

גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ

מעקב | אפריל 2022

אנשי קשר:

אביאור דגן

אנליסט - מעריך דירוג ראשי
avior.dagan@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

אנליסט בכיר - מעריך דירוג משני
amit.federman@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק של A3.il באופק יציב לגמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ (להלן: "החברה").

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 אשר גבוהה ביחס לכלל חברות בענף המימון החוץ בנקאי. איכות הנכסים בולטת לשלילה ביחס לדירוג ומושפעת משיעור חובות בעייתיים¹ כהגדרתם במידרוג, אשר מביאים בחשבון, הלוואות שנמצאות בפיגור מעל שנה, גבוה לתיק אשראי ולסך כריות הספיגה של החברה. לדברי הנהלת החברה, מדובר בהלוואות שהוארכו על ידי החברה לצורך התאמת תקופת ההלוואה למשך הפרויקט וזאת רק לאחר שהחברה בחנה כי ביצוע הפרויקט ורמת המכירות בו תואמים את השלב בו מצוי הפרויקט וכי לא חלה עלייה ביחס ה-LTV באופן שעלול לסכן את החזר ההלוואה. להערכתנו, המודל העסקי של החברה תומך את הדירוג, יחד עם זאת, נציין כי, תקופות ארוכות של פיגורים בהלוואות עלולות להשפיע לשלילה על איכות הנכסים. נכון ליום 31 בדצמבר 2021, לחברה אין חובות אבודים מיום הקמתה, נתון אשר משפיע לחיוב על הדירוג.

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 מימון יציבה יחסית. עם זאת, בשנת 2021 חלה ירידה בהיקף הרווח הנקי של החברה ביחס לשנת 2020, בין היתר, לאור קיטון בהכנסות ריבית בין היתר בגין הלוואות משתתפות ברווחים ושחיקה במרווח הפיננסי של החברה.

בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי וזאת על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודות בקצב מכירת דירות אשר מושפע מגורמים אקסוגניים 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.

בתרחיש זה אנו צופים עלייה מתונה בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2021, וזאת תחת הנחה של צמיחה בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. בנוסף, אנו מניחים עלייה בסיכון האשראי, אשר תתבטא בגידול בהיקף הוצאות להפסדי אשראי. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווח שבין 3.2%-4.1% ו-4.7%-5.6%, בהתאמה, בשנות התחזית.

נכון ליום 31 בדצמבר 2021, יחס ההון העצמי למאזן של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ועומד על כ-39.4%. אנו סבורים כי בתקופת התחזית הכרית ההונית של החברה תמשיך להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מסך הרווח הנקי. כמו כן, בהתאם להנחות צמיחת תיק האשראי בשנות התחזית, אנו מניחים, כי יחס הון עצמי למאזן של החברה יעמוד בטווח של כ-28%-30%. מבנה המימון וגיוון מקורות המימון של החברה באמצעות שני גופים מוסדיים ושני תאגידים בנקאיים (בהיקף מסגרות והלוואות בסך כולל של 620 מיליון ₪, נכון ליום 31 בדצמבר 2021) לטווחי זמן שונים הנעים בין זמן קצר לזמן בינוני, משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר העלול להעבי על הגמישות הפיננסית של החברה ויכולת התאמה של מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון. עם זאת, יש לציין לחיוב את המדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על סף נזילות מתוך מסגרות האשראי שהועמדו לה (בתוספת יתרת המזומנים בחברה) בסך שלא יפחת מ-10% מהיקף מקורות האשראי של החברה, אשר יישמר בכל עת, וכן שיפור הנגישות של החברה למקורות מימון, אשר נתמכת בהגדלת מגוון מקורות המימון. בנוסף, אנו מעריכים,

¹ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו 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 שנה אשר לא נעשתה בגינו הפרשה. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

כי החברה תשמר מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (על פי יחס מינימלי של כ- 22% וכ- 80 מיליון ₪, בהתאמה).²

שיקול נוסף אשר משפיע לחיוב על הדירוג הינו אסטרטגיית החברה אשר באה לידי ביטוי במתן הלוואות בטווח המינימלי של תחזית משך הפרויקט, המהווה גורם תומך בשליטה רחבה יותר של החברה להאריך את משכי ההלוואות לפרויקטים בהתאם לצורך ובהתאם להתקדמות הפרויקטים.

