

א.ס.אר. אקורד בע"מ

דירוג ראשוני | אוקטובר 2020

אנשי קשר:

סופי טוביאקוב
אנליסטית בכירה - מעריכת דירוג ראשית
sophiet@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
i.sigal@midroog.co.il

א.ס.אר. אקורד בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א) אשר יונפקו על ידי חברת א.ס.אר. אקורד בע"מ (להלן: "החברה"), בסך של עד 250 מיליון ש"ח ע.נ.

אודות החברה

א.ס.אר. אקורד בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת מאז נובמבר 2014 בענף האשראי החוץ בנקאי לעסקים קטנים ובינוניים, בעסקאות אשראי במח"מ קצר ובינוני, בעיקר באמצעות מסחר במסחרים דחויים, מסחר במסחרים דחויים של צדדי ג' ו/או ממסרים עצמאיים. בעלי המניות בחברה הם מר עדי צים, בעל השליטה המחזיק בכ- 67% ממניות החברה, ריץ' טופקו, הנשלטת על ידי קרן ה- PE אייפקס ישראל בע"מ (להלן: "אייפקס"), המחזיקה בכ- 10%, 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"ז-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 בבקשתה 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. החל ממחצית השנייה של שנת 2016, מתנהלת נגד החברה חקירה העוסקת בחבות הדיווח של החברה מתוקף צו איסור הלבנת הון בהתייחס ללקוחות ספציפיים שקיבלו שירות מהחברה. למיטב ידיעת החברה נכון למועד דוח זה, טרם הסתיימה החקירה של משטרת ישראל, הרשות לאיסור הלבנת הון ורשויות המס, המתנהלת כנגד החברה, בעל השליטה, וחברות בשליטתו.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, פרופיל עסקי הולם, זאת נוכח גודלה היחסי של החברה וריכוזיות לקוחות ממותנת יחסית. פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב ממח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים רחב יחסית, אולם הינו מוגבל נוכח חשיפה ריכוזית ללקוחות מענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן. איכות הנכסים נמוכה לרמת הדירוג, ומושפעת משיעור חובות בעיתיים גבוה לתיק אשראי. קיים לחץ על מדדי הסיכון של התיק בשל הסיבה העסקית המאתגרת והמשבר הכלכלי בשל השלכות התפשטות נגיף הקורונה. יחד עם זאת לחברה כרית ספיגת הפסדים (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) גבוהה לאורך השנים ובפרט על רקע המשבר הכלכלי. כמו כן לחברה שיעור מהותי של בטוחות מתיק האשראי, הממתן את רמת הסיכון בתיק. רווחיות החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג, והושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, ממרווח פיננסי גבוה וכן מיחס הוצאות להכנסות נמוך, אשר תמכו בבנייה מתמשכת של ההון העצמי, לצד הנפקת הון בחודש ינואר 2020 והקצאת הון לבעל השליטה בחודש יולי 2020, אשר מהווה כרית ספיגת הפסדים בלתי צפויים. קיים לחץ על מדדי הרווחיות של החברה, נוכח עלייה בהוצאות להפסדי אשראי בשל עליית הסיכון, ויציבות מסוימת בהכנסות ריבית נטו למרות התכווצות הפעילות העסקית במשק. יחס המינוף המאזני של החברה טוב ביחס לדירוג ובפער ניכר מהקובננטים. אופיו הקצר של תיק הלקוחות תומך להערכתנו בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר כרית הנזילות בעת הצורך, אולם תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו סבורים כי השלכות המשבר הכלכלי על פעילות הליבה של החברה ועליית סיכון תיק האשראי של לקוחות ומושכים בחברה ובענף בכלל, יתבטאו ביציבות מסוימת בתיק האשראי של החברה בשנת 2020 ביחס לשנת 2019, כאשר מחד, חשיפת החברה לענפים המוגדרים חיוניים בתקופת המשבר תורמת ליציבות התיק ומאידך, מדיניות טיוב התיק על ידי החברה והשלכות הסגר השני על הפעילות הכלכלית תמתן את צמיחת התיק. אנו מעריכים, כי במהלך שנת 2021 פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי נוכח המיקוד העסקי של החברה בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, אולם ממותן ביחס לשנים קודמות על רקע

