

# א.ס.אר. אקורד בע"מ

מעקב | מאי 2022

## אנשי קשר:

**שלום (שלי) זנזורי,**  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[Shalom.z@midroog.co.il](mailto:Shalom.z@midroog.co.il)

**ניל הראל**  
ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[nilh@midroog.co.il](mailto:nilh@midroog.co.il)

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

---

## א.ס.אר. אקורד בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה א.ס.אר. אקורד בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מציב לחיובי.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2024	חיובי	A3.il	4220349	א'

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה המשמעותי של החברה ביחס למתחרות הפועלות בענף. פרופיל הסיכון של החברה מוגבל נוכח חשיפה ללקוחות מענפי התשתיות, בניה ונדל"ן, כאשר מח"מ התיק הקצר צפוי להתארך במידה מסוימת בטווח הזמן הבינוני. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות בולטת לטובה ביחס למתחרות הפועלות בענף, אשר תומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון, כאשר המינוף המאזני הינו טוב ביחס לדירוג, ותומך ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים לאורך המחזור הכלכלי. כמו כן, ניכר שיפור מסוים באיכות הנכסים, אולם היא עודנה נמוכה ביחס לדירוג כאשר לחברה קיים מרכיב בטוחות משמעותי הממתן את הסיכון בגין תיק האשראי. פרופיל הנזילות של החברה אינו בולט לטובה ביחס לדירוג, כאשר הגמישות הפיננסית סבירה לרמת הדירוג ונתמכת במגוון הולם של מקורות מימון יציבים.

נציין כי החברה המשיכה לצמוח בהיקף פעילותה בשנה האחרונה, כך שנכון ל- 31 בדצמבר 2021, סך תיק האשראי ברוטו עמד על כ- 1,166 מיליוני ש"ח. לצד זאת, החברה הרחיבה את בסיס המימון שברשותה, אשר כולל שלושה קווי אשראי חתומים מבנקים ואגרות חוב במחזור (סדרה א'). בהיקפים משמעותיים יחסית. אלו, לצד היקף הון עצמי שעמד על כ- 280 מיליוני ש"ח נכון לאותו מועד, תומכים בגמישותה הפיננסית ובפוטנציאל הצמיחה של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסיבבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות מאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי להמשך עליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. עם זאת, אנו סבורים כי החברה תמשיך לדבוק באסטרטגיית הצמיחה בהיקפי פעילותה, במסגרתה היא צפויה להגדיל את פעילותה בענפי הנדל"ן והתשתיות ובפרט במימון יזמי נדל"ן נוכח השלמת עסקת השקעה ורכישת מניות ארנו ניהול נדל"ן בישראל בע"מ (להלן: "ארנו"), שהושלמה בחודש אפריל לשנת 2022. ארנו הינה חברה פרטית העוסקת בעיקר בהעמדת אשראי למיזמי נדל"ן ובכלל זה מסגרת אשראי לבניה, ערבויות והשלמות הון ליזמות והתחדשות עירונית. בתוך כך, אנו מעריכים כי רכישה זו תאפשר לחברה להגדיל את תיק האשראי שלה בתחומים אלו, ובפרט את תיק האשראי נטו לז"א, וזאת לצד המשך גידול בפעילות ניכיון השיקים. כך, תיק האשראי נטו צפוי להמשיך לצמוח להערכתנו בקצב גבוה יחסית, בטווח שבין 30%-35% בשנה. כמו כן, אנו צופים כי החברה תפעל להגדיל את בסיס המימון שלה על מנת לתמוך בתכניות הצמיחה שלה, ובפרט לאור כניסתה של החברה לתחום הנדל"ן, תוך שיפור בפרופיל הנזילות, אשר יתמוך בהעלאת הדירוג של החברה.

