

# אי.אר.אן ישראל בע"מ

מעקב | יולי 2022

## אנשי קשר:

אביאור דגן, אנליסט  
מערך דירוג ראשי

[avior.dagan@midroog.co.il](mailto:avior.dagan@midroog.co.il)

עמית פדרמן, רו"ח  
אנליסט בכיר, מערך דירוג משני  
[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@midroog.co.il)

איתי נברה, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסים  
[itay.navarra@midroog.co.il](mailto:itay.navarra@midroog.co.il)

## אי.אר.אן ישראל בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו דירוג מנפיק של A2.il לאי.אר.אן ישראל בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את פעילותה בענף המימון החוץ בנקאי, המוערך ע"י מידורג בסיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, לצד חשיפה לשינויים רגולטוריים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים, והיציבות בענף. עם זאת, פעילותה המרכזית של החברה בתחום של אבטחה ותפעול שיקים והו"ק, מאופיינת להערכתנו בפרופיל סיכון מתון יחסית, בעיקר נוכח חשיפה לסיכונים אשראי הדומים למאפייני פעילות הסליקה של חברות כרטיסי אשראי, בהיקפי פעילות צומחים בקצב הצריכה הפרטית, תוך פיזור עסקאות קמעונאי גבוה. הדירוג נתמך בפרופיל עסקי בולט לטובה ביחס לדירוג, נוכח פיזור פעילויות, פיזור לקוחות רחב וגודלה היחסי של החברה בענף אבטחת תשלומים המאופיין על ידו בפעילות נישתית מוגבלת, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. בנוסף, מיצובה העסקי של החברה מושפע גם משותפות אסטרטגית עם בעלי המניות - מנורה אחזקות, כאשר החברה מהווה את הזרוע שלה למתן אשראי עסקי עם מאפיינים קמעונאיים. פרופיל הסיכון של החברה נתמך בתיאבון מתון לסיכון כתוצאה מהמודל העסקי, המאופיין בפיזור לקוחות קצה גבוה ובמח"מ קצר - בינוני (מח"מ קצר בתחום אבטחה ומימון שיקים והו"ק ומח"מ בינוני בתחום הלוואות צרכניות) וללא חשיפה לענף הנדל"ן והתשתיות (בהשוואה לחברות מימון אחרות בענף). עם זאת, אנו סבורים, כי שינוי בתמהיל הפעילות של החברה לטובת הו"ק והלוואות צרכניות, צפוי להאריך את מח"מ הפירעונות מעסקאות של החברה ועשוי לחשוף את החברה הן לעליית סיכון ריבית ולעליית סיכון האשראי של לקוחות הקצה. רווחיות החברה סבירה לדירוג, ונתמכת בצמיחה במחזור פעילות החברה, תוך שינוי מסוים בתמהיל הפעילות, תוך הוספת מקור הכנסה נוסף של הלוואות צרכניות בבתי עסק (באמצעות "מימון בקליק"<sup>1</sup>). איכות הנכסים של החברה נמוכה יחסית לדירוג, ומושפעת מלקוחות קצה המאופיינים בגישה מוגבלת לכרטיסי אשראי ומעשירי הכנסה בינוניים-נמוכים, אך ממותן על ידי פיזור עסקאות רחב מאוד, היקפי עסקאות נמוכים וזאת לצד שיעור גבייה גבוה ויציב לאורך זמן. עם זאת, סך כריות הספיגה של החברה עדיין נמוכות ביחס להפסדים הצפויים בתיק, כפי שנגזר מיחס גבוה יחסית של שיעור חובות בעייתיים לסך כריות הספיגה של החברה. לחברה מינוף מאזני (כולל הלוואות בעלים והלוואות נחותות) בולט לשלילה ביחס לדירוג אך עם מרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות. להערכתנו, הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ביחס לדירוג, זאת בשל יחס גבוה של נכסים משעובדים לסך נכסים מוחשיים והתאמה חלקית בין מח"מ התקבולים לבין מח"מ מקורות המימון. מנגד, פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ונתמך, בין היתר, מהיקף נכסים נזילים גבוה מפעילות אבטחה ותפעול ומגוון רחב של מקורות מימון של 11 קווי אשראי מארבעה בנקים שונים כאשר 8 מהמסגרות חתומות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי לעליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. אנו מעריכים צמיחה בצריכה הפרטית ובתמ"ג (כ- 7.5% וכ- 5.0%, בהתאמה בשנת 2022 וכ- 4.5% וכ- 3.5%, בהתאמה בשנת 2023) והמשך שוק עבודה הדוק עם שיעורי אבטלה של 3.3% בשנת 2022 ו-3.5% בשנת 2023<sup>2</sup>. כנגד, אנו מעריכים כי בטווח התחזית הפעילות המרכזית של החברה (אבטחה ותפעול תשלומים בשיקים והו"ק) צפויה לצמוח לאור צמיחה צפויה במחזורי העסקאות כתוצאה מהעלייה הצפויה בצריכה הפרטית והמשך שיעורי אבטלה נמוכים. בנוסף, אנו סבורים כי פעילות אבטחת הו"ק צפויה להיות משמעותית יותר ותמשיך להוות מנוע צמיחה לחברה, הנתמכת בעלייה בצרכי הנזילות של משקי הבית, בעלייה בצרכי המימון של בתי העסק ובפתרון טכנולוגי ייחודי עבור מגזרים אלו. כמו כן, אנו מעריכים כי שאר פעילויות החברה, בדגש על תחום ההלוואות הצרכניות צפויות להמשיך לצמוח בשנות התחזית. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי הסביבה המאקרו כלכלית וצפי להמשך

