

מקס איט פיננסים בע"מ¹

מעקב | דצמבר 2020

אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

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

¹ לשעבר לאומי קארד בע"מ

מקס איט פיננסים בע"מ

דירוג מנפיק	Aa3.il	אופק דירוג: יציב
כתבי התחייבות נדחים עם מנגנון חוזי לספיגת הפסדים (CoCo)	A1.il(hyb)	אופק דירוג: יציב

מידרוג מותירה את דירוג המנפיק של מקס איט פיננסים בע"מ ("החברה") על כנו - Aa3.il באופק יציב. בנוסף, דירוג כתבי התחייבות הנדחים עם מנגנון חוזי לספיגת הפסדים (CoCo) על ידי מחיקה או מחיקה חלקית (מסווגים כהון רובד 2) נותר A1.il(hyb) באופק יציב. אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) מדירוג המנפיק של החברה לדירוג כתבי התחייבות הנדחים עם מנגנון ספיגת הפסדים (CoCo). הורדת הנוטש מגלמת את הנדחות המשפטית-חוזית ביחס ליתר התחייבויות החברה (למעט מכשירים שיוכרו ברובד 1 וההון העצמי) ומנגנון ספיגת הפסדים החוזי.

כתבי התחייבות הנדחים המדורגים על ידי מידרוג:

סדרה	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1156223	A1.il(hyb)	יציב	31.12.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב המשתקף בנתחי שוק משמעותיים בענף כרטיסי האשראי, במדיניות ניהול סיכונים וממשל תאגידי התומכים בפרופיל הסיכון ובפרופיל נזילות טוב הנשען על מספר מקורות מימון בנקאיים ושוק ההון. כמו כן, תיק האשראי מאופיין ברמת סיכון הולמת לדירוג הנתמכת בפיזור לוויים רחב, אולם קיים לחץ על מדדי הסיכון על רקע השפעות התפשטות נגיף הקורונה.

רווחיות החברה נמוכה לדירוג, מוגבלת ביעילות תפעולית נמוכה יחסית ומושפעת לשלילה מתחרות גוברת בכלל מגזרי הפעילות ומסביבה עסקית מאתגרת, אולם התייעלות תפעולית צפויה למתן את הלחץ על מדדי הרווחיות על רקע המשבר הכלכלי. כרית ההון של החברה נשחקה בעיקר כתוצאה מחלוקות דיבידנדים בהיקפים משמעותיים, אולם יחסי הלימות ההון בפער הולם ביחס ליעד הרגולטורי.

אנו מעריכים כי ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי - מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון נמוך יחסית ואילו בתחום האשראי רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים ובפרט מהמערכת הבנקאית, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות וחקיקה מקלה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון, אשר מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. אנו סבורים כי על רקע התפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה, חלה עלייה בסיכון האשראי של החברות בענף, וזאת על רקע אי הוודאות לגבי משך ועוצמת המשבר, צעדי המדיניות הננקטים במשק המקומי וההשלכות הכלכליות בטווח הקצר-הבינוני, כפי שמשתף בעלייה משמעותית בשיעור האבטלה, קיטון בצריכה הפרטית ופגיעה בנזילות משקי הבית ובתי העסק.

חברות כרטיסי האשראי נהנות מבסיס לקוחות קמעונאי רחב ומגוון ומבסיס נתונים משמעותי הן ברמת הלקוח והן ברמת בית העסק אשר אמורים לתמוך באיכות תיק האשראי לאורך זמן, וכן צפוי לאפשר להן לספק שירותים נוספים בתחומי התשלומים, האשראי ומוצרים פיננסיים נוספים ובכך לגוון את מקורות ההכנסה ולהתאים את המודל העסקי לסביבה המשתנה.

אנו מעריכים כי התגברות רמת התחרות, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים, מועדונים ובנקים אל מול חברות כרטיסי האשראי, השפיעו לשלילה על התנאים המסחריים של השחקניות בענף ועלולים להכביד על רמות הרווחיות וזאת לצד המשך מתווה הורדת העמלה הצולבת והגדלת פעילותם של מאגדים². לאור זאת בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו מניחים כי הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת עבור חברות כרטיסי האשראי, וזאת לצד הרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק וירידה בעסקאות בחו"ל בהשוואה לתקופה טרום המשבר וכנגזר השפעתם על היקפי הפעילות של החברות בענף. יחד עם זאת, הגידול במחזורי ההנפקה והסליקה

² בית עסק המאגד תחתיו מספר בתי עסק ומתקשר עם סולק לצורך קבלת שירותי סליקה בשם בתי העסק המאגדים תחתיו

ייתמך להערכתנו בהמשך גידול בשיעורי החדירה של אמצעי תשלום דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון.

תרחיש הבסיס שלנו לגבי איכות תיק האשראי וקצב גידול תיק האשראי מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות³, תוך מרכיב גבוה של אי ודאות להימשכותו והשפעתו של המשבר על היקף הפעילות הכלכלית במשק המקומי, ובהן: (1) התכווצות התמ"ג בכ- 5.8% בשנת 2020, והתאוששות בשנת 2021 אשר תתבטא בצמיחה של כ- 3.8%; (2) עלייה בשיעור אבטלה וירידה בצריכה הפרטית בכ- 9.7% בשנת 2020 והתאוששות בשנת 2021 עם צמיחה של כ- 7.4%; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה בשנות התחזית; (4) המשך תחרות במגזר האשראי הקמעונאי והעסקים הקטנים והזעירים.

