

# מניף שירותים פיננסיים בע"מ

דירוג ראשוני | מרץ 2021

## אנשי קשר:

### אמיר כצלסון

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[amir.katznelson@midroog.co.il](mailto:amir.katznelson@midroog.co.il)

### איתי נברה, סמנכ"ל

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

---

## מניף שירותים פיננסיים בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג A3.il לכל התחייבויות המנפיק מניף שירותים פיננסיים בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אודות החברה

החברה התאגדה בישראל, ביום 30 במרץ 1999, כחברה פרטית. מיום הקמתה, החברה עוסקת במתן אשראי לזימים בתחום הנדל"ן והבנייה למגורים ובעיקר לצורך השלמת הון עצמי, לגבי התחייבו היזמים אל מול התאגיד הבנקאי המלווה את הפרויקט, כנגד בטוחות ושיעבודים. עד לשנת 2010 העמידה החברה מימון גם למיזמים במזרח אירופה ומהמועד האמור ועד למועד דוח זה, החברה לא העמידה מימון חדש למיזמים מחוץ לישראל. ביום 17 בדצמבר 2020, החלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, לאחר שהנפיקה מניות לציבור וגייסה הון בסך של כ-200 מיליון ₪.

בעלת השליטה בחברה הינה מבטח שמיר אחזקות בע"מ, חברה ציבורית שמנייתה נסחרת בבורסה (בעל השליטה בה הינו מר מאיר שמיר) אשר מחזיקה את מניותיה בחברה באמצעות מבטח שמיר פיננסיים בע"מ (להלן: "מבטח שמיר") שהינה חברה פרטית בבעלותה המלאה. נכון למועד הדוח, מבטח שמיר מחזיקה ב-49.03% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. בעלי מניות נוספים הינם דיסקונט קפיטל בע"מ המחזיקה בכ-17.38% מהון המניות של החברה, מוסדיים (7.22%) והציבור (כ-22.83%). מנכ"ל החברה הינו מר מאור דואק, אשר מחזיק ב-3.5% ממניות החברה<sup>1</sup>.

פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו (להלן: "חוק הפיקוח"), תחת המשך עיסוק כ"עוסק ותיק" כהגדרתו בחוק הפיקוח והיא רשאית להמשיך ולעסוק במתן אשראי כל עוד לא ניתנה החלטה אחרת על ידי המפקח.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים והיציבות בענף ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה היחסי של החברה, אולם מושפע לשלילה נוכח חשיפה לריכוזיות לקוחות. איכות הנכסים מושפעת משיעור חובות בעיתיים<sup>2</sup> גבוה לתיק אשראי ולסך כריות הספיגה של החברה, כאשר קיים לחץ על מדדי הסיכון ואיכות הנכסים של החברה בשל עלייה בסיכון על רקע המשבר הכלכלי, אולם יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעיתיים משקף להערכתנו כרית הפרשה גבוהה ביחס לסיכון בתיק.

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, כאשר מרווח האשראי של החברה הושפע מחד מריבית גבוהה יחסית על אשראי ללקוחות החברה ומאידך, מעלות מקורות אשר כללה מרכיב מהותי של הוצאות דמי סיכון כנגד הערבויות שהעמידו מבטח שמיר פיננסיים בע"מ ודיסקונט קפיטל בע"מ (להלן: "בעלי המניות"). ביום 30 בדצמבר 2020, דיווחה החברה כי התקשרה בהסכמי אשראי עם ארבעה תאגידי בנקאיים בהיקף כולל של 850 מיליון ₪, לטווח בינוני-ארוך, אשר הביא להסרת הערבויות הבנקאיות מצד בעלי המניות ובכך לחיסכון בהוצאות דמי סיכון בריבית גבוהה יחסית (כ-8.5% לשנה מסכום כלל הערבויות שהעמידו בפועל). בהתאם לכך, צפוי קיטון בהוצאות המימון בהשוואה למצבה של החברה כפי שהשתקף בדוחותיה הכספיים נכון ליום 30 בספטמבר 2020. קיטון זה יקוזז במידה מסוימת בהתמתנות צפויה של שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות עקב הגדלת תיק האשראי, אולם אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להשתפר מהותית בעקבות שינויים אלו.

<sup>1</sup> בהתאם להודעת החברה מיום 28 בפברואר 2021, מנכ"ל החברה עשוי לקבל הקצאה של אופציות בלתי סחירות הניתנות למימוש למניות רגילות של החברה שיהיו לאחר הקצאתן כ-3% מהון החברה, בכפוף לאישור אסיפת בעלי המניות.