הצמצום בפעילות הכלכלית. בתרחיש זה, אנו צופים גידול בשיעור יתרת הפרשה ביחס לתיק האשראי, מעלייה בשיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 1.9%-1.8% בשנת 2020 (2019: כ- 1.1%). אנו מניחים התמתנות מסויימת בשנת 2021, עם שיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 1.2%-1.1%. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי בטווח של 16.0%-13.0% (כ- 15.6% בממוצע השנים 2017-2019) ושיעור חובות בעייתיים לכרית הספיגה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) בטווח של 45.0%-40.0% (כ- 46.4% בממוצע השנים 2017-2019). לאור האמור לעיל, אנו צופים שיפור מסויים בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2019, וכן שמירה על המרווח הפיננסי של החברה. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה (PPP לממוצע נכסים) יישמרו וינועו בטווח שבין 7.5%-6.0% ו-11.0%-10.0%, בהתאמה. אנו צופים, כי הכרית ההונית תמשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 40% מסך הרווח של החברה, כאשר הנחות ליציבות בגודל התיק בשנת 2020, וצמיחה מתונה בפעילות הליבה בהמשך צפויות להשפיע לחיוב על יחס המינוף המאזני בשנות התחזית, שיעמוד על 35.0%-30.0%. כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה ביחס לעלייה ברמות הסיכון על רקע המשבר. עם זאת, אנו סבורים כי ככל ויתמשך המשבר, עלולה להיות פגיעה באיכות הנכסים, כפי שמשקף במדדי הסיכון בתיק האשראי וכנגזרת פגיעה בהון. סיכון איש מפתח היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג, אשר קוזז על ידי הערכתנו לתמיכה שוטפת מצד בעל השליטה, שהוכחה בעבר בהעמדת הלוואת הבעלים והעמדת ערבויות לקבלת אשראי מגופים מממנים. כמו כן, שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי מהווה גורם תומך באיכות הנכסים של החברה, והיווה שיקול נוסף לחיוב בדירוג, אשר ממתן את הסיכון בתיק האשראי.

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 מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי. נציין כי בשלב זה קיימת אי ודאות בנוגע למשך המשבר הכלכלי ועוצמתו, ובכך על השלכות הצפויות על הסביבה הכלכלית, ענף המימון החוץ בנקאי והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

¹ 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 מסויים מהוצאות המימון של החברה כולל הוצאות בגין גביית חובות מלקוחות

א.א.ר. אקורד בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ש"ח:

2016	2017	2018	2019	30.09.2019	30.09.2020	
5,029	598	3,506	4,652	3,127	29,557	מזומנים ושווי מזומנים
226,197	286,867	478,280	685,656	652,242	691,581	אשראי ללקוחות, נטו
14,720	18,948	8,595	12,642	11,392	20,642	יתרת הפרשה לירידת ערך
146,040	185,136	369,881	545,181	516,713	476,513	חוב פיננסי [1]
236,410	295,613	499,023	717,645	676,421	760,122	סך נכסים במאזן
87,837	105,631	115,632	128,058	120,293	238,572	הון עצמי

47,851	39,558	55,003	88,222	64,949	68,965	הכנסות מימון, נטו
8,816	6,243	3,575	6,697	2,797	8,000	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים
32,688	24,800	25,821	55,831	42,388	42,342	רווח נקי
41,504	32,460	48,706	80,060	58,325	62,725	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים

18.2%	12.1%	12.4%	13.7%	14.0%	11.7%	מרווח פיננסי [2]
37%	36%	23%	18%	18%	31%	הון עצמי / סך נכסים
13.4%	9.3%	8.6%	9.2%	9.6%	7.6%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
17.0%	12.2%	12.3%	13.2%	13.2%	11.3%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
6.1%	6.2%	1.8%	1.8%	1.7%	2.9%	יתרת הפרשה לירידת ערך / אשראי ללקוחות ברוטו*
3.6%	2.3%	0.9%	1.1%	0.6%	1.5%	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך ללקוחות וחייבים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

[1] חובות לבנקים, חובות לספקי מימון והלוואות בעלים
 [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 מסויים מהוצאות המימון של החברה כולל הוצאות בגין גביית חובות מלקוחות.
 * תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל ריכוזיות ענפית ופרופיל הלקוחות וחישיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, בתחום ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME. מגזר ה-SME ממומן בעיקרו (כ-95%) ע"י המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר מצומצם של שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. הענף מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה ונדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. כמו כן, הענף מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה אשר ממותן כאשר מועמדות בטוחות. התפרצות נגיף קורונה והמשבר הכלכלי החריף שנלווה לכך משליכים לעליית הסיכון העסקי בענף המימון החוץ בנקאי, נוכח פגיעה באיתנות הפיננסית ובנזילות של הלקוחות ושל המושכים. פגיעה זו נובעת הן מצד הביקוש למוצרים ושירותים והן בצד ההיצע, בשל עיכובים ומחסור בשרשרת האספקה של לקוחות ומושכים. מנגד, הענף מאופיין בפזיזות רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות. חסמי הכניסה לענף 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. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, 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. 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. בנוסף, הקשחת התנאים לקבלת רישיון ע"י רשות שוק ההון עשויה להערכתנו להקטין את מספר הגופים הפועלים בענף (בפרט הקטנים), דבר שעשוי לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). כמו כן, ברקע המשבר הכלכלי, הירידה בנגישות לאשראי הבנקאי ופגיעה בפרופיל הנזילות של גופים הפועלים בענף, צפויות להערכתנו להוביל לפגיעה ביכולת של הגופים לעמוד בדרישה להיקף הון עצמי מזערי של

נש"א, ועל כן להגביר עוד יותר את הצמצום במספר הגופים הפועלים בענף. מאגר נתוני האשראי שנכנס לתוקף באפריל 2019, צפוי לצמצם אסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018 החדש, מקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים, מגביר את שכיחות הכשלים ופוגע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה.

פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודלה של החברה ובפיזור לקוחות; צפי לשיפור במבנה המקורות פרופורמה לגיוס