בתרחיש זה אנו מניחים בשנת 2020 קצב צמיחה שלילי בתיק האשראי ברמה דומה לזו שחלה בפועל בתשעת החודשים הראשונים של השנה (קיטון של כ- 8% ביחס לסוף שנת 2019), ובשנת 2021 אנו מניחים שיעורי צמיחה מתונים יותר בהשוואה לעבר בתיק האשראי, עם שיעור צמיחה של כ- 4%-6%, תוך מיקוד באשראי הצרכני, כאשר במקביל צפויה עלייה בשיעורי הכשל ובשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לאור העלייה בסיכון משקי הבית גם נוכח ההרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק. אנו צופים המשך עליה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק שינועו בטווח שבין 1.4%-1.6%.

אנו מניחים כי התשואה על הנכסים (ROA) תמשיך להיות נמוכה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 0.6%-0.7% בשנה השניה של התחזית, וכי לאחר השחיקה המשמעותית ביחסי הלימות ההון, צפויה יציבות מסוימת ביחסים בתקופת התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה לא יסנו באופן מהותי מתרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת נציין כי בשלב זה קיימת אי ודאות בנוגע למשך משבר הקורונה ועוצמתו, ובכך על ההשלכות הצפויות על הסביבה הכלכלית ועל החברה בפרט. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התפתחות משבר הקורונה והשלכותיו על הכלכלה ועל פרופיל הפיננסי של החברה ובפרט על מדדי הסיכון שלה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בפרופיל העסקי- הן בנתחי השוק והן בפיזור מקורות ההכנסה
- שיפור משמעותי ברמת הרווחיות ויציבותה לאורך זמן
- שיפור משמעותי בכרית ההונית והלימות ההון

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה במיצוב החברה בענף והמשך שחיקה בנתחי השוק העלולים להכביד על הפרופיל העסקי ויכולת התחרות
- שחיקה בכרית ההון, ברווחיות וביציבות לאורך זמן
- הרעה משמעותית באיכות תיק האשראי

³ ממוצע תרחישי שליטה ושליטה נמוכה של תחזית המחקר של בנק ישראל, אוקטובר 2020

מקס איט פיננסים בע"מ, נתונים פיננסיים ויחסים עיקריים, במיליוני ₪ ובאחוזים:

2016	2017	2018	2019	30/09/2019	30/09/2020	
12,618	14,127	14,251	13,590	13,943	14,090	סך כל הנכסים
12,222	13,721	13,777	12,986	13,173	12,004	חייבים בגין כרטיסי אשראי, נטו
5,734	5,912	6,157	4,786	5,119	4,344	מזה: בערבות בנקים ואחרים
10,823	12,239	12,417	12,088	12,450	12,757	סך כל ההתחייבויות
6,960	7,265	6,947	7,076	7,401	6,731	מזה: זכאים בגין פעילות בכרטיסי אשראי
1,795	1,888	1,834	1,502	1,493	1,333	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות
938	987	1,030	1,027	774	644	הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
188	225	307	315	230	259	הכנסות ריבית, נטו
37	71	114	139	109	156	הוצאות בגין הפסדי אשראי
184	143	178	[3] 72	[3] 64	[2] 79	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות
295	268	358	245	197	260	רווח לפני מס בניכוי הוצאות להפסדי אשראי
24.7%	22.2%	21.7%	16.0%	15.9%	13.2%	הון עצמי / סך כל הנכסים המותאמים [1]
16.8%	15.8%	15.1%	12.5%	12.5%	10.9%	הלימות ההון ליבה
17.8%	16.8%	17.3%	15.0%	15.0%	13.4%	הלימות הון כולל
1.1%	1.0%	1.1%	1.3%	2.7%	9.6%	יתרות נזילות/סך הנכסים
1.5%	1.1%	1.3%	0.5%	0.6%	0.8%	ROA (בגילום שנתי) [4]
2.4%	2.0%	2.5%	1.8%	1.9%	2.5%	תשואת ליבה/ סך הנכסים (בגילום שנתי)
0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%	1.6%	הוצאה להפסדי אשראי/חייבים בגין כרטיסי אשראי
2.1%	2.4%	2.6%	3.1%	3.0%	3.2%	חובות בעייתיים/חייבים בגין כרטיסי אשראי
13.5%	16.4%	18.4%	24.3%	23.9%	24.6%	חובות בעייתיים/חייבים בגין כרטיסי אשראי (הון עצמי מיוחס לבעלי המניות + יתרת הפרשה להפסדי אשראי)

[1] הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים.
 [2] בנטרול השפעה חד פעמית של רווח הון ממימוש האחזקה בשופרסל פיננסים בשנת 2020 בסך של 61 מיליון ש"ח לפני מס וכ- 47 מיליון ש"ח נטו ממס, עומד על סך של 32 מיליון ש"ח.
 [3] בנטרול השפעה חד פעמית של תשלום מענק מכירה לעובדי החברה בשנת 2019 עמד על 102 מיליון ש"ח ו- 110 מיליון ש"ח ליום ה- 30 בספטמבר 2019 ו- 31 בדצמבר 2019, בהתאמה.
 [4] בנטרול ההשפעות החד פעמיות כאמור עמד היחס על 0.3%, 1.0%, ו- 0.8% ליום ה- 30 בספטמבר 2020, 30 בספטמבר 2019 ו- 31 בדצמבר 2019, בהתאמה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ומרכיב גבוה של עמלות תפעוליות תורמים ליכולת השבת ההכנסות; סביבה עסקית מאתגרת בטווח הזמן הקצר והבינוני