<sup>1</sup> "מימון בקליק" הוקמה על ידי מנורה ואס.איי.בי בשנת 2019 (באחוזים זהים להחזקתם בחברה, לפני ההנפקה) והוחזקה כחברת אחות. ביום 30 בדצמבר 2021 העבירו אס.איי.בי ומנורה את החזקותיהם במימון בקליק לחברה כך שנכון למועד הדוח מימון בקליק מוחזקת על ידי אי.אר.אן ישראל בע"מ.  
<sup>2</sup> התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, יולי 2022

צמיחה בהיקפי פעילויות הקדמת תשלומים ומתן הלוואות צרכניות עלולה להוביל ללחץ על מדדי הסיכון של תיק האשראי, כך שלהערכתנו שיעור חובות אבודים מתיק האשראי ברוטו (הכולל את יתרת החשיפה החוץ מאזנית של תחום אבטחת תשלומים) וחובות בעייתיים<sup>3</sup> מסך תיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית ינועו בטווח שבין 0.5%-0.7% ו-11%-12%, בהתאמה בשנות התחזית. אנו צופים כי שיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לתיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית יעלה בטווח התחזית וינוע בטווח שבין 2.0%-2.2%. בתרחיש זה, אנו צופים כי התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה צפויים לנוע בטווח שבין 2.0%-2.5% ו-6.0%-7.0%, בהתאמה, כאשר שיעורי הרווחיות הצפויים סבירה לדירוג. לאור כך, אנו מניחים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 14%-18% ויותר פער מספק מאמות המידה הפיננסיות הנדרשות מול הממנים. בנוסף, אנו צופים כי הכרית ההונית תמשיך להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 75% מסך הרווח הנקי של החברה, לצד צמיחה בפעילות החברה.

שיקולים נוספים אשר השפיעו לחיוב על הדירוג הינו המיצוב העסקי המבודל של החברה בתחום ה"ק עם מוצר אבטחה ומימון אשר מאופיין בביקושים קשיחים וללא תחרות בשוק המקומי. שיקול נוסף אשר השפיע לחיוב על הדירוג הינו שיעור בטוחות מהותי מדרגה ראשונה מסך תיק האשראי בתחום הלוואות צרכניות אשר תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה. כמו כן, אנו רואים לחיוב את יכולת הגבייה הטובה של החברה לאורך זמן. יתר על כן, תמיכת בעלים היווה שיקול נוסף לחיוב בדירוג, אשר להערכתנו מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי ובגמישות הפיננסית של החברה.

### 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.

### גורמים אשר יכולים להעלות את הדירוג:

- שיפור באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי במדדי הרווחיות
- שיפור משמעותי בהלימות ההון ובפרט בהיקף ההון העצמי של החברה
- התאמה טובה יותר של מח"מ מקורות המימון למח"מ תיק האשראי

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפוגם ברווחיות החברה
- שחיקה בכרית ספיגת ההפסדים ההונית ו/או עליית מינוף מהותית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

<sup>3</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואיננו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת ההפרשה הכללית בגין תיק האשראי בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגין הפרשה ספציפית, חובות בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה בגין הפרשה ספציפית וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

## אי.א.ר.אן ישראל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪:

|                                             | 2020    | 2021      | 31.03.2021 | 31.03.2022 |  |
|---------------------------------------------|---------|-----------|------------|------------|--|
| מזומנים ושווי מזומנים                       | 49,272  | 69,905    | 36,617     | 82,646     |  |
| נכסים פיננסיים הנמדדים בעלות מופחתת, נטו    | 475,563 | 1,118,265 | 505,620    | 1,452,292  |  |
| יתרת הפרשה להפסדי אשראי                     | 138,220 | 159,355   | 141,700    | 168,090    |  |
| חוב פיננסי [1]                              | 308,984 | 855,797   | 331,180    | 1,119,919  |  |
| סך נכסים במאזן                              | 621,712 | 1,363,149 | 662,405    | 1,721,558  |  |
| סך הון עצמי מותאם [2]                       | 103,461 | 172,535   | 106,701    | 199,974    |  |
| הכנסות בניכוי הוצאות מימון                  | 105,975 | 130,033   | 27,496     | 42,885     |  |
| הוצאות הפסדי אשראי                          | 28,440  | 26,923    | 4,556      | 10,637     |  |
| רווח נקי                                    | 20,298  | 34,189    | 7,400      | 7,439      |  |
| רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי           | 54,199  | 71,287    | 13,994     | 20,660     |  |
| מרווח פיננסי [3]                            | 2.7%    | 4.2%      | 5.8%       | 5.9%       |  |
| הון עצמי מותאם / סך נכסים מותאם [4]         | 21.3%   | 15.2%     | 16.1%      | 13.9%      |  |
| תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)              | 3.6%    | 3.4%      | 4.6%       | 1.9%       |  |
| רווח לפני מס והוצאות לחומ"ס / נכסים ממוצעים | 9.6%    | 7.2%      | 8.7%       | 5.4%       |  |

