצד הביקוש וממתנים את סיכוני המכירה. מנגד, תקופת הפיתוח וההקמה הארוכות, סיכוני הקמה, שינויים רגולטוריים תכופים ומעורבות ממשלתית בשיווק קרקעות מגבירים את אי הוודאות הגלומה בתחום. אנו סבורים, כי חלה עלייה ברמת הסיכון בתחום המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן למגורים, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית ולתנודות בקצב המכירות, אשר מושפעת מגורמים אקסוגניים ובפרט מעליית ריבית בנק ישראל וסביבה אינפלציונית גבוהה. התחום 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, גופים המעניקים ליווי פיננסי כולל (במסגרת העמדת חוב בכיר) וכן מימון על ידי גיוסי חוב משוק ההון. חסמי הכניסה העיקריים לתחום זה כוללים, בין היתר, נגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים המאפשרים את פעילות העמדת הלוואות לפרויקטים בתחום הנדל"ן וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון וידע בביצוע השקעות נדל"ן רחבות היקף בישראל ובניהול תיק אשראי נדל"ני המכיל פרויקטים שונים, רכיבי חוב שונים ומח"מ שונה, הסדרים מול מעמידי חוב בכיר, היכרות עם יזמי נדל"ן מנוסים כאשר אלה תומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית.

שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף המימון חוץ בנקאי בכללותו. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ז-2016, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקח על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון. נציין, כי רשות שוק ההון אינה עוסקת בפיקוח יציבותן של החברות הפועלות בענף למעט חברות בהן יש פיקדונות ציבור. הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה יובילו לייצוב ולחזוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. בחודש יולי 2022, פרסם סגל רשות ניירות ערך, הודעה לחברות הפועלות בענף באשר לדרישות הגילוי אשר החברות בענף זה מחויבות לפרסם בדיווחיהן וזאת במטרה לשקף את כל המידע הרלוונטי לציבור המשקיעים. בנוסף, הקשחת התנאים לקבלת רישיון ע"י רשות שוק ההון עשויה להערכתנו להקטין את מספר הגופים הפועלים בענף (בפרט הקטנים), באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). כחלק מהגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף, בחודש מאי 2022 הפיצה רשות שוק ההון חוזר שעניינו "ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים" ואשר מטרתו להנחות את נותן השירותים הפיננסיים באימוץ הליכי ניהול סיכונים אשר יסייעו לו להתמודד באפקטיביות עם הסיכונים השונים להם הוא חשוף, על ידי גיבוש מדיניות ותהליכי עבודה לניהול סיכונים, מינוי מנהל סיכונים, הקצאת משאבים לניהול סיכונים וקביעת שגרות דיווח לניהול הסיכונים. תחולת ההוראות של חוזר זה עבור גופים בעלי רישיון למתן אשראי הינו בחודש דצמבר 2023. חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף בשנת 2019, משפר להערכתנו את האסימטריה במידע ותומך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש מקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים, מגביר את שכיחות הכשלים ופוגע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו משפיע לשלילה על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי.

### **פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודלה של החברה, אולם מושפע לשלילה מריכוזיות בתמהיל הלקוחות**

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של 31% בתיק האשראי ברוטו<sup>2</sup> בשנים 2018-2022), כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2022, עמד תיק האשראי ברוטו על כ-1.4 מיליארד ש"ח. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם נוכח גודלה המשמעותי ביחס למתחרותיה הפועלות בענף. הצעת הערך של החברה כוללת שירותים פיננסיים ללקוחות, ובהם ניכיון שיקים מסחריים והעמדת מסגרות אשראי כנגד קבלת בטוחות שונות<sup>3</sup>, כאשר אנו סבורים כי מודל פעילות זה מבודל יחסית

<sup>2</sup> תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים.

<sup>3</sup> בטוחות מוחשיות הכוללות לפי הגדרת החברה שעבוד מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, תקבולי פרויקטים, מניות בחברות ציבוריות אך איננו מייחס שווי לבטוחות שאינן מוחשיות ובכלל זה ערבויות אישיות, שטרי הון, המחאת זכות, שיעבוד שוטף על נכסים וזכויות ועוד.