בתרחיש זה, אנו צופים המשך צמיחה בהיקף הכנסות המימון נטו, שינוע בטווח שבין 30%-45% בשנה בטווח התחזית לאור הגידול הצפוי בתיק האשראי, לצד שמירה על המרווח הפיננסי, שלהערכתנו יוותר בדומה לשיעורו בשנתיים האחרונות. בתוך כך, המרווח הפיננסי צפוי להיות מושפע מחד מהתחרות הגוברת בענף האשראי החוץ בנקאי המגובה בשיקים דחויים, ומנגד מהשפעות מאקרו כלכליות (ריבית, אינפלציה) שצפויות להשליך על סיכון אשראי הלקוחות ולגזור עליה בשיעור הריבית הממוצעת בגין תיק הלקוחות לצד עליה מסוימת של עלות מקורות המימון של החברה. יחד עם זאת, ככל והחברה תפעל לבסס את פעילותה בתחום הנדל"ן, אנו

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

צופים כי עשויה להיות לכך השפעה ממתנת על שיעור הריבית הממוצעת בסך תיק האשראי, שלהערכתנו תקבל ביטוי מסוים כבר במהלך שנת 2023. לאור האמור לעיל, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווחים שבין 7.5%-6.5% ו-10.5%-9.0%, בהתאמה. שיעורים אלו בולטים לטובה ביחד למערכת ותומכים בהמשך פוטנציאל הבניה של ההון, כאשר יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין 25%-22%. כמו כן, כרית ההון צפויה לתמוך בתוכניות הצמיחה של החברה, ומאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה על פני המחזוריות הכלכלית, להערכתנו. מנגד, אנו צופים כי הסביבה העסקית התחרותית, חוק חדלות הפירעון ותחילת העלאת הריבית במשק לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, יובילו להמשך לחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור הוצאות לחומ"ס ביחס לתיק האשראי יעלה בטווח התחזית וינוע בין 0.8%-0.9%. לאור מגמות אלו, תיתכן גידול בהפרשות הספציפיות שיגזרו עליה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 0.05%-0.15%, אולם יחסים אלו יוותרו טובים ביחס לדירוג. מנגד, שיעור החובות הבעייתיים של החברה מכריות הספיגה, צפויה לנוע סביב 10%, ולגלם עליה ביחס לשנת 2021 כאשר שיעורים אלו מכבידים על רמת הדירוג.

### אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג מציב לחיובי לדירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה החברה, משקף את הערכתנו להמשך שיפור בפרופיל העסקי של החברה. הנחה זו מתבססת על הצפי להמשך הרחבת פעילותה של החברה בענפי ניכיון השיקים והלוואות למגזר ה-SME, ולאור תכניות החברה לבסס את פעילותה בענפי הנדל"ן והתשתיות ובפרט במימון יזמי נדל"ן נוכח השלמת עסקת השקעה ורכישת מניות ארנו, אשר צפויה לתמוך גם בפיזור קווי העסקים לאורך זמן. בתוך כך, אנו צופים שיפור בפרופיל הפיננסי שיתבטא בהמשך גידול בפוטנציאל הרווח, אשר יוסיף לתמוך בבניית הכרית ההונית. אנו סבורים, שככל והחברה תפעל לשפר את בסיס המימון והתנאים מול המערכת הבנקאית, אלו יסייעו לחברה במימוש תוכניותיה, ובשיפור פרופיל הנזילות ובגמישותה הפיננסית.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

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

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

2017	2018	2019	2020	2021	
598	3,506	4,652	22,973	31,045	מזומנים ושווי מזומנים
286,867	478,280	685,656	755,061	1,140,026	אשראי ללקוחות, נטו
18,948	8,595	12,642	20,644	26,108	יתרת הפרשה לירידת ערך
185,136	369,881	546,123	526,555	892,072	חוב פיננסי [1]
295,613	499,023	717,645	819,120	1,219,407	סך נכסים במאזן
105,631	115,632	128,058	244,353	279,337	הון עצמי

39,558	55,003	88,222	88,741	110,057	הכנסות מימון, נטו
6,243	3,575	6,697	7,210	3,695	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים
24,800	25,821	55,831	55,978	70,562	רווח נקי
32,460	48,706	80,060	80,493	95,617	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים

12.1%	12.4%	13.7%	10.8%	10.4%	מרווח פיננסי [2]
36%	23%	18%	30%	23%	הון עצמי / סך נכסים
9.3%	8.6%	9.2%	7.3%	6.9%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
12.2%	12.3%	13.2%	10.5%	9.4%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
6.2%	1.8%	1.8%	2.7%	2.2%	יתרת הפרשה לירידת ערך / אשראי ללקוחות ברוטו*
2.3%	0.9%	1.1%	1.0%	0.4%	הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

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

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה לרגולציה ולמגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. רמת התחרות מושפעת הן מהמערכת הבנקאית (כ- 95% מהאשראי העסקי ממומן ע"י המערכת הבנקאית<sup>2</sup>), בדגש להלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME), והן ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בנוסף לכך, 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. כמו כן, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. 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. שניונים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. 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

<sup>2</sup> הערכות מידרוג על בסיס דוחות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות והיקף האשראי הניתן למגזר העסקים הקטנים והזעירים בבנקים

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), באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). 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.