<sup>2</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואיננו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי והלוואות קבלניות לחברות ולקוחות 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. נציין כי, מדיניות ההפרשה הכללית של החברה הינה 2.5% מסך תיק האשראי.

בתרחיש הבסיס ל-18-12 חודשים הקרובים אנו סבורים כי השלכות המשבר הכלכלי על פעילות הליבה של החברה, עלולים להתבטא בין היתר בשיעור מתון יותר של צמיחת תיק האשראי בהשוואה לשנים הקודמות, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודות בקצב מכירת דירות וכתוצאה מכך צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, כאשר עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד הגופים המממנים. עם זאת, צמיחת התיק תיתמך נוכח חשיפת החברה לענף המוגדר חיוני ובשל מאפייני ענף הייזום למגורים הנהנה מביקושים קשיחים יחסית. אנו מעריכים כי אף שצפויה להיות האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקרוב, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום למגורים לאורך זמן.

בתרחיש זה אנו צופים שיפור בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2020, לאור הנחתנו להמשך צמיחה בתיק האשראי, וכן שיפור משמעותי במרווח הפיננסי של החברה על רקע שינוי במודל המימון כאמור. מנגד, אנו מניחים עלייה בסיכון האשראי, אשר תתבטא בגידול בהיקף הוצאות להפסדי אשראי וכן גידול מתון בהיקף ההוצאות התפעוליות של החברה בגין הפיכתה לחברה ציבורית. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה צפויות להשתפר וינועו בתרחיש זה בטווח שבין 5.0%-5.5% ו- 7.5%-8.0% בהתאמה, בשנת 2021.

נכון ליום 31 בדצמבר 2020, יחס ההון עצמי למאזן עמד על כ- 31.6% לאחר הנפקת ההון שביצעה החברה בהיקף של כ- 200 מיליון ₪. נציין כי, עד מועד הנפקת ההון, החברה התאפיינה ביחס הון עצמי למאזן נמוך, אשר עמד על כ- 7.9% ו- 6.5% נכון ליום 30 בספטמבר 2020 וליום 31 בדצמבר 2019, בהתאמה. בהקשר זה, נציין כי מקורות המימון של החברה נסמכו בעיקר על מסגרת אשראי מבנקים אשר הועמדו כנגד קבלת ערבויות בנקאיות על ידי בעלי המניות. ביום 14 בדצמבר 2020, דיווחה החברה כי גייסה כ- 200 מיליון ₪ בדרך של הנפקת הון מניות לציבור. גיוס ההון מחזק את שכבת הספיגה ביחס לחובות החברה, ומהווה גורם תומך בפוטנציאל הצמיחה של תיק האשראי של החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בתקופת התחזית, הכרית ההונית תגדל כתוצאה מגיוס ההון כאמור, וכן לאור הערכתנו לצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של 50% מהרווח הנקי השוטף של החברה, בהתאם למדיניות החדשה של החברה. כמו כן, בהתאם להנחות צמיחת תיק האשראי בשנות התחזית, אנו מניחים, כי יחס הון עצמי למאזן יעמוד בטווח 24%-28% בשנת 2021. אנו מעריכים כי כרית זו תאפשר לחברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם טובים ביחס לעלייה ברמות הסיכון על רקע המשבר. עם זאת, אנו מעריכים כי ככל ויתמשך המשבר, עשויה להיות פגיעה באיכות הנכסים, כפי שמשתקף במדדי הסיכון בתיק האשראי, וכנגזרת מכך פגיעה בהון. טיוב מבנה המימון וגיוון מקורות המימון באופן שבו החברה תתממן באמצעות אשראי בנקאי לזמן ארוך, וללא ערבויות בנקאיות מצד בעלי המניות, צפוי להוביל להתאמה טובה יותר בין מקורות המימון לתקופת האשראי הניתן ללקוחותיה. לצד שיפור פרופיל הנזילות כתוצאה מהרחבת מגוון מקורות המימון, אנו מעריכים כי מבנה לוח הסילוקין של החוב הבנקאי אשר כולל מרכיב מהותי של תשלומי בולט, מהווה גורם שלילי על נזילות החברה ומגביל את הגמישות הפיננסית של החברה. כמו כן, אנו מעריכים כי מח"מ הנכסים הבינוני-ארוך של החברה אין בו כדי לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך. יתרה מכך, אנו מעריכים כי במידה מסיימת, החברה תסתמך על מימון מחדש על מנת לעמוד בפירעונות החוב העיתיים. יחד עם זאת, יש לציין לחיוב את המדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על נזילות וכן שיפור הנגישות של החברה למקורות מימון, אשר נתמכת בהגדלת מגוון מקורות המימון. בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה תשמר מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (על פי יחס מינימלי של כ- 20% וכ- 170 מיליון ₪, בהתאמה)<sup>3</sup> אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה בשנות התחזית.