ביחס למתחרותיה בענף לאור התמחות החברה בקבלת בטוחות. בתוך כך, שיעור שווי הבטוחות לתיק אשראי ברוטו, על פי הערכת החברה לבטוחות, עמד על כ-67% נכון ל-31 בדצמבר 2022, אשר הינו גבוה יחסית לקבוצת ההשוואה, ותומך להערכתנו ביכולת השבת הכנסות של הלקוחות המובטחים לאורך זמן. כמו כן, התמחות זו נתמכת בכ"א ייעודי הכולל מחלקה משפטית המתמחה בתהליכי רישום השעבוד ומימוש, החיתום והגבייה, תוך שימוש במערכת מידע ייעודית המתמחה בניהול תיקי הגביה. נציין כי, לדברי החברה, יכולת השבת הכנסותיה מתבססת גם על היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי, לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים אשר מספקת החברה ללקוחותיה.

מרבית פעילות החברה מבוצעת באופן ישיר מול לקוחותיה (בשונה מפעילות מול נותני שירות אשראי), גורם התומך בפיזור לקוחות, אולם שיעור החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה אשר עמד על כ-30% מתיק האשראי נכון ליום 31 בדצמבר 2022 (כ-29% בממוצע בין השנים 2019-2021), אשר הינו ריכוזי יחסית. כמו כן, לחברה ריכוזיות ענפית המשתקפת בחשיפה גבוהה יחסית ללקוחות בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, ששיעורם עמד על כ-55% מתיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2022, ובשיעור דומה לממוצע השנים האחרונות, כאשר להערכתנו, מרבית לקוחות אלו הינם חברות קבלניות הפועלות בתחומי התשתיות והנדל"ן השונים. ריכוזיות זו חושפת את החברה להאטה אפשרית בענפי הנדל"ן והתשתיות אולם זו ממותנת במידה מסוימת על ידי שיעור בטוחות משמעותי ביחס לענף, כאמור.

בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות והשפעותיהן על ענף המימון חוץ בנקאי וענף הנדל"ן, וביניהן רמת האינפלציה והריבית הגבוהות, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים בענף לעיל. לאור זאת, אנו צופים שחיקה מסוימת בתיק האשראי של החברה בשנת 2023 וצמיחה מתונה בשנת 2024 וזאת על אף צפי להעמקת פעילות אשראי למיזמי נדל"ן ובכלל זה מסגרת אשראי לבניה, ערבויות והשלמות הון ליזמות והתחדשות עירונית, בעיקר באמצעות קבוצת ארנו.

### **פרופיל הסיכון מוגבל נוכח חשיפה ללקוחות מענפי התשתיות, בניה ונדל"ן, כאשר מח"מ התיק צפוי להתארך**

החברה הינה חברה ציבורית המתנהלת על פי הסטנדרטים הנהוגים בחברות ציבוריות, לרבות בנושאי ממשל תאגידי. הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל תשעה דירקטורים, בהם גם שני דירקטורים חיצוניים ושני דירקטורים בלתי תלויים. בנוסף, לחברה ועדת אשראי, המונה חמישה דירקטורים, ביניהם שני דירקטורים חיצוניים. יחד עם זאת, נציין כי מנכ"ל החברה הינו הממונה על ניהול הסיכונים בחברה, כאשר אנו סבורים כי לכך עלולה להיות השפעה שלילית על אפקטיביות ניהול הסיכונים בחברה.

תיק האשראי של החברה הינו ריכוזי יחסית, כפי שמשקף בפיזור מושכים נמוך לדירוג, כך שחלקם של 10 המושכים הגדולים עמד על כ-29.1% מיתרת תיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2022 לעומת כ-22.8% בממוצע בין השנים 2019-2021. כמו כן, חלקם של 10 המושכים מההון העצמי של החברה עמד על כ-123% לאותו מועד לעומת כ-103% ליום 31 בדצמבר 2021. כמו כן, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם יחסית (בדומה לענף), כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן כאמור, המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים.