[1] חובות לבנקים והתחייבות בגין חכירה  
 [2] בתוספת הלוואת בעלים בסך של 14.6 מיליון ₪, והלוואות נחותות מצדדים קשורים בסך של 110 מיליון ₪, אשר מסווגות בשל תנאיהן ע"י מידורג באמצעות מתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה  
 [3] הכנסות ריבית לנכסים פיננסיים הנמדדים בעלות מופחתת ברוטו פחות הוצאות מימון (בנטרול הוצאות מימון לצדדים קשורים) לחוב הפיננסי  
 [4] סך הנכסים מנוכה יתרת נכסים פיננסיים הבטחה ותפעול ה"ק (זמן קצר וארוך)

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### ענף המימון החוץ בנקאי מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, מושפע מהמחזוריות הכלכלית ומאפייני הלקוחות; מקטע הפעילות באבטחה ותפעול שיקים והוראות קבע מאופיין בסיכון מתון יחסית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, בעיקר במתן אבטחה ותפעול של תשלומי עסקאות שיקים והו"ק ובמתן שירותי מימון לעסקאות אלו למגזר העסקי ובפרט לעסקים קטנים ובינוניים, אשר ממומן ברובו ע"י המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בנוסף, החברה מעמידה הלוואות צרכניות ע"י חברת הבת (מימון בקליק) ללקוחות בנקודות מכירה בבתי עסק. ההלוואות כאמור מוענקות לשם ביצוע עסקאות בתחומים שונים כגון רכישת כלי רכב, ציוד טכני, ציוד מכני הנדסי ומרפאות. תחום אבטחה ותפעול מאופיין בפעילות עם מספר שחקנים מצומצם (ובפרט במקטע פעילות בהו"ק בו פועלת כיום חברה אחת), הפועלים בפרופיל סיכון פעילות מתון יחסית, בדומה למאפייני פעילות הסליקה בתחום כרטיסי האשראי, הנתמך בהיקפי פעילות צומחים בקצב הצריכה הפרטית, תוך פיזור עסקאות קמעונאי, כאשר חיתום העסקאות בענף מצריך מערכות מיחשוב מתוחכמות, וצבירת מאגר נתונים רחב, המהוות חסם כניסה מהותי לשחקנים חדשים לענף. עם זאת, ענף האשראי החוץ בנקאי 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. כמו כן, מימון בקליק חשופה באופן מהותי לרמת הביקושים, לרמת המחירים ולשינויי אסדרה בענף כלי הרכב, ככל שיחולו. מנגד, מקטע הקדמת תשלומים בשיקים, מאופיין בפיזור רחב של לקוחות ולקוחות הקצה ובחמ"ק קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, 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; השקעות במערכות מחשוב; ויכולת שיווק גבוהה, המאפשרת פיזור סיכונים על פני מספר רב של לווים ו/או לקוחות קצה. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-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. 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 ולחיצוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף בשנת 2019, משפר להערכתנו את האסימטריה במידע ותומך בחיתום מותאם סיכון 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 תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי. החוק לצמצום השימוש במזומן (התשע"ח-2018) שנכנס לתוקפו ביום 01.01.2020, הפחית את השימוש במזומן בעסקאות שסכומם עולה על 11,000 ₪<sup>4</sup>, וכן החל מיום 1 באוגוסט 2022 צפוי להפחית את השימוש במזומן בעסקאות שסכומם עולה על 6,000 ₪ ולהפחית את סיכויי הציות בגין תופעות הון שחור, פשיעה והלבנת הון, ולקדם שימוש באמצעי תשלום אלקטרוניים וישירים, כגון אמצעי תשלום בהו"ק.