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 להתאוששות המשק בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, ובכך על ההשלכות הצפויות על הסביבה הכלכלית, ענף המימון החוץ בנקאי והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות בתיק האשראי
- שיפור משמעותי בשיעור החובות הבעייתיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה באופן משמעותי
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

נמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

2018	2019	2020	2021	
22,538	6,950	31,393	945	מזומנים ושווי מזומנים
348,393	491,472	520,034	513,420	תיק אשראי, ברוטו [1]*
1,114	1,444	1,710	1,477	יתרת הפרשה לירידת ערך
286,075	394,184	417,956	307,219	חוב פיננסי ברוטו [2]*
370,221	497,443	551,229	514,416	סך נכסים במאזן*
78,612	98,364	125,773	202,661	הון עצמי

2018	2019	2020	2021	
36,423	44,662	57,539	48,145	הכנסות ממימון פרויקטים
(1,337)	330	266	(233)	הפסדים (רווחים) ממימון פרויקטים ושינוי בהפרשה להפסדי אשראי
17,417	19,752	27,409	21,735	רווח נקי
21,264	25,979	35,869	28,230	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים

2018	2019	2020	2021	
6.0%	6.2%	7.0%	5.8%	מרווח פיננסי [3]
21.2%	19.8%	22.8%	39.4%	הון עצמי / סך נכסים
4.8%	4.6%	5.2%	4.1%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
5.9%	6.0%	6.8%	5.3%	רווח לפני מס והפסדי אשראי והפסדים מירידת ערך לקוחות וחייבים / נכסים ממוצעים
0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	יתרת הפרשה לירידת ערך / תיק אשראי ברוטו [1]
(0.4%)	0.1%	0.1%	(0.0%)	הפסדים (רווחים) ממימון פרויקטים ושינוי בהפרשה להפסדי אשראי / ממוצע
				תיק אשראי ברוטו [1]

* בשנת 2018 נתונים אלו מבוססים על התאמות מהתקינה הישראלית לתקינת ה-IFRS שהתקבלו מהחברה. התאמות אלו אינן מבוקרות על-ידי רואה החשבון המבקר

[1] תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

[2] התחייבויות לתאגידים בנקאיים, התחייבויות לתאגיד פיננסי, התחייבויות לצדדים קשורים והלוואות בעלים

[3] הכנסות ממימון פרויקטים לתיק אשראי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)

² בהתאם לאמות המידה המחמירות ביותר שעל החברה לעמוד במסגרת הסכמי האשראי אל מול התאגידים הבנקאיים והגופים המוסדיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים והיצבות 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 ההון העצמי הנדרש ליזמים לצורך קבלת ליווי פיננסי לפרויקטים בתחום הבניה. על פי רוב, הליווי הפיננסי בפרויקטים נעשה אל מול תאגיד פיננסי אשר מעמיד את החוב הבכיר כנגד בטוחות ושיעבודים. מתן האשראי מצד החברה מאופיין בבטוחות מדרגה שנייה, ערבות אישית של היזם וקדימות בקבלת העודפים מהפרויקט.

תקופת המימון המקובלת בפעילות זו הינה במח"מ בינוני עד ארוך (24-48 חודשים). הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים, רמת התחרות והיצבות בענף.