<sup>3</sup> בהתאם לאמות המידה המחמירות ביותר שעל החברה לעמוד במסגרת הסכמי האשראי אל מול התאגידים הבנקאיים.

## 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

### מניף שירותים פיננסיים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪<sup>4</sup>

2017	2018	2019	2020	
3,708	4,099	1,964	29,713	מזומנים ושוי מזומנים
358,167	438,081	584,612	779,077	תיק אשראי, נטו (הלוואות לחברות קבלניות ויתרת לקוחות)
14,611	20,592	22,430	17,978	יתרת הפרשה לירידת ערך
314,531	363,590	467,480	555,819	חוב פיננסי ברוטו [1]
377,857	456,390	599,597	838,288	סך נכסים במאזן
9,945	21,104	39,173	265,232	הון עצמי
40,846	55,159	68,675	98,158	הכנסות ממימון פרויקטים
18,217	22,339	29,911	34,058	הוצאות דמי סיכון
2,558	6,951	1,041	4,972	הפסדים ממימון פרויקטים וירידת ערך מלאי
8,042	11,159	18,069	8,120	רווח נקי
13,263	21,510	24,872	22,581	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים
4.8%	5.8%	4.6%	5.6%	מרווח פיננסי [2]
2.2%	4.6%	6.5%	31.6%	הון עצמי / סך נכסים
2.4%	2.7%	3.4%	1.1%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) [3]
3.9%	5.2%	4.7%	3.1%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
4.7%	4.9%	4.2%	2.6%	יתרת הפרשה לירידת ערך / תיק אשראי ברוטו [4]
0.8%	1.7%	0.2%	0.7%	הפסדים ממימון פרויקטים וירידת ערך מלאי / ממוצע תיק אשראי נטו

[1] התחייבויות לתאגידים בנקאיים והתחייבויות לתאגיד פיננסי  
 [2] הכנסות ממימון פרויקטים לתיק אשראי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון נטו והוצאות דמי סיכון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)  
 [3] רווח כולל מוגלם שנתי לממוצע סך הנכסים בתקופה  
 [4] תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

<sup>4</sup> הנתונים לשנים 2017-2019 הינם בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ואינם כוללים התאמות להנפקת ההון שביצעה החברה ביום 14 בדצמבר 2020.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן, תוך התמחות בתחום מתן אשראי למגזר ייזום נדל"ן למגורים. מתן האשראי הינו בעיקר לצורך השלמת הון עצמי, לגבי התחייבו היזמים אל מול תאגיד בנקאי המלווה את הפרויקט, כנגד בטוחות ושיעבודים, כאשר מרבית הפעילות הינה כנגד שיעבוד בדרגה שנייה לאחר הבנק. תקופת המימון המקובלת בפעילות זו הינה במח"מ בינוני עד ארוך. הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים, רמת התחרות והיציבות בענף.

ענף הייזום למגורים בישראל מאופיין במיעוט קרקעות זמינות למגורים, ביקוש קשיח לדירור וריבוי טבעי גבוה, התומכים בצד הביקוש וממתנים את סיכויי המכירה. מנגד, תקופת הפיתוח והקמה הארוכות, סיכויי הקמה, שינויים רגולטוריים תכופים ומעורבות ממשלתית בשיווק קרקעות מגבירים את אי הוודאות הגלומה בענף. אנו סבורים, כי חלה עלייה ברמת הסיכון בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן למגורים, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית ולתנודות בקצב המכירות, אשר מושפע מגורמים אקסוגניים וכן מהשלכות כלכליות כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה.

הענף מורכב ממגוון גופים המעניקים אפשרויות מימון שונות למגזר ייזום נדל"ן למגורים, וכולל בין היתר, קרנות וחברות המעניקות הלוואות להשלמת הון, גופים המעניקים ליווי פיננסי כולל וכן מימון על ידי גיוסי חוב משוק ההון. חסמי הכניסה העיקריים לענף כוללים נגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ותק וניסיון בתחום, ידע מקצועי, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית.

שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. בשנים האחרונות עבר ענף המימון החוץ-בנקאי אסדרה שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכולל 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 ולחיזוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. מנגד, חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, לצד השלכות משבר הקורונה, עלולים להערכתנו להוות גורם שלילי על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהמשבר הכלכלי.

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

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות, כפי שמשתקף בצמיחת תיק האשראי<sup>5</sup> של כ- 29.6% במוצע שנתי בין השנים 2017-2020. נציין כי, למרות המשבר הכלכלי לאורך מרבית שנת 2020, תיק האשראי של החברה צמח בשנה זו במגמה דומה, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2020, עמד תיק האשראי של החברה על כ- 779 מיליון ש"ח, המשקף גידול של כ- 33.3% ביחס לסוף שנת 2019. אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם נוכח גודלה המשמעותי של החברה, כפי שמשתקף בהיקף תיק האשראי. במסגרת פעילותה, מרבית המימון שמעמידה החברה הינו השלמות הון עצמי ליזמים בתחום הנדל"ן למגורים, כאשר המימון מועמד לתקופה של שנתיים עד ארבע שנים במוצע, וניתן בבולט עד תום תקופת הפרויקט. לרוב, החברה מעמידה כ- 50%-70% מהון העצמי הנדרש בפרויקט, כאשר מרבית הפעילות מבוצעת במסגרת פרויקטים בליווי ומימון בנקאי, כנגד שיעבוד מדרגה שנייה (לאחר הבנק המלווה של הפרויקט) וערבות אישית של היזם. לדברי החברה, יכולת השבת הכנסותיה מתבססת גם על ניסיון עסקי וחיטום סלקטיבי של פרויקטים לצד היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי. נציין כי לדברי החברה, מיום התאגדותה ועד למועד פרסום התשקיף, שיעור אי הפירעון של קרן הלוואות שהחברה העמידה בישראל עמד על כ- 0.6% מהקרן שהעמידה ללקוחות. נכון ליום 31 בדצמבר 2020, החברה מממנת 61 פרויקטים ל- 44 לקוחות שונים כאשר לקוחותיה מהווים חברות פרטיות או ציבוריות קטנות, כמו גם מיזמים יחידים. לחברה פיזור לקוחות נמוך יחסית להערכתנו, כפי שמשתקף במספר מצומצם יחסית של לקוחות, וכן

<sup>5</sup> יתרת לקוחות והלוואות לחברות קבלניות נטו.

בשיעור החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה שעמד על כ-61% מיתרת הלוואות לחברות קבלניות ליום 31 בדצמבר 2020, אולם נמצא במגמת ירידה בשנים האחרונות (כ-63% בשנת 2019 וכ-70% בשנת 2018), מגמה הצפויה להערכתנו להימשך גם בשנות התחזית. שיעור המימון שניתן ללקוח הגדול ביותר ביחס לכלל הלוואות לחברות קבלניות עמד על כ-12% ליום 31 בדצמבר 2020, אולם צפוי להערכתנו לרדת במידה מסוימת בשנות התחזית.

בתרחיש הבסיס ל-18-12 חודשים הקרובים, אנו מעריכים כי הסיבבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי שנובע מהתפשטות נגיף הקורונה, 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 מסוימת בסיבבה העסקית במהלך שנת 2021.

אנו מעריכים כי השלכות המשבר הכלכלי על פעילות הליבה של החברה, יתבטאו בין היתר בשיעור מתון יותר של צמיחת תיק האשראי בהשוואה לשנים הקודמות, בשל חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודות בקצב מכירת דירות וכתוצאה מכך צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, כאשר עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות מצד הגופים המממנים. עם זאת, צמיחת התיק צפויה להימתך נוכח חשיפת החברה לענף מוגדר חיוני ובשל מאפייני ענף הייזום למגורים הנהנה מביקושים קשיחים יחסית. אנו מעריכים כי אף שצפויה להיות האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקרוב, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום למגורים לאורך זמן.<sup>6</sup>

### **פרופיל הסיכון מוגבל נוכח מח"מ תיק אשראי ארוך יחסית, אולם התקשרות החברה בהסכמי אשראי לטווח בינוני-ארוך מסייעת בהתאמה טובה יותר בין מקורות המימון לתקבולים מנכסי החברה**