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של 30% בתיק האשראי ברוטו² בשנים 2015-2019), כך שנכון ל-31 בדצמבר 2019, ערב משבר הקורונה, עמד תיק האשראי ברוטו על כ-698 מ' ש"ח. נכון ל-30 בספטמבר 2020, תיק האשראי ברוטו עמד על כ-712 מ' ש"ח, ושיקף יציבות מסויימת ביחס לשנת 2019, זאת למרות המשבר הכלכלי בעקבות התפשטות נגיף הקורונה, ולמרות המגמה בענף, וטיוב תיק הלקוחות של החברה בשל עליית סיכון האשראי של הלקוחות. אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם נוכח גודלה המשמעותי של החברה ביחס למתחרות הפועלות בענף. הצעת הערך של החברה כוללת שירותים פיננסיים ללקוחות, ובהם ניכיון שיקים מסחריים והעמדת מסגרות אשראי כנגד קבלת בטוחות שונות³. אנו סבורים כי מודל הפעילות של החברה מבודל יחסית ביחס לחברות מתחרות הפועלות בענף בשל התמחות החברה בקבלת בטוחות שונות, בשל שיעור ממוצע של שווי הבטוחות לתיק, על פי הערכת שווי של החברה לבטוחות, אשר עמד על כ-60% נכון ל-30 בספטמבר 2020, נתון גבוה יחסית לקבוצת השוואה. אנו סבורים כי יש בכך בסיס לתמוך בשיעור ההשבה של הלקוחות המובטחים לאורך זמן. התמחות זו, נתמכת בכ"א יעודי הכולל מחלקה משפטית המתמחה בתהליכי רישום השעבוד ומימוש, החיתום והגבייה, תוך שימוש במערכת מידע ייעודית המתמחה בניהול תיקי הגביה. מרבית פעילות החברה מבוצעת באופן ישיר מול לקוחותיה (בשונה מפעילות מול נותני שירות אשראי), גורם התומך בפיזור לקוחות טוב יחסית להערכתנו, ומשתקף בשיעור חשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה, אשר עמד על כ-27% מתיק האשראי ל-30 בספטמבר 2020⁴ (כ-30% בממוצע בין השנים 2017-2019). בשנים האחרונות חל שינוי במיקוד העסקי של החברה, אשר בא לידי ביטוי בגידול בחשיפת החברה ללקוחות ענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, ששיעורם עמד על כ-57% מתיק האשראי ל-30 בספטמבר 2020 וכ-52% בסוף שנת 2019 (לעומת כ-49% בסוף שנת 2018 וכ-41% בסוף שנת 2017). להערכתנו, מרבית לקוחות אלו הינם חברות קבלניות הפועלות בתחומי התשתיות והנדל"ן השונים. מנגד, החברה הקטינה את החשיפה מתיק אשראי לנותני שירות אשראי (נש"א) אשר עמדה על כ-13% ל-30 בספטמבר 2020 וכ-15% בממוצע השנים 2018-2019, לעומת כ-33% בממוצע בין השנים 2017-2016. אנו סבורים, כי מיקוד זה תומך בפרופיל העסקי של החברה בתקופת המשבר ובפיזור הלקוחות, הן בפעילות מול לקוחות המוגדרים ענפים חיוניים, והן בחשיפה נמוכה יחסית לנש"א המאופיינים להערכתנו בפגיעות גבוהה יחסית להאטה בפעילות העסקית ולמחנק נזילות. בנוסף, לדברי החברה, יכולת השבת הכנסותיה מתבססת על היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי, זאת לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים. הפרופיל העסקי של החברה נתמך במגוון סביר של מקורות מימון, אשר כולל שני קווי אשראי מבנקים, הלוואת בעלים וכן גיוס סדרת אג"ח, נשוא דוח הדירוג. כאמור לעיל, החל מנובמבר 2019, אייפקס הינה בעלת עניין בחברה מה שתורם להערכתנו למיצוב העסקי.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת בטווח התחזית, כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי שנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. אנו מעריכים כי יש בכך השפעה שלילית על מגזר ה-SME, עם צפי להתכווצות בפעילות העסקית במשק, תוך מרכיב גבוה של אי וודאות לגבי משך המשבר ועוצמתו. כתלות בבלימת המגיפה וחזרה הדרגתית של פעילות המשק לשגרה, עשויה לחול התאוששות מסויימת בסביבה העסקית במהלך שנת 2021. אנו סבורים כי השלכות המשבר הכלכלי על פעילות הליבה של החברה ועליית סיכון תיק האשראי של לקוחות ומושכים בחברה ובענף בכלל, יתבטאו ביציבות מסויימת בתיק האשראי של החברה בשנת 2020 ביחס לשנת 2019, כאשר מחד, יציבות התיק תיתמך לאור חשיפת החברה לענפים המוגדרים חיוניים בתקופת המשבר ומאידך, מדיניות טיוב התיק על ידי החברה והשלכות הסגר השני על הפעילות הכלכלית תתמן

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

³ בטוחות מוחשיות הכוללות לפי הגדרת החברה שעבוד מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, תקבולי פרויקטים ומניות חברות ציבוריות וכן בטוחות שאינן מוחשיות ובכלל זה ערבויות אישיות, שטרי הון, המחאת זכות, שיעבוד שוטף על נכסים וזכויות ועוד