### שיפור בפרופיל העסקי ומודל הפעילות המבודל תומכים בקביעת האופק החיובי

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של 40% בתיק האשראי ברוטו<sup>3</sup> בשנים 2017-2021), כך שנכון ל-31 בדצמבר 2021, עמד תיק האשראי ברוטו על כ-1,166 מיליוני ש"ח. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם נוכח גודלה המשמעותי ביחס למתחרותיה הפועלות בענף. הצעת הערך של החברה כוללת שירותים פיננסיים ללקוחות, ובהם ניכיון שיקים מסחריים והעמדת מסגרות אשראי כנגד קבלת בטוחות שונות<sup>4</sup>, כאשר אנו סבורים כי מודל פעילות זה מבודל יחסית ביחס למתחרותיה בענף לאור התמחות החברה בקבלת בטוחות. בתוך כך, שיעור שווי הבטוחות לתיק אשראי ברוטו, על פי הערכת החברה לבטוחות, עמד על כ-70%<sup>5</sup> נכון ל-31 בדצמבר 2021, אשר הינו גבוה יחסית לקבוצת ההשוואה, ותומך להערכתנו ביכולת השבת ההכנסות של הלקוחות המובטחים לאורך זמן. כמו כן, התמחות זו נתמכת בכ"א ייעודי הכולל מחלקה משפטית המתמחה בתהליכי רישום השעבוד ומימוש, החיתום והגבייה, תוך שימוש במערכת מידע ייעודית המתמחה בניהול תיקי הגבייה. נציין כי, לדברי החברה, יכולת השבת הכנסותיה מתבססת גם על היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי, לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים אשר מספקת החברה ללקוחותיה.

מרבית פעילות החברה מבוצעת באופן ישיר מול לקוחותיה (בשונה מפעילות מול נותני שירות אשראי), גורם התומך בפיזור לקוחות אולם שיעור החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה אשר עמד על כ-31% מתיק האשראי נכון ליום 31 בדצמבר 2021 (כ-30% בממוצע בין השנים 2018-2021), אשר הינו ריכוזי יחסית. כמו כן, לחברה ריכוזיות ענפית המשתקפת בחשיפה גבוהה יחסית ללקוחות בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן, ששיעורם עמד על כ-50% מתיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2021, ובשיעור דומה לממוצע השנים האחרונות, כאשר להערכתנו, מרבית לקוחות אלו הינם חברות קבלניות הפועלות בתחומי התשתיות והנדל"ן השונים. ריכוזיות זו חושפת את החברה להאטה אפשרית בענפי הנדל"ן והתשתיות אולם זו ממותנת במידה מסוימת על ידי שיעור בטוחות משמעותי ביחס לענף, כאמור. הפרופיל העסקי של החברה נתמך במגוון הולם של מקורות מימון, אשר כולל בעיקר שלושה קווי אשראי מבנקים ואגרות חוב במחזור (סדרה א'). אלו, לצד היקף הון עצמי שעמד על כ-280 מיליוני ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2021, תומכים בגמישותה הפיננסית ובפוטנציאל הצמיחה של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסיבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות מאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי לעליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. עם זאת, אנו סבורים כי החברה תמשיך לדבוק באסטרטגיית הצמיחה בהיקפי פעילותה, במסגרתה זו צפויה להגדיל את פעילותה בענפי הנדל"ן והתשתיות ובפרט במימון יזמי נדל"ן נוכח השלמת עסקת השקעה ורכישת מניות ארגו, שהושלמה בחודש אפריל לשנת 2022. ארגו הינה חברה פרטית העוסקת בעיקר בהעמדת אשראי למיזמי נדל"ן ובכלל זה מסגרת אשראי לבניה, ערבויות והשלמות הון ליזמות והתחדשות עירונית. בתוך כך, אנו מעריכים כי רכישה זו תאפשר לחברה להגדיל את תיק האשראי שלה בתחומים אלו, ובפרט את תיק האשראי נטו לז"א, וזאת לצד המשך גידול בפעילות ניכיון הממסרים הדחויים. כך, תיק האשראי נטו יצמח להערכתנו בקצב גבוה יחסית, בטווח שבין 30%-35% בשנה. בנוסף, אנו צופים כי החברה תמשיך להרחיב את מערך המימון שלה בטווח התחזיתי, אשר יתמוך בקצבי הצמיחה כאמור.