ענף הייזום למגורים בישראל מאופיין במיעוט קרקעות זמינות למגורים, ביקוש קשיח לדירור וריבוי טבעי גבוה, התומכים בצד הביקוש וממתנים את סיכוני המכירה. מנגד, תקופת הפיתוח והקמה הארוכות, סיכוני 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 מושפעות מגורמים אקסוגניים. הענף מורכב ממגוון גופים המעניקים אפשרויות מימון שונות למגזר ייזום נדל"ן למגורים, וכולל בין היתר, קרנות פרטיות חוץ בנקאיות, בנקים, חברות ביטוח וחברות ציבוריות המעניקות הלוואות להשלמת הון, גופים המעניקים ליווי פיננסי כולל (במסגרת העמדת חוב בכיר) וכן מימון על ידי גיוסי חוב משוק ההון. חסמי הכניסה העיקריים לענף זה כוללים, בין היתר, נגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים המאפשרים את פעילות העמדת הלוואות לפרויקטים בתחום הנדל"ן וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון וידע בביצוע השקעות נדל"ן רחבות היקף בישראל ובניהול תיק אשראי נדל"ני המכיל פרויקטים שונים, רכיבי חוב שונים ומח"מ שונה, הסדרים מול מעמדי חוב בכיר, היכרות עם יזמי נדל"ן מנוסים. כל אלה תומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית.

שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיצבות בענף. בשנים האחרונות עבר ענף המימון החוץ-בנקאי אסדרה שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, אשר חלקים ממנו נכנסו לתוקף ביולי 2017. במסגרתו, בין היתר, נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי וחוק מוסדי בישראל, 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 ולחזק 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 בשכירות 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 ברוטו³ של כ- 15.3% בממוצע שנתי בין השנים 2019-2021. יחד עם זאת, תיק האשראי ברוטו של החברה ירד במעט במהלך שנת 2021 כתוצאה מהיקף פירעונות משמעותי (קרן וריבית), כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2021, עמד תיק האשראי ברוטו של החברה על כ- 514 מיליון ₪, המשקף קיטון של כ- 1.3% ביחס לסוף שנת 2020. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם לדירוג נוכח גודלה 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 בממוצע, וניתן בבולט עד תום תקופת הפרויקט. לרוב, החברה מעמידה כ- 50%-80% מהון העצמי הנדרש בפרויקט, כאשר מרבית הפעילות של החברה מבוצעת במסגרת פרויקטים בליווי ומימון תאגיד פיננסי (שהנו מעמיד החוב הבכיר), כנגד שיעבוד מדרגה שנייה (לאחר התאגיד הפיננסי המלווה של הפרויקט שהינו מעמיד החוב הבכיר) ולעיתים גם כנגד

³ תיק אשראי נטו (ליזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

בטוחות נוספות, כגון: ערבות אישית של היזם. לדברי החברה, יכולת גביית ההלוואות מתבססת גם על ניסיון עסקי וחיתום סלקטיבי של פרויקטים לצד היכרות עם גורמים רבים הפועלים בשוק המקומי.

נכון ליום 31 בדצמבר 2021, החברה מממנת 73 פרויקטים ל-43 לקוחות שונים כאשר לקוחותיה מהווים חברות פרטיות או ציבוריות קטנות, כמו גם מיזמים יחידים. להערכתנו, לחברה תיק לקוחות ריכוזי עם פיזור נמוך יחסית, כפי שמשתקף במספר מצומצם יחסית של לקוחות, וכן בשיעור החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה שעמד על כ-60.7% מהיקף תיק האשראי הכולל של החברה ליום 31 בדצמבר 2021, ואף נמצא במגמת עלייה לעומת השנים האחרונות (כ-48.7% בממוצע בין השנים 2018-2020). שיעור המימון שניתן ללקוח הגדול ביותר ביחס לכלל ההלוואות לחברות קבלניות עלה גם כן בשנת 2021, כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2021 עמד על כ-18.7% לעומת כ-6.6% בממוצע בין השנים 2018-2020).

בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המשבר הכלכלי הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. יחד עם זאת, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית וזאת על אף 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. צמיחת התיק צפויה להיתמך 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.