החברה הינה אחת משלושת חברות כרטיסי האשראי הפעילות בישראל בנוסף לחברת כרטיסי אשראי לישראל ("כאל") וישראכרט בע"מ ("ישראכרט"). ליום ה- 30 בספטמבר 2020 לחברה נתח שוק של כ- 23% מסך מחזורי ההנפקה ושיעור דומה מסך הכרטיסים התקפים. כמו כן, בתום הרבעון השלישי של השנה היקף תיק האשראי של החברה בגין אשראי לפרטיים ולעסקים עמד על כ- 5.5 מיליארד ₪ (מתוכם כ- 5.1 מיליארד ₪ אשראי לאנשים פרטיים וכ- 400 מיליון ₪ אשראי מסחרי), המשקף נתח שוק של כ- 33% מסך האשראי הענפי⁴ לאותו מועד. נציין כי נתח השוק של החברה בתיק האשראי לאנשים פרטיים ממשיך להיות מהותי (כ- 35% לאותו

⁴ של חברות כרטיסי האשראי בלבד

מועד), אולם נמצא במגמת שחיקה בשנתיים האחרונות בעקבות סיום ההתקשרות עם מועדון שופרסל בינואר 2018, כאשר באשראי לעסקים נתח האשראי של החברה ביחס למתחרותיה בענף נמוך משמעותית.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך במותג חזק יחסית שהחברה הצליחה לשמר לאחר ההיפרדות מבנק לאומי ומיתוג מחדש של החברה מ"לאומי קארד" ל-"MAX" במרס 2019. כמו כן, הפרופיל העסקי נתמך בבסיס לקוחות קמעונאי רחב ומפוזר, בסיס לקוחות עסקי משמעותי, מאגר נתונים המאפשר הצעת ערך רחבה בתחום השירותים הפיננסיים ומיצוב טכנולוגי הולם, התומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה לאורך המחזור. נציין, כי לחברה הסכמים להנפקה משותפת של כרטיסי חיוב עם חמשת הבנקים הגדולים, הצפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה ובבסיס ההכנסות התפעוליות.

בדומה לשאר החברות בענף, לחברה תמהיל פעילות הכולל מרכיב גבוה של הכנסות תפעוליות⁵ חוזרות של כ- 66% מסך ההכנסות בתשעת החודשים הראשונים של 2020, החשופות במידה פחותה למחזור הכלכלי, גם לאור הודאות רגולטורית בנוגע למתווה הורדת העמלה הצולבת, תהליך משקי מתמשך של מעבר לאמצעי תשלום דיגיטליים וצמיחת היקף הקניות המקוונות. אולם, כתוצאה מהשלכות משבר הקורונה ובפרט השפעת הסגרים והירידה בעסקאות בחו"ל, במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 מחזור ההנפקה של החברה ירד בכ- 9% בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד, עם שונות גבוהה בין החודשים השונים של השנה. הירידה בהיקפי הפעילות, לצד מתווה הפתחת העמלה הצולבת והתחרות הגוברת, הובילו לירידה בהכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי ולירידת חלקם בתמהיל הכנסות החברה (2019: כ- 77% מסך ההכנסות).

אנו מניחים כי למרות הקיטון בהעמדת אשראי לאנשים פרטיים כתוצאה מהשפעות משבר הקורונה, תיק האשראי הצרפני יוותר מנוע הצמיחה המרכזי של החברה, כאשר תמהיל ההכנסות ממרווח פיננסי, החשופות יותר למחזור ולגורמים אקסוגניים ובפרט לסביבת הריבית במשק ולשיעור האבטלה, צפוי להערכתנו להמשיך ולצמוח. במקביל לצמיחה הצפויה בהכנסות מריבית אנו מעריכים בהתאם למגמה בשנים האחרונות עלייה בשיעור הכשל ובשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לאור העלייה בסיכון משקי הבית ולנוכח הרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק בעקבות משבר הקורונה, כפי שיורחב בהמשך.

הפרופיל העסקי של החברה מוגבל להערכתנו נוכח פיזור מקורות ההכנסה שאינו בולט לטובה ביחס לדירוג, ובדומה לענף מתבסס על שלושה מרכיבים - עמלות מבתי עסק, עמלות ממחזיקי כרטיסי אשראי ומרווח פיננסי אשר שיעורם מסך ההכנסה⁶ נעמד על 29%, 43%- ו- 29% בהתאמה בתשעת החודשים הראשונים של 2020. אנו צופים כי תמהיל ההכנסות ימשיך להשתנות כך שמשקל ההכנסות ממרווח פיננסי ימשיך לגדול בטווח הזמן הקצר והבינוני. כמו כן, בשל העובדה כי החברה חדלה מלהיות תאגיד עזר בנקאי, ועל כן, רשאית לעסוק בתחומי עיסוק שלא הותרו לה בהיותה תאגיד עזר בנקאי, היא תפעל בתחומים אשר עשויים להוות מקור הכנסה נוסף (כגון שיווק ומכירת מוצרי ביטוח). בהקשר זה נציין כי החברה החלה בשיווק פוליסות ביטוחי רכב ודירה בשנת 2020 באמצעות סוכנות ביטוח בבעלות מלאה של החברה.

אנו מעריכים כי התגברות רמת התחרות, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים, מועדונים ובנקים אל מול חברות כרטיסי האשראי, השפיעו לשלילה על התנאים המסחריים של השחקניות בענף ועלולים להכביד על רמות הרווחיות וזאת לצד המשך מתווה הורדת העמלה הצולבת והגדלת פעילותם של מאגדים. לאור זאת בתרחיש הבסיס של מידורג אנו מניחים כי הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת עבור חברות כרטיסי האשראי, וזאת לצד הרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק וירידה בעסקאות בחו"ל בהשוואה לתקופה טרום המשבר וכנזגר השפעתם על היקפי הפעילות של החברות בענף. יחד עם זאת, הגידול במחזורי ההנפקה והסליקה ייתמך להערכתנו בהמשך גידול בשיעור החדירה של אמצעי תשלום דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון.