⁴ ע"פ מצגת דוחות ספטמבר 2020

את צמיחת התיק. אנו מעריכים כי במהלך שנת 2021 פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי נוכח המיקוד העסקי של החברה בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, אולם ממותן ביחס לשנים קודמות על רקע הצמצום בפעילות הכלכלית.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר, אולם מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל תשעה דירקטורים, בהם גם שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור בלתי תלוי. בנוסף, לחברה ועדת אשראי, המונה שישה דירקטורים, ביניהם כל הדירקטורים הבלתי תלויים בחברה. יחד עם זאת, נציין כי הממונה על ניהול הסיכונים בחברה הינו מנכ"ל החברה, דבר שאנו סבורים שעלול להשפיע לשלילה על אפקטיביות ניהול הסיכונים בחברה. בנוסף, אנו מעריכים כי המרווח הפיננסי הגבוה של החברה עשוי להעיד, בין היתר על פרופיל סיכון גבוה יחסית של לקוחות החברה, וכן מושפע המרווח מריביות פיגורים. פרופיל הסיכון נתמך בתיק אשראי מפוזר יחסית, המשתקף בפיזור מושכים סביר יחסית, כך שחלקם של 10 המושכים הגדולים עמד על כ- 24% מיתרת תיק האשראי ליום ה- 30 בספטמבר 2020, ומשקף יציבות מסויימת, כ- 21% בממוצע בין השנים 2019-2020. יש לציין, כי חלקם של 10 המושכים מההון העצמי של החברה הצטמצם מתחילת שנת 2020, ועמד על כ- 72% ל- 30 בספטמבר 2020 (2019: כ- 116%), בשל הנפקת הון מינואר 2020 והקצאת הון לבעל השליטה מיולי 2020. תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (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 מאוד (ליום 30 בספטמבר 2020 - כ- 72% נפרע תוך 90 ימים), בדומה לחברות דומות בענף, וצפוי לאפשר גמישות ניהולית וחיתומית טובה במהלך משבר הקורונה, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ועליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית.

איכות הנכסים נמוכה יחסית לדירוג, אולם ממותנת נוכח מרכיב בטוחות מהותי יחסית. צפי ללחץ על מדדי הסיכון ואיכות הנכסים בשל עלייה בחובות הבעייתיים ברקע המשבר הכלכלי

שיעור החובות הבעייתיים לסך התיק ברוטו⁵ ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) עמדו על כ- 15.6% וכ- 46.4% בממוצע בין השנים 2017-2019, בהתאמה. מדדי סיכון אלו, הינם גבוהים יחסית לדירוג וביחס לחברות דומות בענף, ומהווים משקולת לדירוג החברה. 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. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק אשראי גבוה יחסית של כ- 1.1% בשנת 2019, זאת לעומת כ- 0.8% בממוצע בקרב חברות ההשוואה באותה השנה⁶. יתרת הפרשה לירידת ערך מתיק האשראי ברוטו עמדה על כ- 2.1% בסוף שנת 2019, וגוזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ- 22.6% לממוצע בין השנים 2017-2019, המשקף כרית הפרשה סבירה ביחס לסיכון הצפוי בתיק. על פי נתוני החברה, נכון ל- 31 בדצמבר 2019, לטובת החברה עומדים שעבדים מדרגה ראשונה על נכסים וזכויות בשווי של כ- 440 מ' ש"ח, על פי הערכות שווי של החברה, להבטחת חובם של לקוחות שונים. אלו כוללים נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, תקבולי פרויקטים, תכשיטים, מניות חברות ציבוריות ועוד. שעבדים אלו היוו כ- 63% מתיק האשראי ברוטו לאותו מועד. נוסף לכך החזיקה החברה בערבויות אישיות, שעבדים מדרגה שניה, שש"ק ועוד כנגד חובות שונים. מדיניות ההפרשה של החברה מביאה בחשבון את ערכן של הבטוחות המוחשיות אשר מנוכות מההפרשה על החוב. נכון ל- 31 בדצמבר 2019, מציינת החברה כי ללא התחשבות בבטוחות, יתרת ההפרשה להפסדי אשראי הייתה גדלה בכ- 45 מ' ש"ח (מכ- 12.6 מ' ש"ח לכ- 57.6 מ' ש"ח).