מרבית הלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה מאופיינות ברכיב בולט, כאשר המימון הינו לתקופה של שנתיים עד ארבע שנים בממוצע (קיימת תלות בעיכובי בנייה ודחיות בסיום הפרויקטים אשר נפוצים בענף הנדל"ן). עד סוף שנת 2020, פעלה החברה עם מסגרות אשראי לטווח קצר אשר הביאו לחוסר התאמה במח"מ מקורות המימון עם מח"מ התקבולים שלה מההלוואות אשר היא מעמידה ובהתאם לכך לחשיפה לסיכונים שוק ונזילות. יחד עם זאת, ביום 30 בדצמבר 2020, דיווחה החברה כי התקשרה בהסכמי אשראי עם ארבעה תאגידים בנקאיים בהיקף כולל של 850 מיליון ₪, כאשר נכון למועד הדוח, 220 מיליון ₪ הועמדו לטווח של 3 שנים ו-150 מיליון ₪ הועמדו לטווח של שנתיים. בדרך זו, מתאימה החברה, באופן מסוים, את מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון.

אנו סבורים, כי מח"מ העסקאות הבינוני עד ארוך של החברה עשוי להגביל את הגמישות הניהולית, הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, ובפרט בתקופת משבר הקורונה. כמו כן, פרופיל הסיכון מושפע מריכוזיות ענפית גבוהה, עם חשיפה לענף הנדל"ן המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למשתנים מאקרו כלכליים ולפעילות הכלכלית במשק.

### **ממשל התאגידי של החברה הינו הולם את הדירוג לצד ניהול סיכונים קפדני**

הממשל התאגידי של החברה נתמך בבעלת השליטה אשר הינה חברה ציבורית ותאגיד בנקאי בישראל. בהקשר זה, נציין כי חברי הנהלה ודירקטוריון החברה בעלי ידע נרחב וניסיון רב בתחום המימון והנדל"ן. כמו כן, הנפקת החברה צפויה לחזק את הממשל התאגידי בחברה. ניהול הסיכונים בחברה נעשה במעורבות רבה מצד ההנהלה. הליכי החיתום והבקרה אחר הפרויקטים הינם קפדניים, כאשר פרויקטים בליווי בנקאי מאופיינים בחיתום כפול. החברה מינתה אחראית אכיפה וציות האמונה על תדירות הבקרה הפנימית ועל עמידה בנהלים.

### **צפי ללחץ על מדדי הסיכון ואיכות הנכסים בשל עלייה בסיכון על רקע המשבר הכלכלי**

שיעור החובות הבעייתיים<sup>7</sup> לסך תיק אשראי (כהגדרתו לעיל) ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה לירידת ערך בגין יתרות לקוחות, חייבים והלוואות שניתנו לחברות קבלניות) עמדו על כ-3.8% וכ-9.3% בשנת 2020 בהתאמה, ובמגמת ירידה

<sup>6</sup> השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד, מידרוג, נובמבר 2020.

<sup>7</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואיננו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי והלוואות קבלניות לחברות ולקוחות 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 הנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים. נציין כי, מדיניות הפרשה הכללית של החברה הינה 2.5% מסך תיק האשראי.

לאורך השנים האחרונות (2019: כ- 10.7% וכ- 81.6%, בהתאמה). מדדי סיכון אלו, הינם גבוהים יחסית לדירוג, ולוחצים מטה את דירוג החברה. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדים מפרויקטים וירידת ערך המלאי מתיק אשראי של כ- 0.8% בממוצע בין השנים 2017-2020. יתרת הפרשה מתיק האשראי עמדה על כ- 2.6% בסוף שנת 2020, וגזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ- 69% לאותה השנה, המשקף כרית הפרשה גבוהה ביחס לסיכון בתיק. 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 ליזם ללא בנק מלווה, נרשמים לטובת החברה שעבודים בדרגה ראשונה<sup>8</sup>. במסגרת שעבוד מדרגה שניה, על החברה לקבל את הסכמת הגוף המלווה שהעמיד מימון ללקוח לשם מימוש הבטוחה. בהקשר זה, נציין כי, לדברי החברה, שיעור אי הפירעון של קרן ההלוואות שהחברה העמידה מיום התאגדותה ועד למועד הדוח, עמד על 0.6% מהקרן שהעמידה ללקוחות. בעסקאות שנחתמו ב- 12 השנים האחרונות כ- 6 עסקאות נקלעו לפיגור/קשיים והועמדו לפירעון מיידי. לפי החברה, ב- 4 מתוך התיקים הללו נגבה או יגבה סכום הקרן ותמורתה המלאות, וב- 2 עסקאות נוספות נגבה או יגבה כל סכום הקרן ואף חלק מהתמורות<sup>9</sup>.