המשך גידול השימוש באפליקציות התשלומים של הבנקים, לא צפוי להשפיע מהותית על תוצאות החברות בענף בטווח הקצר, היות והן מתבססות על תשלומים דרך כרטיסי האשראי, אולם אנו מניחים כי בטווח הארוך יותר הדבר עלול להוביל לפגיעה בקשר הישיר מול לקוח הקצה ובתי העסק, ולשחוק בצורה חדה יותר את ההכנסות.

בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה תשמר את הפרופיל העסקי שלה, אולם עם ירידה משמעותית במחזורי ההנפקה בשנת 2020 של כ- 10%-12% וצמיחה של כ- 6%-8% בשנת 2021, כתלות בקצב ההתאוששות של המשק ועם שונות בקצבי הצמיחה בכרטיסים

⁵ הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
⁶ ביכוי הכנסות אחרות

בנקאיים וחוף בנקאיים. כמו כן, אנו מניחים המשך מיקוד בגידול בתיק האשראי הצרכני (בעיקר אשראי לכל מטרה) וכן באשראי העסקי, לאור שחיקת רכיב ההכנסות התפעוליות כאמור. על אף המיצוב הטכנולוגי הטוב יחסית של החברה, אנו צופים כי שמירה על חדשנות טכנולוגית ושיפור הצעת הערך ללקוח תהווה את אחד האתגרים המרכזיים לענף ולחברה בפרט בשנים הקרובות. אנו סבורים כי חברות שלא יעשו כן עשויות לחוות פגיעה משמעותית במיצוב העסקי ובפרט במידה וענקיות הטכנולוגיה העולמיות יכנסו לארץ עם התבססות תקן ה- EMV בשנים הקרובות.

מדיניות ניהול הסיכונים תומכת בפרופיל הסיכון של החברה

מערכי ניהול הסיכונים של החברה מקיפים ותומכים בהתוויית מדיניות ניהול הסיכונים, קביעת תיאבון הסיכון התואם את אסטרטגיית החברה, ניטור ובקרת סיכונים. תרבות ניהול הסיכונים בחברה מושפעת לחיוב גם בשל הפיקוח ודרישות ניהול הסיכונים של הרגולטור, אשר צפויות להיוותר גם בעתיד ומהוות נקודה חיובית לפרופיל הסיכון של החברה. בתוך כך, נציין כי החברה נדרשת לכללי באזל 3, לניהול הון ולתהליך ה- ICAAP ולאישורו ע"י הפיקוח על הבנקים, למעט בנושא ניהול סיכון הנזילות⁷. בנוסף, החברה מעצם פעילותה הפיננסית והתפעולית חשופה למספר סיכונים ובהם סיכונים אשראי, תפעול ומוניטין ובמידה פחותה להערכתנו לחשיפה לסיכונים שוק ונזילות. סיכונים האשראי הצרכני בחברה מנוהלים באמצעות מודלי דירוג סטטיסטיים הן עבור לקוחות קיימים והן עבור לקוחות חדשים. נציין, כי באפריל 2019, הוחל חוק נתוני אשראי אשר צפוי להערכתנו לסייע לחברה בתהליכי חיתום האשראי וניהולו, לרבות בשל הרחבת המידע הקיים על האובליגו הכולל של הלקוח ומוסר התשלומים שלו.

סך תיק האשראי הכולל הלוואות למשקי בית ולבתי עסק של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (כ- 13% בממוצע בשנים 2019-2016), עלול להעיד על הגדלת התיאבון לסיכון ושחיקה באיכות החיתום. גורמים ממתנים לסיכון זה הינם הפיזור הגבוה של תיק האשראי וללא חשיפות לריכוזיות לווים וענפית, מח"מ התיק הקצר יחסית ותהליכי החיתום.

כמו כן, לחברה תיק רכב משמעותי מגובה בבטוחות ביחס LTV סביר (ליום ה-30 בספטמבר 2020 כ- 13% מתיק האשראי הצרכני של החברה), אולם במגמת ירידה משמעותית לאורך השנים האחרונות. בנוסף, בדומה לחברות כרטיסי אשראי אחרות בענף, לחברה חשיפה משמעותית למערכת הבנקאות המקומית בגין הכרטיסים הבנקאיים (כ- 32% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי ל-30 בספטמבר 2020), אשר מאופיינת בסיכון נמוך להערכתנו, כפי שמשתקף גם בדירוגי הבנקים המקומיים.

לחברה מודל נזילות לניהול והתאמת מח"מ הנכסים וההתחייבויות, כאשר עיקר הנכסים וההתחייבויות של החברה הינן לטווח קצר- בינוני. יחד עם זאת, אנו סבורים כי ככל שהחברה תמשיך להגדיל את פעילות האשראי הצרכני והלוואות לבתי עסק, סיכונים השוק והנזילות עשויים להתגבר. בהקשר לכך, נציין כי לחברה נגישות טובה ופיזור הולם של מקורות מימון ותמהיל מקורות קצרים וארוכים הולם, התומכים בהתאמת מח"מ טובה (כמפורט בפרק הנזילות).

מידורג תמשיך לבחון את מבנה הבעלות הנוכחי של החברה והשפעתו על פרופיל הסיכון של החברה כתלות באסטרטגיה, שינוי בתמהיל תיק האשראי ובתיאבון לדיבידנדים. להערכתנו, בשלב זה לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון כאשר הממשל התאגידי נותר הולם וביחד עם רמת הפיקוח ההדוקה, שצפויים להימשך להערכתנו, תומכים בפרופיל הסיכון של החברה ובכריות הספיגה שלה.