לאור ההתפתחויות הנובעות ממשבר נגיף הקורונה, אנו סבורים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של לקוחות ומושכים של החברה, וזאת על רקע אי הוודאות לגבי הצלחת מיגור ההתפשטות של הנגיף, צעדי המדיניות שנקטו במשק המקומי וההשלכות הכלכליות בטווח הקצר-הבינוני, אשר הובילו להתכווצות בפעילות הכלכלית בשנות התחזית ולפגיעה ישירה ברווחיות ובנזילות של בתי העסק. כך, בשלושת הרבעונים הראשונים 2020, החברה הציגה עלייה בשיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק

⁵ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי לקוחות בגינו נעשתה הפרשה בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ובתוספת אשראי בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה בגינו הפרשה. חישוב החובות הבעייתיים לחתך רבעוני מתבסס על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

⁶ חברות המדווחות לציבור.

האשראי של החברה, אשר עמד ב- 30 בספטמבר 2020 על כ- 1.5% (בגילום שנתי). כמו כן, חלה הרעה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי ברוטו ל- 30 בספטמבר 2020, אשר גבוה ביחס לדירוג. יש לציין, כי למרות הרעה זו, שיעור החובות הבעייתיים לכרית הספיגה של החברה, הושפע לחיוב מהגידול המשמעותי בהיקף ההון במהלך 2020, נוכח הנפקת הון מחודש ינואר 2020 והקצאת הון לבעל השליטה מחודש יולי 2020. החברה נוהגת מעת לעת לבצע הסדרי פריסה מול לקוחותיה, ומידורג מעריכה כי חלה עלייה משמעותית בהיקף הסדרים אלו בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2020 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נוכח ההשלכות של המשבר הכלכלי על לקוחות ומושכים של החברה. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענפי התשתיות, הנדל"ן והבנייה, העלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו. כנגזר מכך, אנו צופים עלייה בשיעורי הכשל, אשר תתגבר ככל והמשבר יתארך זאת על אף תוכנית הסיוע אשר ניתנה ע"י המדינה למגזר ה-SME. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו מעריכים כי יחול גידול בשיעור יתרת הפרשה ביחס לתיק האשראי, הן מעלייה בשיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 1.8%-1.9% בשנת 2020 (2019: כ- 1.1%), והן מעלייה בשיעור חובות אבודים לתיק האשראי. אנו מניחים התמתנות מסויימת בשנת 2021, עם שיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 1.2%-1.1%, שיושפע מהתאוששות מסויימת במשק וצמצום בחובות הבעייתיים. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי בטווח של 16.0%-13.0% ושיעור חובות בעייתיים לכרית הספיגה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) בטווח של 45.0%-40.0%. יש לציין כי הערכותינו לגבי התאוששות המשק בשנת 2021 נתונה באי וודאות גבוהה בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, הכרוך בהתפרצות מגיפת הקורונה ברחבי העולם.

רווחיות החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, למרות הצפי לשחיקה מסויימת בשל עלייה בהוצאות להפסדי אשראי