מח"מ תיק האשראי הינו קצר, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2022, כ-67% מתיק האשראי לפעילות זמן קצר נפרע תוך 90 ימים, ומאפשר להערכתנו גמישות ניהולית וחיתומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי עלות המימון. יחד עם זאת, נוכח שינוי תמהיל הפעילות הצפוי כאמור, מח"מ התיק עלול להתארך במידה מסוימת בטווח הזמן הבינוני ולהעיב על הגמישות העסקית של החברה.

### **רווחיות החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג אך צפויה להישחק בטווח התחזית**

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות ומיעילות תפעולית הנגזרת מהמודל העסקי של החברה, כאשר מרווח האשראי של החברה הושפע מחד מריבית גבוהה יחסית על האשראי ללקוחות החברה ומאידך, מעלות מקורות מימון יציבה יחסית ושינוי בתמהיל הפעילות. כך נכון ליום 31 בדצמבר 2022, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ-14%,

<sup>4</sup> שיעור זה משקף, בין היתר, שיעור גבוה של בטוחות מסוג מניות של חברות ציבוריות המאופיינות בתנודתיות גבוהה להערכתנו.

ומגלם מגמת שחיקה לאורך השנים האחרונות (כ-16% בממוצע בשנים 2019-2021), זאת נוכח התחרות הגוברת בענף המימון החוץ בנקאי ושינוי בתמהיל הלקוחות. בד בבד, עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ-4.4% נכון לאותו מועד לעומת כ-3.3% בתקופה המקבילה אשתקד, זאת לאור עליית ריבית בנק ישראל בתקופה זו. לאור זאת, המרווח הפיננסי נשחק בשנים האחרונות, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2022, המרווח הפיננסי עמד על כ-9.6% (2021: 10.4%), אשר הינו הולם ביחס לקבוצת ההשוואה, ומגלם את סביבת הפעילות שבה מתמקדת החברה. בנוסף, לחברה יעילות התפעולית בולטת לטובה ביחס למערכת, כפי שמשקף ביחס היעילות התפעולית (יחס הוצאות תפעוליות להכנסות) אשר עמד על כ-16% בשנת 2022, וללא שינוי מהותי ביחס לשנים האחרונות.

לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות-התשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה<sup>5</sup> עמדו בשנת 2022 על כ-5.9% וכ-8.5%, בהתאמה, והינם בולטים לטובה ביחס לדירוג ולענף ותומכים בפוטנציאל בניית כרית ההון. להערכתנו, שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות צפוי מחד לעלות עקב סביבת ריבית גבוהה, אולם מנגד להתקזז חלקית בשל התחרות בענף והעמקת פעילות אשראי למיזמי נדל"ן המאופיינת בריבית נמוכה יותר. בצד המקורות, עליית הריבית צפויה להיות מגולמת בעלויות מימון גבוהות יותר. כנגד מכך, אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להישחק באופן מסוים.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים שחיקה בהכנסות מימון נטו של החברה בשנת 2023 ביחס לשנת 2022 לאור הקיטון הצפוי בתיק האשראי, עלויות מימון גבוהות יותר ושחיקה במרווח הפיננסי, כאשר בשנת 2024 אנו צופים צמיחה בהכנסות מימון נטו של החברה לאור צפי לגידול בתיק האשראי כמו כן, אנו צופים שיעור הוצאות להפסדי אשראי גבוה של כ-2%, לאור היקפם הגבוה של החובות הבעייתיים והשפעות מאקרו כלכליות (ריבית, אינפלציה) שצפויות להשליך על סיכון אשראי הלקוחות. לאור האמור לעיל, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה יועו בטווחים שבין 4.4%-5.3% ו-7.2%-8.5%, בהתאמה.