### פרופיל עסקי בולט לטובה ביחס לדירוג, הנתמך במודל פעילות מבודל ובגודלה של החברה

הפרופיל העסקי של החברה נתמך במותג חזק יחסית ופעילות נישתית בתחום אבטחת השיקים, עם היסטוריית פעילות משמעותית של למעלה מ-20 שנה, המתבטאת גם במאגר נתונים רחב, בסיס לקוחות עסקי משמעותי, ומיצוב טכנולוגי הולם, התומכים להערכתנו ביכולת השבת ההכנסות של החברה לאורך המחזור. לקוחות החברה שייכים בעיקר למגזר העסקי, ה-SME בפריסה רחבה יחסית של בתי עסק ונקודות מכירה, של כ-5,000 וכ-15,000, בהתאמה. בתוך כך, לחברה חשיפה מהותית לבתי עסק השייכים לרשתות קמעונאיות גדולות, המאופיינות בפעילות עסקית וחוסן כלכלי גבוהים יותר ביחס לעסקים הקטנים. המודל העסקי של החברה נשען בעיקר על תחום התחייבות לפרעון, הכולל אבטחה ותפעול של עסקאות בשיקים, הו"ק וחשבוניות בין עסקים, כאשר לקוחות השירות הם בתי עסק, להם החברה מתחייבת לפרעון התשלומים של לקוחות הקצה (בעיקר לקוחות צרכניים) בבתי העסק, וזאת בתמורה לעמלה תפעולית. תחום זה היווה כ-58% מההכנסות החברה ברבעון הראשון של שנת 2022 וכ-77% מההכנסות בשנת 2021 (לעומת כ-85% בממוצע בשנים 2019-2020). פעילות זו, נתמכה בשנים האחרונות מצריכה פרטית חזקה יחסית אשר השתקפה בעלייה מתמשכת במינוף משקי הבית, ומרגולציה תומכת (חוק הסליקה האלקטרונית משנת 2016) המאפשרת לצרכנים ובתי עסק גמישות בשימוש ובהפקדת שיקים בבנקים, ללא הגעה פיזית לסניף. בנוסף לכך, חוק להגבלת השימוש במזומן מהווה גורם חיובי על החברה, מאחר ומקדם שימוש באמצעי תשלום אחרים, הכוללים ביניהם גם את השימוש בשיקים ובהוראות קבע. בנוסף, החברה מספקת פתרונות מימון חוץ בנקאיים, באמצעות שירות הקדמת תשלומי העסקאות (בשיקים בהו"ק) לבתי עסק, בתמורה לניכוי עמלה וגבייה לריבית על האשראי. פעילות הקדמת התשלומים בהו"ק שהחלה בסוף שנת 2018, נמצאת בתהליך של צמיחה מואצת ומהווה כ-20% מההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2022 וכ-16% מההכנסות בשנת 2021. סך הנכסים הפיננסיים הנמדדים בעלות מופחתת ברוטו בתחום התחייבות לפרעון ובתחום המימון עמדו על כ-981 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2022 ועל כ-725 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2021. תחום ההלוואות הצרכניות מבוצע באמצעות חברת הבת - מימון בקליק. במסגרת תחום פעילות זה מעמידה החברה אשראי צרכני בנקודות מכירה של בתי עסק בעת רכישת המוצר ו/או השירות ללקוחות ועל כן, כלל לקוחות החברה בתחום פעילות זה הינם לקוחות פרטיים. פעילות זו מהווה מנוע צמיחה מהותי של החברה אשר משתקף בתיק אשראי ברוטו של כ-688 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2022 ומהווה כ-22% מההכנסות החברה ברבעון הראשון של שנת 2022, זאת בהשוואה לסוף שנת 2021 בו תיק האשראי ברוטו עמד על כ-435 מיליון ₪ והיווה כ-7% מסך הכנסות החברה. אנו סבורים כי תחום הפעילות האבטחה והמימון בהו"ק ימשיך להוות מנוע צמיחה עבור החברה, ותומך במיצובה העסקי ביחס למתחרותיה, היות והאמצעי מעניק גמישות למשקי הבית להגדיל את הצריכה והיקף העסקאות הצרכניות, ללא הגבלת מסגרת האשראי הבנקאית או החוץ בנקאית, ובכך ישפיע לחיוב על קצב הצמיחה במחזורי פעילות האבטחה של החברה. בנוסף, בשל החשיפה של אמצעי תשלום זה לענפים בהם אופי הרכישה הינו מספר תשלומים חודשיים הגבוה מ-12, הביקוש למימון עסקאות אלו על ידי עסקים מאופיין להערכתנו כקשיח יחסית, וצפוי להשפיע לחיוב גם כן על קצב צמיחת תיק האשראי של החברה. אנו מעריכים כי לחברה פיזור לקוחות טוב יחסית בפעילות אבטחה ותפעול תשלומים (שיקים והו"ק) המשתקף הן בפריסה גיאוגרפית רחבה והן במספר בתי העסק מולם פועלת החברה. בנוסף, אנו סבורים כי תיק האשראי צרכני מאופיין בפיזור לקוחות בולט לחיוב. עם זאת, נכון ליום 31 בדצמבר 2021 בתחום פעילות הקדמת שיקים ובתחום פעילות הקדמת תשלומים הו"ק לחברה חשיפה גבוהה ל-10 הלקוחות הגדולים מתיק האשראי אשר עמדה על כ-50% וכ-55%, בהתאמה. הפרופיל העסקי ופוטנציאל צמיחת תיק האשראי מושפעים לחיוב מכך שהחברה מוחזקת על ידי מנורה אחזקות (נכון למועד הדוח מחזיקה בכ-40% ממניות החברה) ומהווה זרוע מימון למתן אשראי עסקי עם מאפיינים

<sup>4</sup> במצב ובו סכום העסקה גבוה מהרף, ניתן לשלם עד 10% מסכום העסקה במזומן, אך בסכום שלא יעלה על הרף האמור

קמעונאיים כחלק משותפות אסטרטגית, דבר המחזק את מוניטין החברה ומשפיע לחיוב על נגישות החברה למקורות מימון נוספים. לאור זאת, אנו מעריכים, כי מנורה אחזקות תמשיך לתמוך בחברה. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הענפית הגוברת בחלק מפעילויות החברה והשלכות מקרו-כלכליות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה ועליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים.

בדומה לתחזית בנק ישראל אנו מעריכים צמיחה בצריכה הפרטית ובתמ"ג (כ- 7.5% וכ- 5.0%, בהתאמה בשנת 2022 וכ- 4.5% וכ- 3.5%, בהתאמה בשנת 2023) והמשך שוק עבודה הדוק עם שיעורי אבטלה של 3.3% בשנת 2022 ו-3.5% בשנת 2023<sup>5</sup>. כנגזר, אנו מעריכים בטווח התחזית המשך צמיחה בפעילות המרכזית של החברה, אבטחה ותפעול תשלומים בשיקים, לאור הצפי לגידול בצריכה הפרטית במשק ושיעורי אבטלה נמוכים. בנוסף, אנו סבורים כי פעילות אבטחת הו"ק תמשיך להוות מנוע צמיחה לחברה, הנתמכת בעלייה בצרכי הנזילות של משקי הבית, בעלייה בצרכי המימון של בתי העסק ובפתרון טכנולוגי ייחודי עבור מגזרים אלו. כמו כן, אנו סבורים כי פעילות הלוואות צרכניות של החברה יהווה מנוע צמיחה משמעותי בפעילות החברה בטווח התחזית.