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, מרווח פיננסי גבוה יחסית, ויעילות תפעולית נוכח המודל העסקי של החברה. מרווח האשראי של החברה הושפע בשנים האחרונות מחד, מריבית גבוהה יחסית על אשראי (לרבות ריבית פיגורים) ומאידך, מעלות מקורות אשר הושפעה ממרכיב מהותי של ספקי מימון שאינם בנקים. כך, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ- 18.9% בשנת 2019 (לעומת כ- 17.4% בשנת 2018 וכ- 18.1% בשנת 2017), שיעור המשקף, בין היתר, את המודל העסקי. עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ- 5.2% בשנת 2019, ובמגמת ירידה (לעומת כ- 5.0% בשנת 2018 וכ- 6.0% בשנת 2017), וצפויה לקטון על רקע שינוי בתמהיל מקורות המימון, אשר יכלול להערכתנו עלייה במימון ע"י שוק ההון כנגד קיטון במימון ע"י ספקי המימון. כך, המרווח הפיננסי עמד על כ- 13.7% בשנת 2019 (ממוצע של כ- 12.7% בין השנים 2017-2019), גבוה ביחס לקבוצת השוואה. בנוסף, היעילות התפעולית של החברה (יחס הוצאות תפעוליות להכנסות) מאופיינת כטובה יחסית, ועמדה על כ- 14% בממוצע בשלוש השנים האחרונות. כנגזרת, יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים ורווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים (רווח ליבה) לממוצע נכסים עמדו בשנת 2019 על כ- 9.2% וכ- 13.2%, בהתאמה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו צופים שיפור מסויים בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2019, נוכח יציבות בתיק האשראי על רקע חשיפת החברה לענפים חיוניים ולמרות התכווצות בפעילות הכלכלית בתקופת המשבר, וכן שמירה על המרווח הפיננסי של החברה. להערכתנו, המרווח הפיננסי יושפע הן מעלייה בריבית ללקוחות החברה, נוכח עליית סיכון האשראי, והן משינוי תמהיל מקורות המימון של החברה. יש לציין, כי הגידול בהיקף המקורות העצמיים של החברה מתחילת השנה, לצד התמתנות על ידי הלוואות הבעלים, עשויים לתמוך בהוזלת עלות מקורות המימון של החברה בשנות התחזית. אנו צופים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי, תוך התמתנות מסויימת בסיכון בשנת 2021 כאמור, אולם זו צפויה להיספג במרווח הפיננסי של החברה. התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 6.0%-7.5% ו- 10.0%-11.0%, בהתאמה.

כרית ההון בולטת לטובה ביחס לדירוג ומאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה ביחס לעליית הסיכון בשל המשבר הכלכלי

בינואר 2020 הוזרמו לחברה כ-66 מ' ש"ח בדרך של הנפקת הון מניות למשקיעים הנמנים על התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, אשר חיזקה את שכבת הספיגה ביחס לחובות החברה, ומהווה גורם תומך בפוטנציאל הצמיחה של תיק האשראי של החברה. כמו כן, ביולי 2020 הוקצו לבעל השליטה מניות בתמורה לסך של 25 מ' ש"ח נגד קיזוז יתרת הלוואת הבעלים באותו הסכום. נכון ליום 30 בספטמבר 2020 החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב כפי שנמדד ביחס ההון העצמי למאזן, אשר עמד על כ-31% (בהתחשב גם בהלוואת הבעלים, כפי שנמדד היחס על ידי הבנקים המממנים את החברה, השיעור הינו כ-37%) לעומת כ-18% בסוף 2019 (וכ-28% עם הלוואת הבעלים). נוסף להנפקות מניות החברה כמפורט לעיל, השיפור ביחס המינוף נבע גם מיציבות מסויימת בתיק האשראי במהלך התקופה, המשקף את השפעת מדיניות החברה לטיוב תיק האשראי, מגמה אשר צפויה להערכתנו להימשך לאורך שנת 2020. הלוואת הבעלים מהווה שכבת ספיגה נוספת ביחס לחובות בכירים יותר ותומכת גם כן באיתנות הפיננסית של החברה, אולם אינה מסווגת כהון עצמי בהתאם להגדרות מידרוג⁷, מאחר ונפרעת מעת לעת, בהתאם לצרכי החברה, ונושאת ריבית המשולמת לבעלת השליטה, אף כי בהתאם לתנאי המימון מול תאגידים בנקאיים, הלוואת הבעלים נחשבת נחותה יחסית לחובות לתאגידים הבנקאיים.