<sup>3</sup> תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים.

<sup>4</sup> בטוחות מוחשיות הכוללות לפי הגדרת החברה שעבוד מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, תקבולי פרוייקטים, מניות בחברות ציבוריות אך איננו מייחס שווי לבטוחות שאינן מוחשיות ובכלל זה ערבויות אישיות, שטרי הון, המחאת זכות, שיעבוד שוטף על נכסים וזכויות ועוד.

<sup>5</sup> שיעור זה משקף, בין היתר, שיעור גבוה של בטוחות מסוג מניות של חברות ציבוריות המאופיינות בתנודתיות גבוהה להערכתנו.

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

החברה הינה חברה ציבורית המתנהלת על פי הסטנדרטים הנהוגים בחברות ציבוריות, לרבות בנושאי ממשל תאגידי. הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל תשעה דירקטורים, בהם גם שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור בלתי תלוי. בנוסף, לחברה ועדת אשראי, המונה ארבעה דירקטורים, ביניהם דירקטור חיצוני אחד. יחד עם זאת, נציין כי מנכ"ל החברה הינו הממונה על ניהול הסיכונים בחברה, כאשר אנו סבורים כי לכך עלולה להיות השפעה שלילית על אפקטיביות ניהול הסיכונים בחברה. כמו כן, אנו מניחים כי המרווח הפיננסי הגבוה של החברה עשוי להעיד, בין היתר, על פרופיל סיכון גבוה יחסית של לקוחות החברה, וכי המרווח מושפע גם מריביות פיגורים.

תיק האשראי של החברה הינו מפוזר יחסית, ומשתקף בפיזור מושכים סביר, כך שחלקם של 10 המושכים הגדולים עמד על כ- 25% מיתרת תיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2021, וללא שינוי משמעותי בשנים האחרונות. עם זאת, כי חלקם של 10 המושכים מההון העצמי של החברה עמד על כ- 103%, לאותו מועד (לעומת כ- 71% בתקופה המקבילה אשתקד, אשר הושפע גם מהנפקה והקצאת הון במהלך שנת 2020). כמו כן, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם יחסית (בדומה לענף), כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן כאמור, המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי הינו קצר מאוד, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2021, כ- 68% מתיק האשראי לפעילות זמן קצר נפרע תוך 90 ימים, ומאפשר להערכתנו גמישות ניהולית וחיתומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי עלות המימון. יחד עם זאת, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי כאמור, מח"מ התיק עלול להתארך במידה מסוימת בטווח הזמן הבינוני ולהעיב על הגמישות העסקית של החברה.