תיק האשראי מאופיין ברמת סיכון הולמת לדירוג הנתמכת בפיזור לווים רחב, אולם ישנו צפי ללחץ על מדדי הסיכון על רקע המשבר הכלכלי

תיק האשראי של החברה מאופיין בריכוזיות אשראי נמוכה, הנובעת מפעילותה הקמעונאית של החברה וגוזרת יכולת השבת הכנסות טובה לאורך המחזור. מדדי הסיכון בתיק האשראי הולמים לדירוג, אם כי נמצאים במגמה שלילית בשנים האחרונות, כמשתקף בשיעור החובות הבעייתיים מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי שעמד על כ- 3.2% ליום ה-30 בספטמבר 2020 (2019: 3.1%, 2018: 2.6%, 2017: 2.4%), ועם שיעור חובות בעייתיים ביחס לכריות הספיגה (הון העצמי והפרשה להפסדי אשראי) של כ- 24.6% לאותו תאריך (2019: 24.3%, 2018: 18.4%, 2017: 16.4%). נציין, כי האחרון הושפע לשלילה גם בשל חלוקות דיבידנד בסכום מצטבר של כ- 707 מיליון ₪

⁷ חברות כרטיסי אשראי נדרשות לנהל את סיכון הנזילות שלהן על פי מודל פנימי, אך לא יחויבו לעמוד ביחס כיסוי הנזילות הפיקוחי

בשנים 2019 ו-2020. כמו כן, יחס זה הושפע גם מגידול בכרית ההפרשה הקבוצתית בתשעת החודשים הראשונים של 2020, על רקע משבר הקורונה.

ההרעה באיכות תיק האשראי נובעת בעיקר כתוצאה מגידול בפעילות האשראי הקמעונאי (אשראי לפרטיים ואשראי לעסקים קטנים וזעירים ו-SME) והשפעות אקסוגניות שצפויות גם להימשך קדימה, כגון חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי ועל רקע מגמת ההתמנפות של משקי הבית שאפינה את השנים האחרונות. כמו כן, אנו סבורים כי על רקע התפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה, חלה עלייה בסיכון האשראי של החברות בענף, וזאת על רקע אי הוודאות לגבי משך ועוצמת המשבר, צעדי המדיניות הננקטים במשק המקומי וההשלכות הכלכליות בטווח הקצר-הבינוני, כפי שמשתף בעלייה משמעותית בשיעור האבטלה, קיטון בצריכה הפרטית ופגיעה בנזילות משקי הבית ובתי העסק. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי עליית סיכון האשראי בעקבות המשבר הכלכלי אינה משתקפת במלואה במדדי הסיכון ל-30 בספטמבר 2020, זאת בין היתר לאור המתווה לדחיית תשלומי הלוואות של הפיקוח על הבנקים, לתמיכה ביכולת של משקי הבית ובתי העסק לצלוח את המשבר.

על רקע ההרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק, החברה הגדילה את כרית ההפרשה כנגד עליית סיכון זו, בעיקר באמצעות הפרשה קבוצתית, כפי שגם בא לידי ביטוי בגידול בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי, אשר עמד על 1.6% (בגילום שנתי). בתשעת החודשים הראשונים של 2020 זאת לעומת 1.0% בשנת 2019. נציין כי עלייה זו לוותה גם בהמשך קיטון יזום במשקל תיק הרכבים שהינו בעל סיכון נמוך יותר.

תיק האשראי של החברה צמח בקצב גבוה בשנים האחרונות (בנטרול השפעה חד פעמית בשנים 2018-2019 בשל הפסקת השת"פ עם שופרסל), אולם ירד להיקף של כ-5.5 מיליארד ₪ ליום ה-30 בספטמבר 2020, המשקף ירידה של כ-8% ביחס לסוף שנת 2019, כתוצאה משילוב של קיטון בביקוש בעקבות הירידה בפעילות הכלכלית במשק והירידה בצריכה הפרטית הנלווית אליה וכן התאמת מדיניות ניהול הסיכונים של החברה. בתרחיש הבסיס אנו מניחים בשנת 2020 קצב צמיחה שלילי בתיק האשראי ברמה דומה לזו שחלה בפועל בתשעת החודשים הראשונים של השנה, ובשנת 2021 אנו מניחים שיעורי צמיחה מתונים יותר בהשוואה לעבר בתיק האשראי, עם שיעור צמיחה של כ-4%-6%, תוך מיקוד באשראי הצרכני. במקביל צפויה עלייה בשיעורי הכשל ובשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לאור העלייה בסיכון משקי הבית גם נוכח ההרעה בתנאים המקרו כלכליים במשק.

פוטנציאל הצמיחה של החברה נובע גם מגמישות עסקית טובה בשל מרחק הולם מיעדי הלימות ההון הרגולטוריים ולמרות מגמת השחיקה בשנים האחרונות, בשל הצמיחה הגבוהה בתיק האשראי וחלוקות דיבידנדים.

בהתאם להנחות תרחיש הבסיס המפורטות לעיל, בשל אופיו הקמעונאי של התיק, המיקוד הצפוי בהלוואות בפרופיל סיכון גבוה יותר ובהן אשראי לכל מטרה ומימון עסקים זעירים והימשכותם של התנאים האקסוגניים שצוינו, מדדי הסיכון בתיק האשראי בתקופת התחזית צפויים להמשיך להישחק, אולם אלו יוותרו בקיבולת הדירוג. זאת גם בשל פיזור לוויים רחב, כאשר התיק מתאפיין בחשיפה לריכוזיות לוויים וענפית בולטת לטובה להערכתנו. כרית נוספת נובעת מכך שחלק מפעילות האשראי העסקי נתמכת בזכות קיזוז בגין שוברים של בתי עסק אותם סולקת החברה.