## **פרופיל הסיכון נתמך בתיאבון מתון לסיכון, כפי שמשקף במאפייני הלקוחות ובפיזור לקוחות קצה רחב, כאשר מח"מ התיק צפוי להתארך**

החברה מאופיינת במודעות גבוהה לניהול סיכונים, הליך חיתום קפדני וניטור חשיפות שוטף. לחברה מערכת ניהול סיכונים ייעודית, הנתמכת הן במערכות מיחשוב מתקדמות מבוססות מאגר מידע מהותי, אשר נבחן באמצעות מודלי דירוג סטטיסטיים, הן עבור לקוחות ולקוחות הקצה של החברה, והן בצוות עובדים המבצעים בקרה וניטור שוטף ברמה יומית של עסקאות ושיקים. פרופיל הסיכון נתמך בתיאבון מתון לסיכון אשראי נוכח פיזור גבוה של עסקאות בהיקף תשלום חודשי של שיקים והו"ק (של כ- 2,200 ₪ וכ- 9,800 ₪ בממוצע ובהתאמה, נכון לשנת 2021), כאשר מרבית העסקאות מאופיינות ברכישות מוצרים הנלקחים ישירות על ידי לקוחות הקצה (Cash and Carry), דבר הממתן משמעותית את סיכון האשראי מצד בית העסק (חדלות פירעון של בית עסק או כשל תמורה). בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בפיזור ענפי סביר יחסית, כפי שמשקף בשיעור חשיפה ממחזור התחייבות לפרעון: סופרמרקטים, מוסכים ומוצרי חשמל (17%, 13% ו-10%, בהתאמה), נכון לשנת 2021. נציין, כי בניגוד למתחרותיה בענף המימון החוץ בנקאי, לחברה אין חשיפה מהותית לענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיין על ידינו בסיכון גבוה יחסית, נוכח מאפיינים הומוגניים. בנוסף, מח"מ אבטחה ותפעול תשלומים בשיקים, אשר מהווה פעילות מרכזית של החברה, הינו קצר ועומד על שלושה חודשים ומח"מ הקדמת תשלומים בשיקים עומד על כארבעה וחצי חודשים, זאת לצד קבלת תשלום עמלות בגין השירות הניתן לבתי העסק במועד ביצוע העסקאות. אלו מקטינים להערכתנו את סיכון חשיפת הריבית בפעילות המרכזית של החברה, ומאפשרים גמישות בניהול הנזילות בחברה. בהקשר לכך נציין כי מח"מ העסקאות בהו"ק, מאופיין במח"מ ארוך יותר (כשנה בממוצע), הנובע מחשיפה לענפים בהם אופי העסקאות הינו בתשלומים מעל שנה. בשונה משאר תחומי הפעילות של החברה, תחום הלוואות צרכניות הנעשה על ידי חברת הבת (מימון בקליק), מאופיינת במח"מ ממוצע לעסקה ארוך יותר של כשנתיים. אנו סבורים, כי השינוי בתמהיל התיק, אשר יתבטא בעלייה בחלקן של הלוואות צרכניות ועסקאות מימון הו"ק צפוי להאריך את המח"מ הממוצע של החברה עם הזמן, ולחשוף את החברה לסיכון ריבית כתוצאה מהתייקרות אפשרית של מקורות המימון במשק, ולסיכון אשראי של לקוחות הקצה, זאת היות והחברה תמשיך להיפרע על ידי לקוח הקצה לאורך חיי העסקה.

<sup>5</sup> התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, יולי 2022

## רווחיות החברה סבירה לדירוג; צפי לשיפור היקף הרווח בשנת 2023

רווחיות החברה הולמת לדירוג ונתמכת בצמיחה מתמשכת בהכנסות החברה, תוך שינוי מסוים בתמהיל הפעילות והוספת מקור הכנסה נוסף של הלוואות צרכניות בבתי עסק (באמצעות מימון בקליק). כך, היקף הרווח הנקי עמד על כ- 34 מיליון ₪ בשנת 2021 לעומת כ- 20 מיליון בשנת 2020. עם זאת, יחס ההוצאות להכנסות הינו גבוה יחסית, כך שעמד על כ- 50% בממוצע בין השנים 2021-2019. על כן, שיעורי הרווחיות, התשואה על ממוצע נכסים מנוהלים ותשואת הליבה עמדו על כ- 1.9% וכ- 5.4%, בהתאמה, ברבעון הראשון של שנת 2022, ועל כ- 3.4% וכ- 7.2%, בשנת 2021, בהתאמה (לעומת כ- 3.6% וכ- 9.7%, בשנת 2020, בהתאמה) והינם סבירים לדירוג, אולם נשחקו בין היתר, כתוצאה מצמיחה מהירה בנכסי החברה המאזניים, על רקע שינוי בתמהיל הפעילות של החברה מפעילות תפעולית למימונית.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים שיפור בהיקף הרווח הגולמי של הרווחה, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי אשר יקוזז בחלקו להערכתנו בעלייה בשיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 2.0%-2.5% ו-6.0%-7.0%, בהתאמה, ויהיו הולמים לדירוג.