## רווחיות החברה בולטת לטובה ביחס למערכת ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, ממרווח פיננסי גבוה יחסית, ומיעילות תפעולית הנגזרת מהמודל העסקי של החברה. נכון ליום 31 בדצמבר 2021, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ-13.7%, ומגלם מגמת שחיקה לאורך השנים האחרונות (כ-15.5% בשנת 2020 וכ-17.5% בממוצע בשנים 2017-2020), נוכח התחרות הגוברת בענף המימון החוץ בנקאי, שינוי בתמהיל הלקוחות והוזלת מקורות המימון, אשר אפשר לחברה להמשיך ולהגדיל את היקפי פעילותה. בד בבד, עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ- 3.3% נכון לאותו מועד, ומגלמת אף היא מגמת ירידה לאורך השנים האחרונות, (כ- 5.2% בממוצע בשנים 2017-2020), וזאת לאור שיפור תנאיה מול המערכת הבנקאית וחיזוק נגישותה לשוק ההון על ידי הנפקת אגרות חוב. לאור זאת, המרווח הפיננסי נשחק בשנים האחרונות, אולם שמר על יציבות מסוימת לעומת תקופה מקבילה אשתקד, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2021, המרווח הפיננסי עמד על כ- 10.4% (2020: 10.7%), אשר הינו הולם ביחס לקבוצת ההשוואה, ומגלם את סביבת הפעילות שבה מתמקדת החברה. בנוסף, לחברה יעילות תפעולית בולטת לטובה ביחס למערכת, כפי שמשתקף ביחס היעילות התפעולית (יחס הוצאות תפעוליות להכנסות) אשר עמדה על כ- 14% בשנת 2021, וללא שינוי מהותי ביחס לשנים האחרונות. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות - התשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה<sup>6</sup> עמדו בשנת 2021 על כ- 7.0% וכ- 9.4%, בהתאמה, והינם בולטים לטובה ביחס למערכת ותומכים בפוטנציאל בניית כרית ההון ובאופק החיובי של החברה. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים המשך צמיחה בהיקף הכנסות המימון נטו, שינוע בטווח שבין 30%-45% בשנה בטווח התחזית לאור הגידול הצפוי בתיק האשראי, לצד שמירה על המרווח הפיננסי, שלהערכתנו יוותר בדומה לשיעורו בשנתיים האחרונות. בתוך כך, המרווח הפיננסי צפוי להיות מושפע מחד מהתחרות הגוברת בענף האשראי החוץ בנקאי המוגבה בשיקים דחויים, ומנגד מהשפעות מאקרו כלכליות (ריבית, אינפלציה) שצפויות להשליך על סיכון אשראי הלקוחות ולגזור עליה בשיעור הריבית הממוצעת בגין תיק הלקוחות לצד עליה מסוימת של עלות מקורות המימון של החברה. יחד עם זאת, ככל והחברה תפעל לבסס את פעילותה בתחום הנדל"ן, אנו צופים כי עשויה להיות לכך השפעה מסתגלת על שיעור הריבית הממוצעת בסך תיק האשראי, שלהערכתנו תקבל ביטוי מסוים כבר במהלך שנת 2023. לאור האמור לעיל, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווחים שבין 6.5%-7.5% ו- 9.0%-10.5%, בהתאמה. שיעורים אלו בולטים לטובה ביחד למערכת ותומכים בהמשך פוטנציאל הבניה של ההון.

<sup>6</sup> רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

## שיפור מסוים באיכות הנכסים שעודנה נמוכה ביחס לדירוג, אולם ממותנת נוכח מרכיב בטוחות מהותי יחסית

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון סבירה לדירוג, ומושפעת לשלילה משיעור חובות בעייתיים לסך התיק ברוטו<sup>7</sup> ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) אשר עמדו על כ- 8.6% וכ- 32.7%, ליום 31 בדצמבר 2021. מדדי סיכון אלו מעיבים על דירוגה של החברה ואינם בולטים לטובה ביחס לקבוצת השוואה, אולם מגלמים שיפור ביחס לשנים האחרונות, בעיקר לאור הצמיחה בתיק האשראי ובכרית ההונית, התאוששות המשק ממשבר הקורונה ותמיכה בעסקים במסגרת תכנית הסיוע שניתנה על ידי המדינה למגזר ה-SME לאחר התפשטות משבר הקורונה בשנת 2020. נציין כי, יחסים אלו אינם מביאים בחשבון את ערכן של הבטוחות מדרגה ראשונה המשועבדות לטובת החברה, ואשר אנו מעריכים כי יש בהן למתן את סיכון האשראי של התיק ואת יכולת השבת ההכנסות. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים מתיק אשראי שעמד על 0.4% בשנת 2021, אשר הינו מתון ביחס לשנים האחרונות (כ- 1.3% בממוצע בשנים 2017-2020) ונתמך מקבלת בטוחות<sup>8</sup> מוחשיים ומהתאוששות בסביבה העסקית, כאמור. כמו כן, יחס הכיסוי ויתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים עמד על כ- 31% ליום 31 בדצמבר 2021, ומשקף כרית הפרשה סבירה ביחס לסיכון זנב בתיק האשראי של החברה.