אנו סבורים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של לקוחותיה של החברה, וזאת על רקע ההשלכות הכלכליות כתוצאה ממשבר הקורונה בטווח הקצר-בינוני, כאשר האטה אפשרית בפעילות העסקית ותנודתיות בקצב מכירות הדירות והתחלת בנייה עלולה להוביל לפגיעה באיננטיות של היזמים למגורים הפועלים בענף. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי נובע מריכוזיות ענפית גבוהה, העלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונכח המאפיינים ההומוגניים של ענף זה.

בשנת 2020, החברה הציגה עלייה בשיעור הפסדים מפרויקטים וירידת ערך המלאי מתיק אשראי של החברה, אשר עמד על כ- 0.6% (2019: 0.2%), כאשר שיעור החובות הבעייתיים לתיק האשראי קטן לעומת השנים האחרונות, אולם עודנו גבוה ביחס לדירוג. בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עלייה מסוימת בשיעור הוצאות להפסדי אשראי אשר ינוע בטווח של 0.9%-1.0%, זאת לאור הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענף הפעילות, ועלייה ביתרת הפרשה לתיק אשראי. אנו מניחים כי שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי ינוע בטווח של 5.5%-6.5%, וכי יחס שיעור החובות הבעייתיים לכרית הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) ינוע בטווח של 15%-20%. יש לציין כי הערכתנו לגבי התאוששות המשק בשנת 2021 נתונה באי וודאות גבוהה בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, הנובע מהקושי בהשגת שליטה בהתפרצות מגיפת הקורונה ברחבי העולם.

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

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, כאשר מרווח האשראי של החברה הושפע מחד מריבית גבוהה יחסית על אשראי ללקוחות החברה ומאידך, מעלות מקורות אשר כללה מרכיב מהותי של הוצאות דמי סיכון כנגד הערבויות שהעמידו בעלי המניות<sup>10</sup>. כך, שיעור ההכנסות ממימון פרויקטים לסך תיק האשראי הממוצע עמד על כ- 14.4% בשנת 2020 (לעומת כ- 13.4% בשנת 2019 וכ- 13.9% בשנת 2018). עלות מקורות המימון של החברה (כולל הוצאות מימון והוצאות דמי סיכון) לחוב הפיננסי עמדה על כ- 8.6% בשנת 2020 (לעומת כ- 8.8% בשנת 2019 וכ- 8.1% בשנת 2018). כנגד, המרווח הפיננסי עמד על כ- 5.8% בשנת 2020. יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים ורווח לפני מס והפסדים מפרויקטים וירידת ערך המלאי (רווח ליבה) לממוצע נכסים עמדו בשנת 2020 על כ- 1.1% וכ- 3.1%, בהתאמה, ובשנת 2019 על כ- 3.4% וכ- 4.7%, בהתאמה. מהלכי החברה לגיון מקורות המימון ושיפור תנאי המימון שלה, לרבות התקשרות החברה בהסכמי אשראי עם ארבעה תאגידים בנקאיים, וללא העמדת ערבויות בנקאיות מצד בעלי המניות אשר גזרו הוצאות דמי סיכון בריבית גבוהה יחסית (כ- 8.5% לשנה מסכום כלל הערבויות שהעמידו בפועל), צפויים להביא לקיטון בהוצאות המימון בהשוואה למצבה של החברה כפי שהשתקף בדוחותיה הכספיים נכון ליום 30 בספטמבר 2020. קיטון זה יקוזז במידה מסוימת בהתמתנות צפויה של שיעור הריבית על האשראי הניתן ללקוחות עקב הגדלת התיק, אולם אנו סבורים כי המרווח הפיננסי של החברה צפוי להשתפר מהותית בעקבות שינויים אלו. יש לציין, כי הגידול בהיקף המקורות העצמיים של החברה, צפוי לתמוך בהוזלת עלות מקורות המימון של החברה בשנות התחזית.

<sup>8</sup> נכון ל- 31 בדצמבר 2020, כ- 18% מתיק הלקוחות של החברה מובטח בשעבודים מדרגה ראשונה והיתר מובטח בשעבודים מדרגה שנייה.