## איכות הנכסים בולטת לשלילה לדירוג

איכות הנכסים של החברה נמוכה יחסית לדירוג, ומושפעת מלקוחות קצה המאופיינים בגישה מוגבלת לכרטיסי האשראי ומעשירי הכנסה בינוניים-נמוכים (בעיקר בפעילות השיקים), אך בפיזור עסקאות רחב מאוד והיקפי עסקאות נמוכים, וזאת לצד שיעור גבייה גבוה ויציב לאורך זמן. כך, שיעור החובות הבעייתיים מתיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית עמד על כ- 9.6% ליום 31 במרץ 2022 ועל כ- 9.8% ליום 31 בדצמבר 2021, והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג. בנוסף, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית, אשר הינו בולט לחיוב לדירוג, כך שעמד בגילום שנתי על כ- 0.3% ברבעון הראשון של שנת 2022 ובשיעור דומה בשנת 2021. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית של כ- 1.7% (במונחים שנתיים) ברבעון הראשון של שנת 2022 וכ- 1.4% בשנת 2021, וכן שיעור יתרת הפרשה לתיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית של כ- 6.4% ליום 31 במרץ 2022. כנגזר מכך, יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים הינו טוב יחסית, כך שעמד על כ- 67% ליום 31 במרץ 2022. סך כריות הספיגה של החברה (יתרת הפרשה והון עצמי מותאם) השתפרו בשנים האחרונות, אך אלו עדיין נמוכות ביחס להפסדים הצפויים בתיק, כפי שנגזר מיחס גבוה יחסית של שיעור חובות בעייתיים לסך כריות הספיגה של החברה, העומד על כ- 69% נכון לימים 31 במרץ 2022 ו- 31 בדצמבר 2021 (לעומת כ- 77.6% בשנת 2020).

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים כי הסביבה המקרו כלכלית וצפי לצמיחה מהירה בתיק האשראי, יובילו ללחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור ההוצאות להפסדי אשראי ביחס לתיק האשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית יעלה בטווח התחזית וינוע בטווח שבין 2.0%-2.2%. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות הבעייתיים לתיק אשראי ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית שינוע בטווח שבין 11%-12%, וכן עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק ברוטו בתוספת חשיפה חוץ מאזנית שינוע להערכתנו בטווח שבין 0.5%-0.7%.

## מינוף מאזני בולט לשלילה ביחס לדירוג

החברה מתאפיינת ברמת מינוף מאזני גבוהה לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי מותאם (כולל הלוואות בעלים וכתב התחייבות נחות המסווגים ע"י מידורג כהון בשל תנאיהם<sup>6</sup>) למאזן מותאם (בניכוי נכסים פיננסיים אבטחה ותפעול הו"ק<sup>7</sup>), אשר עמד על כ- 13.9% ליום 31 במרץ 2022 (כ- 15.2% ליום 31 בדצמבר 2021). כרית ההון נבנתה במהלך השנים כתוצאה מרווחים שוטפים ומדיניות חלוקת דיבידנדים ודמי ניהול<sup>8</sup> של החברה של עד 75% מהרווח הנקי. עליית המינוף של החברה מוסברת בין היתר, על ידי איחוד הדוחות הכספיים של חברת הבת מימון בקליק. לחברה אמת מידה פיננסית הקשורה ברמת המינוף, בה התחייבה החברה לשמור על יחס הון עצמי מוחשי למאזן מותאם (ובניכוי נכסים פיננסיים אבטחה ותפעול הו"ק) מול הבנקים של מעל 10%. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להיבנות מצבירת רווחים, ניכוי חלוקת דיבידנדים והשלמת הסכם השקעת בנק לאומי בחברת מימון בקליק<sup>9</sup>, זאת לצד צמיחה בפעילות החברה. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 14%-18%.

## לחברה מגוון מקורות מימון ופרופיל נזילות בולטים לטובה ביחס לדירוג; מנגד, הגמישות הפיננסית נמוכה ביחס לדירוג המשתקפת ביחס גבוה של נכסים משעובדים לסך נכסים מוחשיים לרבות התאמה חלקית בין מח"מ התקבולים לבין מקורות המימון

פרופיל הנזילות של החברה מאופיין על ידנו כבולט לטובה ביחס לדירוג, נוכח יכולת יצור תזרים מזומנים משמעותי בגין פעילות אבטחה ותפעול תשלומים והיקף נכסים נזילים צומח כתוצאה מהתרחבות פעילות הו"ק. לחברה מספר רב של מסגרות מימון, אך עם זאת תלוי במידה רבה במערכת הבנקאית. כך, נכון ליום 31 במרץ 2022, לחברה 11 קווי אשראי מארבעה בנקים שונים, כאשר שמונה מהם חתומים לתקופה של עד שנה. היקף קווי האשראי מבנקים בחברה הסתכם בכ- 1,360 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2022, מתוכם החברה ניצלה כ- 1,117 מיליון ₪, כאשר מסגרות אלו מיועדות לטובת מימון פעילותה השוטפת. מקורות מימון אלו משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר העלול להעיב על הגמישות הפיננסית של החברה ויכולת התאמה של מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון. יש לציין שלחברה מקורות מימון נוספים אשר הינם הלוואות בעלים והלוואות נחותות מצדדים קשורים. בנוסף, מידורג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשעובדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 במרץ 2022, יחס זה עמד על כ- 66% והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג.