אנו צופים כי הכרית ההונית תוסיף להבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 40% מהרווח הנקי של החברה, כאשר הנחות ליציבות התיק בשנת 2020, וצמיחה מתונה בפעילות החברה בהמשך צפויות להשפיע לחיוב על יחס המינוף המאזני בשנות התחזית. בהתאם לכך, יחס המינוף (ללא הלוואת הבעלים) צפוי להערכתנו לעמוד בטווח 35%-30%. כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם צפויים ברמה טובה ביחס לעלייה ברמות הסיכון על רקע המשבר. עם זאת, אנו סבורים כי ככל ויתמשך המשבר, עלולה להיות פגיעה באיכות הנכסים, כפי שמשקף במדדי הסיכון בתיק האשראי וכנגזרת פגיעה בהון.

נזילות החברה נתמכת במח"מ התיק הקצר, אך מוגבלת בשל היעדר מסגרות אשראי חתומות

החברה תלויה במידה רבה במערכת הבנקאית ובנגישותה לשוק ההון לשם מימון פעילותה השוטפת. נכון ל-30 בספטמבר 2020, לחברה מימון משני בנקים, וללא מסגרות חתומות ופנויות, אשר מהווה גורם לשלילה בדירוג. לחברה נגישות טובה למקורות מימון, הכוללת מסגרות אשראי (לא חתומות) בהיקף מהותי (כ-415 מ' ש"ח), הלוואות בעלים (כ-44 מ' ש"ח), נכון ל-30 בספטמבר 2020, וכן צפוי גיוס חוב אשר יחליף את הצורך במימון ע"י ספקי המימון. בהתאם לפרופורמה לגיוס אג"ח, יחס היתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות חתומות ופנויות בלבד) ביחס לתשלומי החוב בשנתיים הקרובות (קרן) עשוי להיות נמוך ביחס לדירוג בשל היעדר מסגרות חתומות ופנויות, אך אנו סבורים כי לחברה נגישות גבוהה למקורות מימון כאמור, הנתמכת גם באופיו הקצר של תיק האשראי (כ-72% נפרע תוך 90 ימים). בנוסף, מח"מ תיק זה, תומך בגמישות הפיננסית וביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, ועשוי לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם תוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. אנו סבורים, כי לחברה מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון בתוספת הלוואות בעלים (עם מינימום של כ-15% וכ-170 מ' ש"ח, בהתאמה) אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה לאורך המשבר.

שיקולים נוספים

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

אנו מעריכים נכונות לתמיכה מסויימת של בעל השליטה מעת לעת, כפי שמשקף בהיסטורית תמיכה מוכחת של בעל השליטה בחברה לאורך השנים. תמיכה זו, התבטאה באמצעות העמדת אשראי בדרך של הלוואות בעלים הנושאת ריבית, הזרמת הון והגדלת ערבות בעלים מול המממנים הבנקאיים.

⁷ דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019

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 שהוא מעמיד ערבויות לטובת הגופים המממנים של החברה, כתנאי להעמדת האשראי לחברה. שיקול זה היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג.

שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי מהווה גורם תומך ביכולת השבת הכנסות של החברה

על אף איכות הנכסים הנמוכה לדירוג, אנו מביאים בחשבון את המודל העסקי של החברה המתבסס על קבלת בטוחות מדרגה ראשונה עבור חלק מהאשראי, המבוסס על סילוק החוב הבעייתי של החברה באמצעות מימוש נכסים, היבט אשר ממתן את סיכון בתיק האשראי של החברה.

דוחות קשורים

[דירוג חברות מימון חוץ בנקאיות - דוח מתודולוגי, מרץ 2016](#)

[חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.10.2020	תאריך דוח הדירוג:
א.א.ר. אקורד בע"מ	שם יוזם הדירוג:
א.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 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 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 וכאלה 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 בייעוץ 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>