<sup>9</sup> על פי תשקיף של החברה.

<sup>10</sup> מקורות המימון של החברה נסמכו בעיקר על מסגרת אשראי מבנקים אשר הועמדו כנגד קבלת ערבויות בנקאיות על ידי בעלי המניות, כנגד תשלום "דמי סיכון" הנגזר מסכום הערבויות שהועמדו.

בתרחיש הבסיס לשנת 2021 אנו צופים שיפור בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2020, לאור הנחתנו להמשך צמיחה בתיק האשראי, וכן שיפור משמעותי במרווח הפיננסי של החברה על רקע שינוי במודל המימון כאמור. מנגד, אנו מניחים עלייה בסיכון האשראי, אשר תתבטא בגידול בהיקף הוצאות להפסדי אשראי וכן גידול מתון בהיקף הוצאות התפעוליות של החברה בגין הפיכתה לחברה ציבורית. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה צפויות להשתפר ויגיעו בתרחיש זה בטווח שבין 5.0%-5.5% ו-8.0%-7.5%, בהתאמה, בשנת 2021.

## **גיוס ההון מסייע בבניית כרית הון אשר הינה בולטת לחיוב ביחס לדירוג ותאפשר לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה גם ביחס לעליית הסיכון בשל המשבר הכלכלי**

ביום 14 בדצמבר 2020, במסגרת פרסום ההודעה המשלימה לתשקיף החברה, דיווחה החברה כי גייסה כ- 200 מיליון ₪ בדרך של הנפקת הון מניות למשקיעים. כתוצאה מכך, נכון ליום 31 בדצמבר 2020, יחס ההון עצמי למאזן עמד על כ- 31.6%, כאשר עד מועד הנפקת ההון, החברה התאפיינה ביחס הון עצמי למאזן נמוך, אשר עמד על כ- 7.9% ו- 6.5% נכון ליום 30 בספטמבר 2020 וליום 31 בדצמבר 2019, בהתאמה. מקורות המימון של החברה נסמכו בעיקר על מסגרת אשראי מבנקים אשר הועמדו כנגד קבלת ערבויות בנקאיות על ידי בעלי המניות, כנגד תשלום "דמי סיכון" הנגזר מסכום הערבויות שהועמדו. דמי סיכון אלו, נצברו ליתרה בסך של כ- 83 מיליון ₪ (יתרת צדדים קשורים), נכון ליום 30 בספטמבר 2020, אשר נפרעה ברובה באמצעות תמורת הנפקת גיוס ההון (נכון ליום 31 בדצמבר 2020, יתרת צדדים קשורים עמדה על כ- 5.2 מיליון ₪). בנוסף, ערב גיוס ההון, לא הייתה לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד וכן החברה לא ביצעה חלוקת דיבידנדים בשנים האחרונות. יחד עם זאת, נכון למועד הדוח, אימצה החברה מדיניות חלוקת דיבידנדים אשר לא תפחת מ- 50%.

גיוס ההון מחזק את שכבת הספיגה ביחס לחובות החברה, ומהווה גורם תומך בפוטנציאל הצמיחה של תיק האשראי של החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בתקופת התחזית הכרית ההונית תגדל כתוצאה מגיוס ההון כאמור, וכן לאור הערכתנו לצבירת רווחים ובניית חלוקת דיבידנדים של 50% מהרווח הנקי השוטף של החברה, בהתאם למדיניות החדשה של החברה. כמו כן, בהתאם להנחות צמיחת תיק האשראי בשנות התחזית, אנו מניחים, כי יחס הון עצמי למאזן יעמוד בטווח 28%-24% בשנת 2021. אנו מעריכים כי כרית זו תאפשר 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.