<sup>6</sup> מאפייני הלוואות בעלים וכתב התחייבות כוללים נחיתות ביחס לכל התחייבות אחרת של החברה, תשלום (ריבית ו/או קרן) יבוצע רק בהתאם למבחן הרווח ויכולת הפירעון, וזהים במהותם למבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות ועל כן מוכרים ומסווגים ע"י מידורג כהון

<sup>7</sup> ביום אישור עסקת הו"ק נוצר "ניפוח מאזני" של נכס והתחייבות במאזן החברה, זאת עקב העובדה שהחברה משמשת כגורם שמקים את הוראת הקבע והחייב החודשי מול לקוח הקצה, ונותנת אבטחת תשלום לבית העסק. ניפוח זה מוחרג על ידי הבנקים בחישוב יחס הון עצמי למאזן

<sup>8</sup> לחברה הסכמים לקבלת שירותים בתמורה לדמי ניהול בסך של כ- 3.2 מיליון ₪ בשנה, לחברה בבעלות משפחת נתנזון, ולמנורה אחזקות

<sup>9</sup> ביום 20 בפברואר 2022 נחתם הסכם השקעה בין החברה לבנק לאומי שבו בכפוף להתקיימות התנאים המתלים להשלמת העסקה תקצה החברה לבנק לאומי 20% מהון המניות המונפק והנפרע של חברת מימון בקליק תמורה סך של 65 מיליון ₪.

## שיקולים נוספים לדירוג

### מיצוב עסקי מבודל בתחום ה"ק

לחברה מיצוב עסקי מבודל בתחום ה"ק עם מוצר אבטחה ומימון עם ביקושים קשיחים ללא תחרות בשוק המקומי. להערכתנו, מוצר זה מהווה לחברה יתרון יחסי בדמות של מוצר טכנולוגי המסייע לה לשמור על נתחי שוק גבוהים בפעילות ואף להגדיל את בסיס הלקוחות לאורך זמן.

### שיעור בטוחות מהותי בתחום הלוואות צרכניות ויכולת גבייה טובה

לחברה שיעור בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי מסך תיק האשראי בתחום הלוואות צרכניות, אשר מהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה. בנוסף, אנו רואים לחיוב את שירותי הגבייה של החברה אשר מתאפיינת ביכולת גבייה טובה לאורך זמן, של מעל 85% מהשיקים החוזרים (כ- 75% מזה באמצעות גבייה פנימית).

### תמיכת בעלים מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית של החברה

אנו מעריכים את השותפות האסטרטגית של החברה עם מנורה אחזקות (Aa2.il, יציב), אשר מבוססת על היותה של החברה כזרוע מימון למתן אשראי עסקי עם מאפיינים קמעונאיים, כגורם התומך בפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית של החברה, ובפרט בנגישותה למקורות מימון נוספים. תמיכה זו מתבטאת, בין היתר, לאורך היסטוריית הפעילות של החברה, באמצעות הזרמת הלוואות בעלים וכתב התחייבות נחות. בנוסף, אנו רואים לחיוב את מערך ההסכמים של מימון בקליק מול בנק לאומי בו ישקיע בנק לאומי 65 מיליון ₪ בתמורה ל- 20% מההון המונפק והנפרע של מימון בקליק. יתר על כן, במועד השלמת העסקה בנק לאומי יעמיד למימון בקליק הלוואות בעלים בסכום אשר יעמוד על 20% מסך הלוואות הבעלים שהועמדו למימון בקליק וזאת עד 20 מיליון ₪. נוסף לכך וכחלק ממערך ההסכמים, בנק לאומי יחתום במועד השלמה על הסכם לשיתוף פעולה עם מימון בקליק.

## שיקולי ESG

הממשל התאגידי של החברה נתמך בחברי הנהלה ודירקטוריון בעלי ידע נרחב וניסיון רב בתחום המימון. הליכי החיתום והבקרה הינם קפדניים כאשר סיכוני האשראי נבדקים על ידי מחלקת ניהול הסיכונים של החברה הכוללת 18 עובדים וסמנכ"ל ניהול סיכונים המכהן כנושא משרה בכיר והינו כפוף ישירות לסמנכ"ל החברה. בנוסף סמנכ"ל ניהול הסיכונים משמש כקצין ציות בחברה. החזקה מהותית (40%) של מנורה אחזקות במניות החברה, מהווה להערכתנו גורם תומך באיכות הממשל התאגידי, על אף שהחברה אינה ציבורית. להערכתנו שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכוני סביבה וחברה. כמו כן, מידרוג אינה מניחה חשיפה מהותית לסיכוני ממשל תאגידי.

## מטריצת הדירוג:

| תחזית מידרוג [1] |           | ליום 31.03.2022 |           |                                                  |                 |
|------------------|-----------|-----------------|-----------|--------------------------------------------------|-----------------|
| ניקוד            | מדדה      | ניקוד           | מדידה [1] | תת פרמטר                                         | פרמטר           |
| A.il             | -         | A.il            | -         | סיכון ענפי                                       | ענף פעילות      |
| Aa.il            | -         | Aa.il           | -         | מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים                     | פרופיל עסקי     |
| A.il             | -         | A.il            | -         | ריכוזיות תיק האשראי                              | פרופיל סיכון    |
| A.il             | -         | A.il            | -         | ניהול סיכונים                                    |                 |
| Baa.il           | 2.5%-2.0% | Baa.il          | 1.9%      | רווח נקי לממוצע נכסים                            | רווחיות         |
| Aa.il            | 7.0%-6.0% | A.il            | 5.4%      | רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים   |                 |
| B.il             | 12%-11%   | Ba.il           | 9.6%      | חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו <sup>10</sup> | איכות נכסים     |
| Aa.il            | 0.7%-0.5% | Aa.il           | 0.3%      | חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו <sup>11</sup>   |                 |
| A.il             | 18%-14%   | Baa.il          | 13.9%     | הון עצמי מותאם לסך נכסים מתואם                   | הלימות ההון     |
| Aaa.il           | >300%     | Aaa.il          | >300%     | יחס כיסוי הנזילות                                | מימון ונזילות   |
| Ba.il            | 66%       | Ba.il           | 66%       | נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים            |                 |
| Aaa.il           | >10       | Aaa.il          | >10       | מגוון מקורות מימון                               | מדיניות פיננסית |
| B.il             | -         | B.il            | -         | מדיניות פיננסית                                  |                 |
| A3.il            |           |                 |           |                                                  | דירוג נגזר      |
| A2.il            |           |                 |           |                                                  | דירוג בפועל     |