על פי נתוני החברה, נכון ליום 31 בדצמבר 2021, לטובת החברה עומדים שעבודים מדרגה ראשונה על נכסים וזכויות בשווי של כ- 793 מיליוני ש"ח, על פי הערכות של החברה, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים. אלו כוללים נכסי נדל"ן, כלי רכב, ציוד הנדסי, תקבולי פרויקטים, מניות חברות ציבוריות ועוד, כאשר שעבודים אלו היוו כ- 70% מסך תיק האשראי ברוטו, לאותו מועד. לצד זאת, מחזיקה החברה בערבויות אישיות, שעבודים מדרגה שניה, שש"ק ועוד, כנגד חובות שונים אשר תומכים אף הן ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים. מנגד, אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע כאמור מריכוזיות ענפית גבוהה לענפי התשתיות, הנדל"ן והבנייה (כ- 50% מיתרת הלקוחות נכון ליום 31 בדצמבר 2021), אשר עלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו. כמו כן, ענפים אלו חשופים להשפעות מאקרו כלכליות ולהתפתחויות בשרשראות האספקה, אשר עלולים להוביל להאטה בענפים אלו.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים כי הסביבה העסקית התחרותית, חוק חדלות הפירעון ותחילת העלאת הריבית במשק לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, יובילו להמשך לחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור הוצאות לחו"מ<sup>9</sup> ביחס לתיק האשראי יעלה בטווח התחזית וינוע בין 0.8%-0.9%. לאור מגמות אלו, תיתכן גידול בהפרשות הספציפיות שיגזרו עליה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 0.05%-0.15%, אולם יחסים אלו יוותרו טובים ביחס לדירוג. מנגד, שיעור החובות הבעייתיים של החברה מכריות הספיגה, צפויה לנוע סביב 10%, ולגלם עליה ביחס לשנת 2021 כאשר שיעורים אלו מכבידים על רמת הדירוג.

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

נכון ליום 31 בדצמבר 2021, החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס ההון העצמי למאזן של כ- 23% לעומת כ- 29.8% ליום 31 בדצמבר 2020, כאשר הקיטון נבע בעיקר מצמיחה משמעותית בתיק האשראי לצד גידול מתון יותר בהון העצמי (בניכוי דיבידנדים ששולמו במהלך השנה האחרונה). בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים כי הכרית ההונית של החברה תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 30% מהרווח הנקי של החברה, בהתאם למדיניות שנקבעה על ידי הדירקטוריון. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי פוטנציאל בניית הכרית יוותר גבוה, וזאת נוכח פוטנציאל צבירת רווחים משמעותית ביחס למערכת, כאשר יחס המינוף המאזני צפוי לנוע בטווח שבין 25%-22%. כמו כן, כרית ההון צפויה לתמוך בתוכניות הצמיחה של החברה, ומאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה טובה על פני המחזוריות הכלכלית, להערכתנו.

<sup>7</sup> המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי לקוחות בנינו נעשתה הפרשה בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ובתוספת אשראי בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה בנינו הפרשה וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים

<sup>8</sup> מדיניות ההפרשה של החברה מביאה בחשבון את ערכן של הבטוחות המוחשיות אשר מנוכות מההפרשה על החוב

## פרופיל הנזילות אינו בולט לטובה ביחס לדירוג כאשר הגמישות הפיננסית סבירה לדירוג ונתמכת במגוון הולם של

### מקורות מימון

לחברה מגוון מקורות מימון הכוללים נכון ליום 31 בדצמבר 2021, מימון משלושה בנקים ואגרות חוב (סדרה א'). נכון למועד העדכני, מערך המימון מהתאגידים הבנקאיים כולל מסגרות אשראי חתומות בהיקף מהותי של כ- 700 מיליון ש"ח ומסגרות אשראי לא חתומות בהיקף של כ- 100 מיליון. כמו כן, הנפקת אגרות החוב (סדרה א') בנובמבר 2020, והרחבתן במהלך השנה האחרונה אפשר לחברה לגוון את מקורות המימון שלה ולשפר את תנאי האשראי מול המממנים. כתוצאה מהאמור, יחס היתרות הנזילות<sup>9</sup> ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ- 100% והינו נמוך ביחס לדירוג, אך אנו סבורים כי הנגישות הטובה למקורות מימון לצד מח"מ התיק הקצר של תיק האשראי (נכון ליום 31 בדצמבר 2021 כ- 68% מסך תיק האשראי נפרע תוך 90 ימים), תומכים בגמישות הפיננסית ובנזילותה של החברה בעת הצורך, כמו גם ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, אולם תוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. כמו כן, אנו סבורים כי לחברה מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (עם מינימום של כ- 20% וכ- 190 מיליון ש"ח, בהתאמה) אשר צפוי אף הוא לתמוך בגמישותה הפיננסית. יחד עם זאת, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 בדצמבר 2021, יחס זה עמד על כ- 65% והינו נמוך ביחס לדירוג. בטווח התחזית אנו צופים כי החברה תמשיך להגדיל את בסיס המימון שלה על מנת לתמוך בתכניות הצמיחה שלה, ובפרט לאור כניסתה של החברה לתחום הנדל"ן, תוך שיפור בפרופיל הנזילות, אשר יתמוך בהעלאת הדירוג של החברה.