## איכות הנכסים מושפעת לשלילה משיעור גבוה של חובות בעייתיים, אולם ממותנת במידה מסוימת נוכח מרכיב בטוחות מהותי יחסית

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון גבוהה לדירוג, ומושפעת לשלילה משיעור חובות בעייתיים לסך התיק ברוטו<sup>6</sup> ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) אשר עמדו על כ-11.0% וכ-41.2%, ליום 31 בדצמבר 2022, אלו משקפים שחיקה ביחס ליום 31 בדצמבר 2021 אשר עמדו על כ-7.1% וכ-27.3% בהתאמה. מדדי סיכון אלו מעיבים על דירוגה של החברה ובולטים לשלילה ביחס לקבוצת ההשוואה. נציין כי, יחסים אלו אינם מביאים בחשבון את ערכן של הבטוחות מדרגה ראשונה המשועבדות לטובת החברה, ואשר אנו מעריכים כי יש בהן למתן את סיכון האשראי של התיק ואת יכולת השבת ההכנסות. כמו כן, שיעור החובות האבודים לתיק האשראי ברוטו בשנת 2022 הינו אפסי. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק אשראי שעמד על 1.4% בשנת 2022, אשר הינו גבוה ביחס לשנים האחרונות (כ-0.8% בממוצע בשנים 2019-2021) וזאת לאור הרעה בסביבה העסקית. מנגד, נתמך מקבלת בטוחות<sup>7</sup> מוחשיים כאמור. כמו כן, יחס הכיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים עמד על כ-28% ליום 31 בדצמבר 2022, ומשקף כרית הפרשה סבירה ביחס לסיכון בתיק האשראי של החברה.

על פי נתוני החברה, נכון ליום 31 בדצמבר 2022, לטובת החברה עומדים שעבודים מדרגה ראשונה על נכסים וזכויות בשווי של כ-957 מיליוני ש"ח, על פי הערכות של החברה, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים. אלו כוללים נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, מניות חברות ציבוריות ועוד, כאשר שעבודים אלו היוו כ-67% משווי תיק האשראי ברוטו, לאותו מועד. לצד זאת, מחזיקה החברה בערבויות אישיות, שעבודים מדרגה שניה, שש"ק ועוד, כנגד חובות שונים אשר תומכים אף הן ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים. מנגד, אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע כאמור מריכוזיות ענפית גבוהה לענפי התשתיות, הנדל"ן והבנייה (כ-55% מיתרת הלקוחות נכון ליום 31 בדצמבר 2022), אשר עלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח

<sup>5</sup> רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

<sup>6</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת הפרשה הכללית בגין תיק האשראי בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגינו הפרשה ספציפית וכן חובות בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם וכן התאמות נוספות. חיישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים

<sup>7</sup> מדיניות הפרשה של החברה מביאה בחשבון את ערכן של הבטוחות המוחשיות אשר מנוכות מהפרשה על החוב

מאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו. כמו כן, ענפים אלו חשופים להשפעות מאקרו כלכליות ולהתפתחויות בשרשראות האספקה, אשר עלולים להוביל להאטה בענפים אלו.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2023-2024, אנו צופים כי הסביבה העסקית התחרותית, חוק חדלות הפירעון והעלאת הריבית במשק לצד האטה אפשרית בפעילות העסקית ותנודתיות בקצב מכירות הדירות והתחלות הבנייה עלולות להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של היזמים למגורים הפועלים ויובילו להמשך לחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור הוצאות להפסדי אשראי ביחס לתיק האשראי יעלה בטווח התחזית ויגיע סביב 2% לשנה. לאור מגמות אלו, אנו צופים עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 1.0%-1.5%. כמון כן, אנו מניחים כי שיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי, צפוי לנוע בטווח שבין 12.5%-13.5%, ולגלם עליה ביחס לשנת 2022 כאשר שיעורים אלו מכבידים על רמת הדירוג.

### מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, התומך ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים

נכון ליום 31 בדצמבר 2022, החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס ההון העצמי למאזן של כ-22% לעומת כ-23% ליום 31 בדצמבר 2021. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2023-2024, אנו צופים כי הכרית ההונית של החברה תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 30% מהרווח הנקי של החברה, בהתאם למדיניות שנקבעה על ידי הדירקטוריון. נציין כי החברה אישרה תוכנית רכישה עצמית של מניות החברה במרץ 2023 אשר צפויה להסתיים בסוף השנה בהיקף כולל של עד 10 מיליון ש"ח ואשר צפוי להתקזז בחלוקת דיבידנד. על כן, יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין 25%-27%. כמו כן, להערכתנו, כרית ההון צפויה לתמוך ומאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה על פני המחזוריות הכלכלית.

### פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית נמוכים לדירוג אולם נתמכים במגוון הולם של מקורות מימון

נכון ליום 31 בדצמבר 2022, לחברה מגוון מקורות מימון הולם לדירוג הכולל מימון משלושה בנקים ואגרות חוב (סדרות א' ו-ב'). נכון לאותו מועד, מערך המימון מהתאגידים הבנקאיים כולל מסגרות אשראי בהיקף מהותי של כ-900 מיליון ש"ח (כ-700 מיליון ש"ח מתוכן חתומות) ומסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף של כ-95 מיליון. כמו כן, הנפקת אגרות החוב (סדרה ב') והרחבות סדרה א', במהלך שנת 2022, אפשרו לחברה לגוון את מקורות המימון שלה. כתוצאה מהאמור, יחס היתרות הנזילות<sup>8</sup> ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ-80% והינו נמוך ביחס לדירוג, אך אנו סבורים כי הנגישות הטובה למקורות מימון לצד מח"מ התיק הקצר של תיק האשראי (נכון ליום 31 בדצמבר 2022 כ-67% מסך תיק האשראי נפרע תוך 90 ימים), תומכים בגמישות הפיננסית ובנזילותה של החברה בעת הצורך, כמו גם ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, אולם תוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. כמו כן, אנו סבורים כי לחברה מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (עם מינימום של כ-20% וכ-240 מיליון ש"ח, בהתאמה) אשר צפוי אף הוא לתמוך בגמישותה הפיננסית. יחד עם זאת, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 בדצמבר 2022, יחס זה עמד על כ-63% והינו נמוך ביחס לדירוג. בטווח התחזית אנו צופים כי החברה תשמר מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון.

### שיקולים נוספים

#### תמיכת בעלים מהווה גורם התומך במידה מסוימת בפרופיל העסקי ובגמישות הפיננסית של החברה

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

<sup>8</sup> יתרות הנזילות כוללות מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופנויות.



## **אסטרטגיית החברה הנשענת על שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי מהווה גורם תומך ביכולת השבת הכנסות של החברה**

אנו מביאים בחשבון בדירוג את אסטרטגיית החברה לקבלת בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי יחסית מסך תיק האשראי של החברה. אסטרטגיה זו מסייעת לחברה בשיקום חובות בעייתיים באמצעות מימוש נכסים במידת הצורך וממתנת את הסיכון בתיק האשראי של החברה.

### **תלות מהותית בבעל שליטה בחברה**

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

### **שיקולי ESG**

שיקולי ESG נושאים השפעה ממותנת על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. כמו כן, מידרוג מניחה חשיפה ממותנת לסיכונים ממשל תאגידי נוכח התלות בבעל השליטה כאמור.

מטריצת הדירוג:

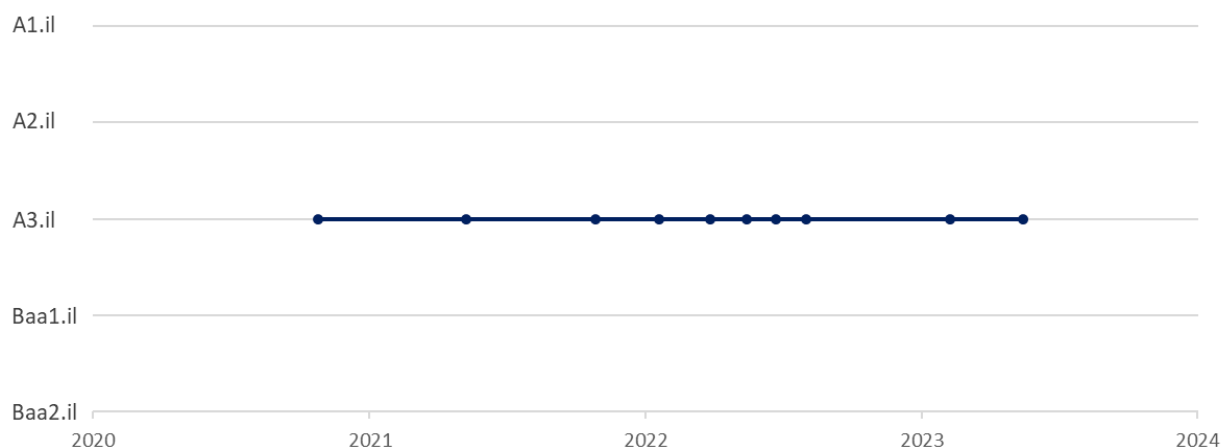
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2022		תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]			
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות	פרופיל עסקי
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי	
B.il	-	B.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון	
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים		
Aa.il	5.3%-4.4%	Aaa.il	5.9%	רווח נקי למוצע נכסים	רווחיות	פרופיל פיננסי
Aaa.il	8.5%-7.2%	Aaa.il	8.6%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי למוצע נכסים		
Caa.il	-12.5% 13.5%	B.il	11.0%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	איכות נכסים	
Baa.il	1.5%-1.0%	Aaa.il	0.0%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו		
Aa.il	27%-25%	Aa.il	22.0%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון	
Baa.il	120%-80%	Ba.il	79.5%	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות	
Ba.il	63%	Ba.il	63%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים		
A.il	-	A.il	-	מגוון מקורות מימון		
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	
<b>Baa1.il</b>						<b>דירוג נגזר</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

א.ס.א. אקורד בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת מאז נובמבר 2014 בענף האשראי החוץ בנקאי לעסקים, בעסקאות אשראי במח"מ קצר ובינוני, באמצעות מסחר בממסרים דחויים, מסחר בממסרים דחויים של צדדי ג' ו/או ממסרים עצמאיים ומתן שירותי מימון ליזמי נדל"ן בישראל באמצעות חברת ארנו. בעלי המניות בחברה הם מר עדי צים, בעל השליטה המחזיק בכ-58.75% ממניות החברה, ריץ' טופקו, הנשלטת על ידי קרן ה-PE אייפקס ישראל בע"מ (להלן: "אייפקס"), המחזיקה בכ-14.57%, והיתרה על ידי הציבור. פעילות החברה הינה מתן מימון משלים ומתחרה למערכת הבנקאית וכן מהווה פתרון למי שאינם יכולים או אינם מעוניינים לקבל מימון במערכת הבנקאית. פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו, (להלן: "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים"), תחת המשך עיסוק כ"עוסק ותיק" במתן אשראי ובמתן שירותים בנכסים פיננסיים. בהתאם לבקשות הרישיון שהוגשו לרשות שוק ההון, וככלל, החברה רשאית להמשיך לעסוק במתן אשראי ובמתן שירותים בנכסים פיננסיים, כל עוד לא ניתנה החלטת רשות שוק ההון בבקשתיה לקבלת רישיון מורחב. יודגש, כי עד למועד החלטת רשות שוק ההון בבקשות החברה, חלות על החברה הוראות חוק נותני שירותי פיננסיים, כאילו הינה בעלת רישיון.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

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

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי, דצמבר 2019](#)

[חולשות בממשל התאגידי וניהול הסיכונים מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד אוגוסט](#)

[2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

18.05.2023	תאריך דוח הדירוג:
09.02.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.10.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
א.ס.א.ר. אקורד בע"מ	שם יוזם הדירוג:
א.ס.א.ר. אקורד בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי 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 סיכויי 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 וכאולה 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 ביעוץ 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 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 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>