פרופיל הסיכון מוגבל נוכח מח"מ תיק אשראי ארוך יחסית

מרבית ההלוואות 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) וזאת כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משני בנקים, המעמידים אשראי לטווח קצר עד בינוני, ומשני גופים מוסדיים המעמידים אשראי לחברה לטווח בינוני. לאור זאת, להערכתנו, מח"מ מקורות מימון של החברה תואם באופן מסוים למח"מ התקבולים של החברה. אנו סבורים, כי מח"מ העסקאות הבינוני עד ארוך של החברה עלול להגביל את הגמישות הניהולית, הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, ובפרט בתקופת משבר. 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.

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 מימון יציבה יחסית. יחד עם זאת, בשנת 2021 חלה ירידה בהיקף הרווח הנקי של החברה ביחס לשנת 2020, בין היתר, לאור קיטון בהכנסות ריבית בין היתר בגין הלוואות משתתפות ברווחים שהסתיימו במהלך שנת 2021 ושחיקה במרווח הפיננסי של החברה. כך, שיעור ההכנסות ממימון פרויקטים לסך תיק האשראי הממוצע עמד על כ-9.3% בשנת 2021 (בהשוואה לכ-11.4% בשנת 2021 וכ-10.8% בממוצע בשנים 2018-2020). במקביל, חלה ירידה בעלות מקורות המימון של החברה (הוצאות מימון) לחוב הפיננסי נוכח שיפור תנאי האשראי מול הגורמים הממנים. על כן, עלות המקורות עמדה על כ-3.6% בשנת 2021 (כ-4.4% בממוצע בשנים 2018-2020). כנגד, חלה ירידה במרווח הפיננסי שעמד על כ-5.8% בשנת 2021 (לעומת כ-7.0% בשנת 2020 וכ-6.4% בממוצע בין השנים 2018-2020). יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים וכן רווח לפני מס והפסדים מפרויקטים והפרשה להפסדי אשראי (רווח ליבה) לממוצע נכסים עמדו בשנת 2021 על כ-4.1% וכ-5.3%, בהתאמה, ובשנת 2020 על כ-5.2% וכ-6.8%, בהתאמה. בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023 אנו מניחים עלייה מתונה בהכנסות של החברה ביחס לשנת 2021, וזאת תחת הנחה של צמיחה בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה יועו בתרחיש זה בטווח שבין 3.2%-4.1%, ו-4.7%-5.6%, בהתאמה, בשנות התחזית.

צפי ללחץ על מדדי הסיכון ואיכות הנכסים בשל עלייה בסיכון בשל הסביבה העסקית המתגברת

שיעור החובות הבעייתיים (כהגדרתו לעיל) לסך תיק אשראי ברוטו, ליום 31 בדצמבר 2021, עמד על כ- 11.5%. שיעור זה הינו גבוה יחסית לדירוג, ולוחץ מטה את דירוג החברה. יחד עם זאת, נציין כי המודל העסקי של החברה מביא בחשבון תקופות של פיגורים בהלוואות עבור ניתנת הארכה ממועדן המקורי וזאת בכפוף לבחינות ובדיקות שהחברה מבצעת בקשר עם רמת העודפים בפרויקט. החברה מציינת כי הינה נוהגת להאריך, מפעם לפעם, את תקופת המימון של ההלוואה ליזם על מנת להתאימה לתקופת הליווי הפיננסי ולמועד סיום הפרויקט. להערכתנו, המודל העסקי של החברה תומך את הדירוג, יחד עם זאת, נציין כי, תקופות ארוכות של פיגורים בהלוואות עלולות להשפיע לשלילה על איכות הנכסים. לדברי החברה, החל ממועד היוסדה ובמשך כ- 16 שנה, החברה גבתה את כלל החוב (קרן וריבית) שהעמידה בהלוואותיה. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדים מפרויקטים והפרשה להפסדי אשראי מתיק אשראי של כ- 0.0% בממוצע בין השנים 2019-2021. יש לציין כי נכון לשנים אלו, לא קיימות הפרשות ספציפיות להפסדי אשראי וכי קיימות רק הפרשות כלליות בגין הפסדי אשראי. יתרת ההפרשה מתיק האשראי עמדה על כ- 0.3% ליום 31 בדצמבר 2021, וגוזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ- 2.5% בלבד לאותו יום, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון בתיק. בהקשר זה, נציין כי המודל העסקי של החברה מביא בחשבון את הגמישות הנדרשת בהארכת מועדי הפירעון החוזיים, לצורך התאמתם למועדי סיום הפרויקטים בפועל ושחרור העודפים. החברה רואה בפרויקטים המצויים בשלבי ביצוע ומכירות מתקדמים, כפרויקטים ברמת סיכון נמוכה יחסית, עם רמת וודאות גבוהה יחסית של עודפים חזויים. על כן, כל עוד לא חל גידול ביחס החוב לעודפים הצפויים מהפרויקט, ברמה המסכנת את החזר ההלוואה, אזי מדיניות החברה היא להאריך את מועדי סיום ההלוואה בפרויקטים אלו, ככל שנדרש, וזאת עד למועד סיומם בפועל ושחרור העודפים המיועדים לכיסוי ההלוואה.