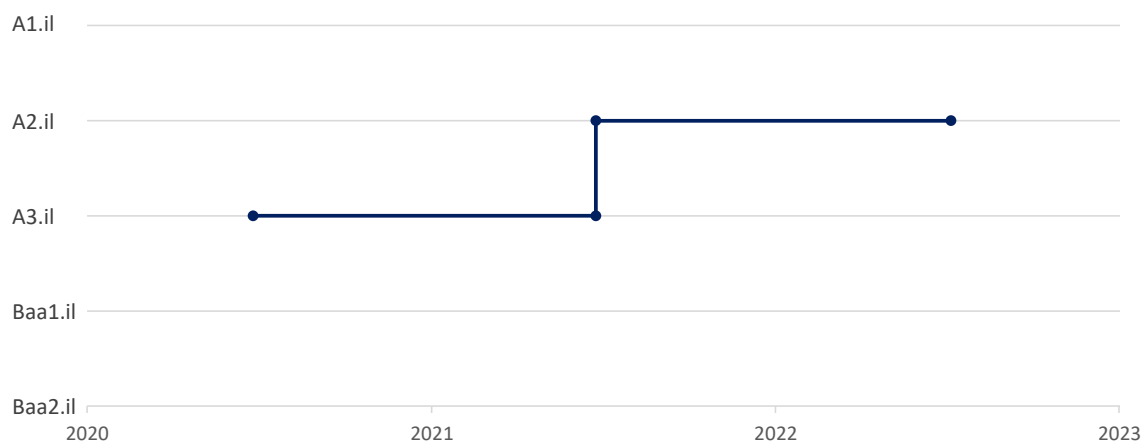
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

<sup>10</sup> כולל חשיפה חוץ מאזנית  
<sup>11</sup> כולל חשיפה חוץ מאזנית

## אודות החברה

חברת אי.אר.אן ישראל בע"מ הוקמה ביום 4 בינואר 2001, על ידי מייסד החברה מר רוני נתנזון. החברה עוסקת במתן שירותים בתחום אבטחת תשלומים של עסקאות המשולמות לבתי עסק בשיקים, הכולל התחייבות החברה לפירעון התשלומים, ובמתן מימון ותפעול לבתי עסק אשר רכשו שירות האבטחה. החל משנת 2018, החברה עוסקת גם במתן שירותי אבטחה ותפעול לבתי עסק של עסקאות המשולמות בהוראות קבע ("הו"ק") וכן במתן מימון לחלק מבתי העסק אשר קיבלו שירותי אבטחה ותפעול. כמו כן, עוסקת החברה בשירות אשראי פלוס, במסגרתו מתחייבת החברה לפירעון חובות המתועדים בחשבוניות שהוציא בית העסק ללקוחותיו. בפברואר 2019 ייסדו אס.איי.בי ומנורה (באחוזים שווים) את מימון בקליק, העוסקת נכון למועד דוח זה במתן הלוואות צרכניות בבתי עסק בנקודות מכירה. בהתאם להסכם שנחתם בין הצדדים, אס.איי.בי ומנורה העבירו את החזקותיהם במימון בקליק לחברה בתמורה להקצאת מניות בחברה. כך, נכון ליום 30 בדצמבר 2021 הושלמה העברת החזקות מימון בקליק לחברה (אי.אר.אן ישראל בע"מ) ומאוחדת לדוחות הכספיים של החברה לסוף שנת 2021. מערכות החברה פרוסות בכ- 5,000 בתי עסק במגוון רחב של ענפים וזאת באמצעות מערך שיווק ומכירות בפריסה ארצית בכ- 15,000 נקודות מכירה. בינואר 2017, רכשה מנורה אחזקות בע"מ (Aa2.il, יציב) ("מנורה אחזקות") 40% ממניות החברה, כאשר יתרת המניות באחזקת אס.איי.בי. בע"מ. ביום 15 ביולי 2020 קיבלה החברה רישיון למתן אשראי מורחב, בתוקף עד ליום 31 בדצמבר 2022.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[מנורה מבטחים החזקות - 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, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

|                     |                                     |
|---------------------|-------------------------------------|
| 21.07.2022          | תאריך דוח הדירוג:                   |
| 07.07.2021          | תאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 07.07.2021          | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:    |
| אי.אר.אן ישראל בע"מ | שם יוזם הדירוג:                     |
| אי.אר.אן ישראל בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:         |

## מידע מן המנפיק

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

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

|        |                                                                                                                                                                           |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| Ba.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.                          |
| B.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.            |
| Caa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.   |
| Ca.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.   |
| C.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.            |

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>