אנו צופים המשך עליה בשיעור החובות הבעייתיים לכ-3.4%-3.8% וההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק שינועו בטווח שבין 1.6%-1.4%. תרחיש זה לוקח בחשבון התמתנות בשיעורי השיקום (recovery) ועלייה בשיעור המחקיקות ביחס לשנים קודמות.

רווחיות נמוכה יחסית לדירוג; התייעלות תפעולית צפויה למתן את הלחץ על מדדי הרווחיות על רקע המשבר הכלכלי

ענף כרטיסי האשראי מושפע מתחרות גוברת בכלל מגזרי הפעילות. התחרות מתבטאת בין היתר בירידה עקבית בעמלות הסליקה לבתי העסק, שהובילו לשחיקה מתמשכת בתשואה על הנכסים הענפית. החברות בענף פועלות תחת מבנה הוצאות קשיח יחסית הגוזר יעילות תפעולית נמוכה (יחס הוצאות להכנסות⁸ ממוצע ענפי של כ-70% בשלוש השנים האחרונות) המגבילה את פוטנציאל ייצור הרווח. בנוסף, הענף כולו מאופיין בתחרות בתחום מועדוני הלקוחות ואל מול הבנקים, הלוחצת את רווחיות החברות.

⁸ בנטרול הוצאות בגין הפסדי אשראי ותשלומים לבנקים

כמו כן, כחלק מהמתווה שפורסם על ידי בנק ישראל, העמלה הצולבת המשיכה לרדת בשנת 2020 לכ- 0.575% וצפויה להמשיך לרדת עד לשיעור של כ- 0.5% בשנת 2023 (ירידה של 2.5 נקודות בסיס בכל שנה), דבר אשר עשוי לפגוע בהיקף הכנסות החברה מעמלות פעילות כרטיסי האשראי ולהמשיך ולשחוק את הרווחיות בפעילות זו.

לאור זאת, החברה הציגה ירידה עקבית ברווחיות בשנים האחרונות, כך שיחס התשואה לנכסים (ROA) נשחק מכ- 1.5% בשנת 2016 לכ- 0.8% בשנת 2019 (בנטרול הוצאה חד פעמית של תשלום מענק המכירה לעובדי החברה). תשעת החודשים של שנת 2020 הושפעו כאמור מהקיטון בהיקפי הפעילות וכן מהפרשות גבוהות להפסדי אשראי, כך שיחס התשואה לנכסים (בגילום שנתי) עמד על כ- 0.3% בתשעת החודשים הראשונים של 2020 (בנטרול רווח הון ממימוש האחזקה בשופרסל פיננסים).

להערכתנו, מקורות הרווח העתידיים של החברה בטווח הקצר ממשיכים להיות בתחום האשראי ובפרט בתחום האשראי הצרכני, וכן גם באשראי לעסקים קטנים בו נתח האשראי של החברה ביחס למתחרותיה בענף נמוך משמעותית. החברה צפויה לנצל את פריסתה בבתי העסק אותם היא סולקת, תוך שימוש במידע שנאסף מחיובי כרטיסי האשראי בעסקים אלו ומתן הצעות ערך נוספות כדי להגדיל את מקורות ההכנסה והרווח מתחום זה. שיפור היעילות התפעולית ושיטה במבנה ההוצאות מהווה אתגר מהותי, בשל הצורך בהמשך הוצאות הקשורות בפיתוח מערכות טכנולוגיות מתקדמות ומרכיב מהותי של הוצאות שכר המאופיינות בטייט אוטומטי במהלך השנים הקרובות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, התשואה על הנכסים (ROA) תמשיך להיות נמוכה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 0.7%-0.6% בשנה השניה של התחזית. ההנחות המרכזיות ביחס לרווחיות החברה עליהן מבוסס תרחיש זה הן כדלקמן: (1) הנחה לקיטון בתיק האשראי בשנת 2020 ולשיעורי צמיחה מתונים יותר בהשוואה לעבר בשנת 2021; (2) המשך סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות; (3) מיקוד באשראי קמעונאי בפרופיל סיכון גבוה יותר וללא בטוחות ובאשראי לעסקים זעירים וקטנים, המאופיינים במרווח גבוה יותר; (4) גידול בשיעור הוצאות להפסדי אשראי אשר יעמדו על 1.6%-1.4% בשל השלכות משבר הקורונה; (5) יציבות בעלות גיוס המקורות; (6) ללא שינוי מהותי בתנאים המסחריים אל מול הבנקים; (7) המשך עלייה איטית בבסיס ההוצאות בשל "טייט אוטומטי" בשכר והמשך השקעות נרחבות בתשתיות טכנולוגיות אולם הנחה להתיעלות תפעולית (הכוללת בין היתר צמצום מצבת כוח האדם והפחתות שכר) אשר תקוזז במידה מסוימת הירידה בהיקף ההכנסות התפעוליות.

שחיקה בכרית ההון כתוצאה מחלוקות דיבידנדים; הלימות ההון בפער הולם ביחס ליעד הרגולטורי אולם נמוכה ביחס

לדירוג

הלימות ההון של החברה נמצאת במגמת שחיקה בשנים האחרונות כתוצאה מגידול משמעותי בהיקף הפעילות, כאשר הכרית ההונית נבנתה בקצב נמוך יותר, וכן כתוצאה מחלוקת דיבידנדים מהותית, וזאת תוך שחיקת יחסי הלימות ההון הרגולטוריים. כך, בשנת 2019 ביצעה החברה חלוקה בהיקף של 400 מיליון ₪ כחלק מהשלמת עסקת מכירת החברה ל- WPI, וכן ברבעון הראשון של שנת 2020 ביצעה חלוקה בסך 250 מיליון ₪.