כחלק מהמודל העסקי של החברה, מרבית המימון שמעמידה החברה ללקוחותיה מובטח בשעבוד שני אחרי התאגיד הפיננסי המלווה של הפרויקט (מעמיד החוב הבכיר) ולעיתים גם בערבות אישית של היזם. לצורך זה נחתם הסכם בין החברה, היזם והבנק המלווה (שהנו מעמיד החוב הבכיר), המסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים. במקרים בהם המימון מועמד ליזם ללא תאגיד פיננסי מלווה, נרשמים לטובת החברה שעבודים בדרגה ראשונה⁴. במסגרת שעבוד מדרגה שניה, על החברה לקבל את הסכמת הגוף המלווה (שהעמיד מימון ללקוח) לשם מימוש הבטוחה. בהקשר זה, נציין כי, בהתאם לדברי החברה, נכון ליום 31 בדצמבר 2021, מאז הקמתה לחברה אין חובות אבודים, נתון אשר משפיע לחיוב על הדירוג. כמו כן, לדברי החברה, בעסקאות שנחתמו מאז הקמתה, כ- 3 עסקאות בלבד נקלעו לקשיים והועמדו לפירעון מידי כאשר בכלל התיקים הללו נגבה סכום הקרן ותמורותיה המלאות.

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 באיננטות הפיננסית 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 ונוכח המאפיינים ההומוגניים של ענף זה.

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עלייה מסוימת בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי, אשר ינוע בטווח של 0.3%-0.6%, זאת לאור הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענף הפעילות, ועלייה ביתרת הפרשה לתיק אשראי. כמו כן, אנו מניחים כי שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי ינוע בטווח של 11%-13%.

רמת מינוף בולטת לטובה ביחס לדירוג, התומכת ביכולת ספיגת ההפסדים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ- 39.4%, ליום 31 בדצמבר 2021 (לעומת כ- 22.8% ליום 31 בדצמבר 2020) ונתמך על ידי גיוס הון במהלך שנת 2021 וכן בניית כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים בניכוי חלוקת דיבידנדים של החברה (לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור של עד 50% מהרווח הנקי השנתי). החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף בהן התחייבה לשמור, בין היתר, על יחסי מינוף מול הגופים הממנים של מעל 22% וסך הון עצמי מוחשי של 80⁵ מיליוני ₪, כאשר החברה שומרת על מרווח רחב יחסית מדרישות אלו.

⁴ נכון ל- 31 בדצמבר 2021, שווי בטוחות בשעבוד ראשון מהווה כ- 1% מסך שווי הבטוחות של תיק הלקוחות של החברה, כאשר היתר מובטח בשעבודים מדרגה שנייה

⁵ בהתאם לאמות המידה המחמירות ביותר שעל החברה לעמוד במסגרת הסכמי האשראי אל מול התאגידים הבנקאיים והגופים המוסדיים.

אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מסך הרווח הנקי, לצד צמיחה בפעילות החברה, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה יעמוד בטווח של כ-28%-30% וזאת תחת הנחה כי קובננט ההון למאזן לא ישתנה בטווח התחזית (היחס האפקטיבי הנדרש ע"י המערכת הבנקאית והגופים המוסדיים).

לחברה מגוון מקורות מימון ופרופיל נזילות בולטים לחיוב ביחס לדירוג; מנגד, התאמה חלקית בין מח"מ התקבולים לבין מקורות המימון

מבנה המימון הקיים מתאפיין בהעמדת מימון ליזמים לטווח בינוני עד ארוך (לרוב, 24 עד 48 חודשים), כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משני בנקים בהיקף כולל של כ-250 מיליון ₪, המעמידים אשראי לטווח קצר עד בינוני, ומשני גופים מוסדיים, בסך של כ-370 מיליון ₪, המעמידים אשראי לחברה לטווח בינוני. מקורות מימון אלו משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר העלול להעיב על הגמישות פיננסית של החברה ויכולת התאמה של מח"מ התקבולים שלה עם מח"מ מקורות המימון. יחד עם זאת, נכון ליום 31 בדצמבר 2021, יחס יתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושווי מזומנים ומסגרות חתומות ופניות בלבד) ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ-470% והינו בולט לחיוב ביחס לדירוג, בין היתר, בעקבות מבנה לוח הסילוקין של החברה ל-12 החודשים הקרובים.

כמו כן, מידורג 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, לחברה אין נכסים ספציפיים משועבדים ועל כן פרמטר זה בולט לחיוב ביחס לדירוג.

יש לציין לחיוב את המדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על סף נזילות מינימלי מתוך מסגרות האשראי שהועמדו לה (בתוספת יתרת המזומנים בחברה) בסך שלא יפחת מ-10% מהיקף מקורות האשראי של החברה, אשר יישמר בכל עת וכן שיפור הנגישות של החברה למקורות מימון, אשר נתמכת בהגדלת מגוון מקורות המימון. בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה תשמר מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות האפקטיביות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון (על פי יחס מינימלי של כ-22% וכ-80 מיליון ₪, בהתאמה).

שיקולים נוספים לדירוג

מודל עסקי של החברה תומך בגמישות הנדרשת בהארכת מועדי הפירעון מול היזם

דירוג החברה מושפע לחיוב מאסטרטגיית החברה אשר באה לידי ביטוי במתן הלוואות בטווח המינימלי של תחזית משך הפרויקט, וזאת על מנת שלחברה תהיה שליטה רחבה יותר להאריך את משכי ההלוואות לפרויקטים בהתאם לצורך ובהתאם להתקדמות הפרויקטים.

שיקולי ESG

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

הממשל התאגידי של החברה נתמך בחברי הנהלה ודירקטוריון בעלי ידע נרחב וניסיון רב בתחום המימון והנדל"ן. הליכי החיתום והבקרה אחר הפרויקטים הינם קפדניים, כאשר פרויקטים בליווי בנקאי או מוסדי מאופיינים בחיתום כפול. לחברה קיימת קצינת אכיפה וציות האמונה על תדירות הבקרה הפנימית ועל עמידה בנהלים. להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה יחסית וממותנת נוכח מדיניות פיננסית סולידית המתבטאת ברמת מינוף בולטת לחיוב לדירוג ורמות נזילות מספקות ביחס אל התקבולים מלקוחותיה (קרן וריבית) ופירעונות החוב הפיננסי.