## **פרופיל הנזילות מוגבל נוכח עומס פירעונות צפוי אולם נתמך בהרחבת מגוון מקורות המימון ומדיניות פיננסית הולמת**

מבנה המימון הקיים מתאפיין בהעמדת מימון ליזמים לטווח בינוני עד ארוך, בעוד שהחברה התממנה בעיקר באמצעות אשראי בנקאי לטווח קצר. ביום 30 בדצמבר 2020, דיווחה החברה כי התקשרה בהסכמי אשראי עם ארבעה תאגידים בנקאיים בהיקף כולל של 850 מיליון ₪, כאשר נכון למועד הדוח, 220 מיליון ₪ הועמדו לטווח של 3 שנים ו- 150 מיליון ₪ הועמדו לטווח של שנתיים. בדרך זו, מתאימה החברה, באופן מסוים, את מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון. לצד שיפור פרופיל הנזילות כתוצאה מהרחבת מגוון מקורות המימון, אנו מעריכים כי מבנה לוח הסילוקין של החוב הבנקאי אשר כולל מרכיב מהותי של תשלומי בולט, מהווה גורם שלילי על נזילות החברה ומגביל את הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשקף מתחזית החברה בקשר עם היקף פירעונות החוב (חוב בנקאי בלבד) בסך של כ- 180 מיליון ₪<sup>11</sup> ו- 220 מיליון ₪ בשנת 2022 ושנת 2023, בהתאמה.<sup>12</sup> בהתאם לכך, יחס יתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות תחומות ופנויות בלבד) ביחס לתשלומי החוב בשנתיים הקרובות צפוי להיות נמוך ביחס לדירוג בשל מבנה לוח הסילוקין ולהכביד על פרופיל הנזילות של החברה. כמו כן, אנו מעריכים כי מח"מ הנכסים הבינוניים-ארוך של החברה אין בו כדי לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך. יתרה מכך, אנו מעריכים כי במידה מסיימת, החברה תסתמך על מימון מחדש על מנת לעמוד בפירעונות החוב העיתיים. יחד עם זאת, נציין לחיוב את המדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על נזילות הולמת על מנת לעמוד בפירעון תשלומי החוב העיתיים, וכן שיפור הנגישות של החברה למקורות מימון, אשר נתמכת בהגדלת

<sup>11</sup> סך של כ- 38.25 מיליון ₪ הינו פירעון חוב נון-ריקורס שהועמד על ידי גוף מוסדי.

<sup>12</sup> הסכומים הנקובים אינם כוללים מסגרות אשראי לזמן קצר אשר עומדים, נכון ליום 31 בדצמבר 2020, על סך של כ- 146 מיליון ₪.



מגוון מקורות המימון. בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה תשמר מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (על פי יחס מינימלי של כ- 20% וכ- 170 מיליון ש"ח, בהתאמה)<sup>13</sup> אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה בשנות התחזית.

## שיקולים נוספים לדירוג

### מעורבות הבעלים בניהול ומימון החברה, מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי ובגמישות הפיננסית של החברה

מידרוג לקחה בחשבון את מעורבותם הגבוהה של בעלי מניותיה של החברה בכלל התהליכים בחברה, לרבות בתהליכי החיתום והבקרה, כגורם התומך בדירוג. בנוסף, אופן התממנות החברה עד לסגירת מסגרות אשראי חתומות אל מול גופים בנקאיים, נשען על ערבויות בנקאיות אשר העמידו בעלי השליטה בחברה לטובת גיוס אשראי בנקאי. להערכתנו, בעלי השליטה בחברה מהווים גורם אשר תומך בדירוג נוכח המעורבות בניהול השוטף והתמיכה שסיפקו על מנת שתוכל לפעול.

### סיכון איש מפתח

אנו מעריכים כי לחברה תלות גבוהה במנכ"ל החברה, אשר מהווה גורם מפתח בחברה ובניהול עסקיה, לצד מבנה ארגוני צר ומצבת עובדים מצומצמת. להערכתנו, התלות הגבוהה של החברה במנכ"ל, הינו גורם סיכון אשר משפיע לשלילה על הדירוג.

### פרופיל הנזילות מוגבל נוכח עומס הפירעונות הצפוי אולם ממותן במדיניות פיננסית קפדנית

אנו מעריכים כי מבנה לוח הסילוקין של החוב הבנקאי אשר כולל מרכיב מהותי של תשלומי בולט, יוצר עומס פירעונות ומהווה גורם שלילי על נזילות החברה ומגביל את הגמישות הפיננסית שלה. יחד עם זאת, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה, היא צפויה לשמור על נזילות הולמת על מנת לעמוד בפירעון תשלומי החוב השוטפים שלה.

## דוחות קשורים

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

07.03.2021

שם יוזם הדירוג:

מניף שירותים פיננסיים בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מניף שירותים פיננסיים בע"מ

## מידע מן המנפיק

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

<sup>13</sup> בהתאם לאמות המידה המחמירות ביותר שעל החברה לעמוד במסגרת הסכמי האשראי אל מול התאגידים הבנקאיים.

## 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 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>