ליום ה- 30 בספטמבר 2020 הלימות ההון עצמי רובד 1 של החברה (הון ליבה), כרית ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים המרכזית, עמדה על כ- 10.9% ובפער הולם ביחס ליעד הלימות ההון הרגולטורי (8.0%) ובהתאם לרף שנקבע על ידי הדירקטוריון של 10% החל משנת 2020. מידורג צופה כי, יחסי הלימות ישמרו ברמת יציבות מסוימת בתקופת התחזית כתוצאה מהגורמים הבאים: (1) רווחים צבורים; (2) המשך ניהול היקף נכסי הסיכון, תוך המשך מיקוד בפעילות הקמעונאית ובעסקים זעירים ו-SME. נכסי הסיכון צפויים לנוע במקביל להנחותינו לגבי שיעורי הצמיחה הצפויים בתיק האשראי; (3) ללא הנחה לחלוקת דיבידנד נוספת בשנות התחזית. נציין כי שחיקה נוספת ביחס הון הליבה עלולה ללחוץ על הדירוג.

המינוף המאזני של החברה, הנמדד כיחס שבין ההון עצמי לסך הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים, נשחק גם כן ונכון ל- 30 בספטמבר עמד על כ- 13.2% (2019: 16%), אולם להערכתנו עודנו תומך בפרופיל הסיכון של החברה.

פרופיל נזילות וגמישות פיננסית טובים

החברה פעלה בשנתיים האחרונות לגוון את מקורות המימון שלה, בין השאר על ידי הנפקה של אגרות חוב ו-CoCo וגיוון מקורות המימון הבנקאיים, כאשר לחברה מסגרות אשראי מהותיות ממספר בנקים.

כמו כן, החל מפברואר 2019 הוחל הסדר⁹ העברת כספים בין בנקים לבין חברות כרטיסי אשראי בגין כרטיסים בנקאיים אשר צמצם את צורכי הנזילות של חברות כרטיסי האשראי במהלך החודש. בהתאם לאותה הוראה בנקים מקצים נכסי סיכון במשקולות מופחתים בגין חשיפות לחברות כרטיסי אשראי (משקולות שבין 20%-50%), ובכך תומכים גם כן בגמישות הפיננסית של החברה ובעלויות המימון שלה.

לאור האמור, להערכתנו לחברה כרית נזילות טובה יחסית כנגד השימושים השוטפים הצפויים להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמשקף ביחס של הנזילות לשירות החוב הצפוי בשנתיים הקרובות אשר הינו בולט לטובה ביחס לדירוג, ולמרות שלאורך זמן החברה שומרת יתרות מזומנים ופיקדונות המשמשות ככרית תפעולית בעיקר (היחס בין יתרות המזומנים לסך הנכסים היווה כ- 1% בשנת 2019). נציין כי עם תחילת המשבר הגדילה החברה בצורה משמעותית את היתרות הנזילות, כך שיתרות המזומנים והפיקדונות מהוות כ- 10% מסך הנכסים ליום ה- 30 בספטמבר 2020, אולם צפויות להערכתנו לרדת בטווח התחזית לרמות שאפיינו את החברה בעבר. הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת גם מהמרחק ההולם ביחס לחסם הלימות ההון הרגולטורי כאמור, התומך בנגישות למקורות מימון.

⁹ תיקון להוראות ניהול בנקאי תקן 470 – כרטיסי חיוב

שיקולים מבניים

בחינת מידרג ההפסד הצפוי היחסי

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים מתבסס על דירוג המנפיק, אשר הינו העוגן לדירוג התחייבויות החברה ומשקף את הסיכון לכשל ויכולתה לשרת את התחייבויותיה. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים - בהתחשב במידת הנדחות המבנית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי ו/או לפי שיקול דעת המפקח על הבנקים). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) מדירוג המנפיק של החברה לדירוג כתבי ההתחייבות הנדחים עם מנגנון ספיגת הפסדים (CoCo). הורדת הנוטש מגלמת את הנדחות המשפטית-חוזית ביחס ליתר התחייבויות החברה ומנגנון ספיגת ההפסדים החוזי. בהתחשב ברמת דירוג המנפיק וברמת הלימות ההון הקיימת - יחס הון עצמי רובד 1 (כ- 10.9% ל-30 בספטמבר 2020) והצפויה להערכתנו (הנחה כי יחסי הלימות ישמרו ברמת יציבות מסוימת בתקופת התחזית) ובפרופילי הנזילות והגמישות הפיננסית הטובים, אי הודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נקודת אי הקיימות" הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

אודות החברה

מקס איט פיננסים בע"מ הינה חברת כרטיסי אשראי העוסקת בהנפקה, סליקה, תפעול כרטיסי אשראי ומתן פתרונות תשלום ומוצרים פיננסיים לרבות אשראי ללקוחות פרטיים ועסקיים, אשר הוקמה ביום 15 בפברואר 2000 והחלה את פעילותה העסקית ביום 15 במאי 2000. החברה מנפיקה כרטיסי אשראי במסגרת הסכמי הנפקה משותפת עם בנקים בישראל ("כרטיסים בנקאיים").

בנוסף, מציעה החברה ללקוחות כל הבנקים ("לקוחות חוץ בנקאיים") כרטיסי אשראי ומוצרי אשראי שונים (כגון הלוואות לכל מטרה והלוואות ייעודיות למימון רכבים). חלק מכרטיסי האשראי ללקוחות חוץ בנקאיים מוצעים בשיתוף פעולה עם מועדוני צרכנות וגופים עסקיים שונים.