מטריצת הדירוג:

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2021			
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]	תת פרמטר	פרמטר
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי
Ca.il	-	Ca.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים	
Aa.il	4.1%-3.2%	Aa.il	4.1%	רווח נקי לממוצע נכסים	רווחיות
A.il	5.6%-4.7%	A.il	5.3%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	
B.il	13%-11%	B.il	11.5%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	איכות נכסים
Aaa.il	0.5%-0%	Aaa.il	0.0%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	
Aa.il	30%-28%	Aaa.il	39.4%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון
Aa.il	~470%	Aaa.il	~470%	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות
Aaa.il	0%	Aaa.il	0%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	
A.il	5	Baa.il	4	מגוון מקורות מימון	
Baa.il	-	Baa.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

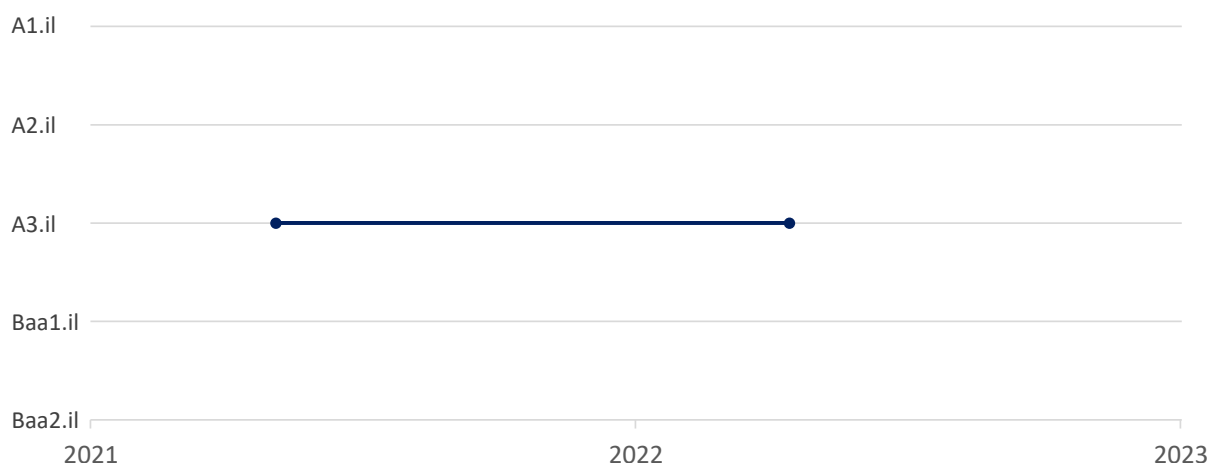
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל, ביום 3 בדצמבר 2006, כחברה פרטית בעירבון מוגבל. מיום הקמתה, החברה עוסקת בהעמדת מימון ליזמים בענף הבניה, כאשר עיקר המימון הינו לצורך השלמת ההון העצמי הנדרש ליזמים כאמור לצורך קבלת ליווי פיננסי לפרויקטים בתחום הבניה. ביום 31 במאי 2021, החלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, לאחר שהנפיקה מניות לציבור וגייסה הון בסך של כ-122 מיליון ₪.

בעלת השליטה בחברה הינה גמלא מילניום מגורים בע"מ, חברה פרטית בבעלות מלאה (100%) של גמלא מילניום השקעות בע"מ (להלן: "גמלא השקעות"). גמלא השקעות הנה חברה פרטית המוחזקת על ידי: (א) שרדא בע"מ (68.49%), (ב) זנקס פיתוח הון בע"מ (31.47%), כאשר שתי חברות אלו חברות פרטיות בשליטתו של מר אפרים שפיטלני. נכון למועד הדוח, גמלא מילניום השקעות בע"מ מחזיקה בכ-56.09% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. בעלי מניות נוספים בחברה הינם קבוצת הראל לביטוח בע"מ מחזיקה בכ-18.93% מהון המניות של החברה, כלל ביטוח (9.80%) והציבור (15.18%). מנכ"ל החברה הינו מר טל תפוחי. פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו (להלן: "חוק הפיקוח"). לחברה, רישיון למתן אשראי מורחב, כך שתוקפו הינו עד ליום 31 בדצמבר 2022, וזאת בהתאם לדרישות החלות על נותן שירותי אשראי על פי הוראות חוק הפיקוח.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

27.04.2022	תאריך דוח הדירוג:
05.05.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
05.05.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
גמלא - הראל נדל"ן למגורים 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 וליסיוני 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 וכאמור 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 ויהיה 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>