### שיקולים נוספים

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

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

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

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

### שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. כמו כן, מידרוג אינה מניחה חשיפה מהותית לסיכונים ממשל תאגידי.

<sup>9</sup> יתרות הנזילות כוללות מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופניות.



## מטריצת הדירוג:

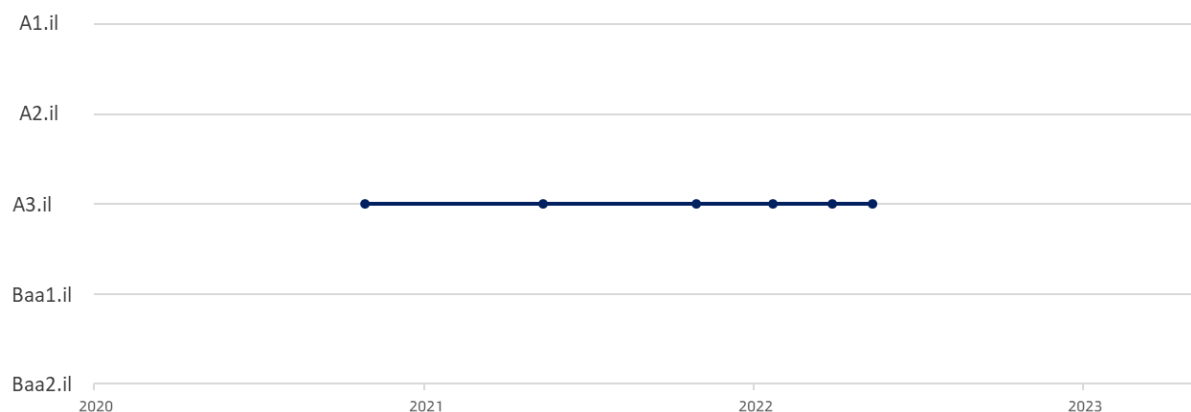
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2021					
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה	
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות	פרופיל עסקי	
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי		
B.il	-	B.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון		
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים			
Aaa.il	7.0%	Aaa.il	6.92%	רווח נקי למוצע נכסים	רווחיות	פרופיל פיננסי	
Aaa.il	10.0%	Aaa.il	9.38%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי למוצע נכסים			
Ba.il	10.0%	Baa.il	8.6%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו			איכות נכסים
Aaa.il	0.1%	Aaa.il	(0.18)%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו			
Aa.il	23.5%	Aa.il	23.0%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון		
Baa.il	99.9%	Baa.il	119.7%	יחס כיסוי הנזילות			
Ba.il	65%	Ba.il	65%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	מימון ונזילות		
A.il	5	Baa.il	4	מגוון מקורות מימון			
Baa.il	-	Baa.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית		
<b>A3.il</b>							<b>דירוג נגזר</b>
<b>A3.il</b>						<b>דירוג בפועל</b>	

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

## אודות החברה

א.ס.א. אקורד בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת מאז נובמבר 2014 בענף האשראי החוץ בנקאי לעסקים, בעסקאות אשראי במח"מ קצר ובינוני, בעיקר באמצעות מסחר בממסרים דחויים, מסחר בממסרים דחויים של צדדי ג' ו/או ממסרים עצמאיים. בעלי המניות בחברה הם מר עדי צים, בעל השליטה המחזיק בכ- 62.31% 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 בבקשותיה לקבלת רישיון מורחב. יודגש, כי עד למועד החלטת רשות שוק ההון בבקשות החברה, חלות על החברה הוראות חוק נותני שירותים פיננסיים, כאילו הינה בעלת רישיון.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[א.א.ר. אקורד בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

16.05.2022	תאריך דוח הדירוג:
20.01.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.10.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
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 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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