כמו כן, החברה מציעה שירותי סליקה ומתן פתרונות פיננסיים לבתי עסק, לרבות אשראי. החברה משקיעה משאבים משמעותיים לפיתוח פתרונות בערוצים הדיגיטליים, בדגש על חדשנות טכנולוגית. חלק מהשירותים למחזיקי הכרטיס ולבתי עסק ניתנים באמצעות חברות הבנות: מקס איט אשראיים בע"מ, מקס איט פקדונות בע"מ ומקס איט ניכיונות בע"מ.

החל מחודש פברואר 2019, החברה מוחזקת על ידי Warburg Pincus Financial Holdings (Israel LTD) ("WPI") תאגיד בשליטת קרן ההשקעות Warburg Pincus¹⁰ ("הקרן"). WPI מוחזקת בעיקר על ידי הקרן (כ- 70%), קבוצת מנורה מבטחים (10%), קבוצת כלל ביטוח (10%), ואלייד החזקות בע"מ (כ- 5%).

¹⁰ על פי הדוחות הכספיים של החברה, קרן ההשקעות Warburg Pincus מנהלת נכסים בהיקף של כ- 56 מיליארד דולר, מתוכם כ- 16 מיליארד דולר הושקעו בגופים פיננסיים שונים, כולל בחברות שעוסקות בתחום התשלומים.

מטריצת הדירוג

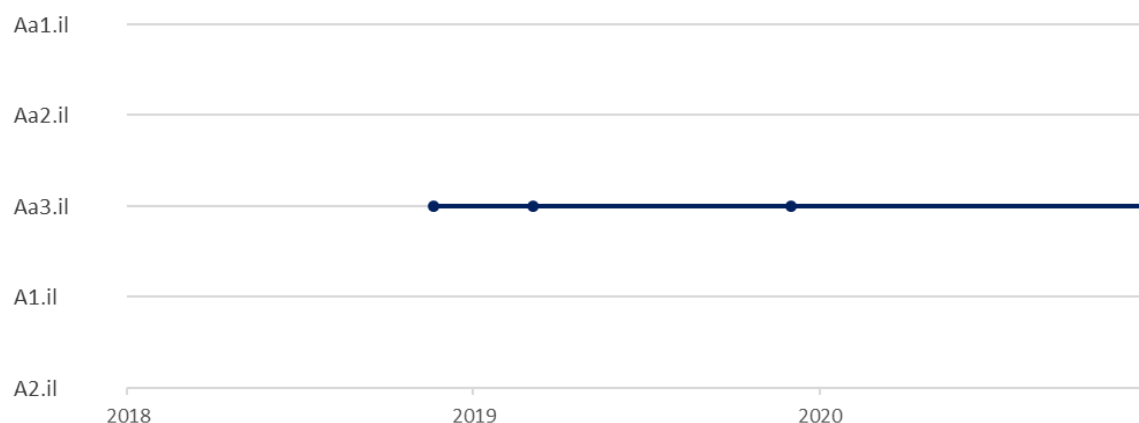
תחזית מידרוג [1]			30.09.2020				
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד	שיקולים נוספים
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	הכנסות תפעוליות מסך ההכנסות	-	Aa.il	-	Aa.il	
	יציבות ההכנסות	הכנסות המגזר הגדול ביותר	66%	Aa.il	72%-67%	Aa.il	
	פיזור ההכנסות מקווי עסקים		43%	Aa.il	45%-40%	Aa.il	
פרופיל סיכון	ממשל תאגידי		-	Aa.il	-	Aa.il	
	ניהול סיכונים		-	Aa.il	-	Aa.il	
	ריכוזיות תיק האשראי	ענף הגדול להון עצמי רובד 1	-	Aaa.il	-	Aaa.il	
פרופיל פיננסי	איכות נכסים	חובות בעייתיים / סך חייבים בגין כרטיסי אשראי ברוטו	3.2%	Aa.il	3.8%-3.4%	A.il	
		חובות בעייתיים / הון עצמי + יתרת הפרשה להפסדי אשראי	25%	A.il	30%-25%	A.il	
		רווח לפני מיסים והוצאות להפסדי אשראי / ממוצע נכסים	2.5%	A.il	2.5%-2.0%	A.il	
	רווחיות [3]	רווח נקי / ממוצע נכסים	0.8%	Baa.il	0.7%-0.6%	Baa.il	
		יחס הוצאות להכנסות [2]	70%	Baa.il	75%-70%	Baa.il	
	הלימות ההון	הון עצמי לנכסים מותאמים	13%	Baa.il	13%-15%	Baa.il	
		יחס הלימות הון רובד 1	10.9%	Baa.il	~11%	Baa.il	
	נזילות וגמישות פיננסית	מזומן ושיווי מזומן חופשי (נזיל) + מסגרות אשראי חתומות / פירעון חוב 24 חודשים	150%<	Aaa.il	150%<	Aaa.il	
		גמישות פיננסית	-	Aa.il	-	Aa.il	מקורות מימון מגוונים ופער הולם מהחסם הרגולטורי
דירוג נגזר			Aa3.il			Aa3.il	
הדירוג בפועל			Aa3.il			Aa3.il	

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

[2] בנטרול הוצאות בגין הפסדי אשראי ותשלום לבנקים

[3] יחסי הרווחיות מחושבים בגילום שנתי

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מקס איט פיננסים בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות כרטיסי אשראי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

17.12.2020	תאריך דוח הדירוג:
19.12.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
21.11.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מקס איט פיננסים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מקס איט פיננסים 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' 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 וככאלה 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. דירוג מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

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

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

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

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה 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 בוזזת 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>