

מקס איט פיננסים בע"מ¹

מעקב | דצמבר 2019

אנשי קשר:

סופי טוביסקוב

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית
sophiet@midroog.co.il

עומר פורמברג

ראש צוות - מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

¹ לשעבר לאומי קארד בע"מ

מקס איט פיננסים בע"מ

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

מידורג 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.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נמתך 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. מנגד, רווחיות החברה נמוכה לדירוג, מוגבלת ביכולות תפעוליות נמוכה יחסית ומושפעת לשלילה מהורדת העמלה הצולבת מתחילת השנה, סביבה עסקית מאתגרת, ועלויות (חלקן חד פעמיות) הכרוכות בהיפרדות החברה מבנק לאומי. כרית ההון של החברה סופגת הפסדים בצורה סבירה ותומכת ביציבותה לאורך המחזור למרות השחיקה המשמעותית כתוצאה מחלוקת דיבידנד חד פעמי בגין מכירת החברה, כפי שמשתקף בתרחישי הקיצון שערכנו בהם יחס הלימות הון עצמי רובד 1 של החברה נע בטווח שבין 9.1%-8.1% כתלות בחומרת התרחיש. מידורג ממשיכה לעקוב אחר השפעת מבנה הבעלות החדש כתוצאה מהיפרדות החברה מבנק לאומי על פרופיל הסיכון של החברה ובפרט בקשר עם תיאבון הדיבידנדים של הבעלים החדשים, גם לאור המגבלות והדרישות הרגולטוריות. נציין, כי למרות חשיבותה ומרכזיותה של החברה במערך התשלומים בישראל, בשלב זה אנו לא מניחים תמיכה חיצונית כלשהי.

אנו מעריכים כי, ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי - מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון נמוך יחסית ואילו בתחום האשראי ובפרט באשראי צרכני רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים ובפרט מערכת הבנקאות, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות וחקיקה מקלה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון, אשר מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. בנוסף, 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 ולהפיץ מוצרים פיננסיים נוספים ובכך לגוון את מקורות ההכנסה ולהתאים את המודל העסקי לסביבה המשתנה.

כמו כן, התגברות רמת התחרות, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרומ) אל מול חברות כרטיסי האשראי, השפיעו לשלילה על התנאים המסחריים של השחקניות בענף ועלולים להכביד בהמשך על רמות הרווחיות וזאת לצד המשך מתווה הורדת העמלה הצולבת. לאור כך להערכתנו, הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני, זאת למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול במחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון.

תרחיש הבסיס שלנו לגבי איכות תיק האשראי מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ-3% בממוצע בשנים 2019 ו-2020; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית התומך בהמשך גידול מסוים בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית, למרות התמתנות מסוימת. זו צפויה לגדול בטווח שבין 2.0%-3.0% בשנים 2019-2020; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה ויציבה בשנות התחזית; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה-SME.

בתרחיש זה תיק האשראי צפוי לצמוח במצטבר בכ-10%-15%, עם שונות בין המגזרים לאור המיקוד העסקי של החברה, תוך המשך עליה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק אשר ינוע בטווח שבין 1.0%-1.2%.

התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה² צפויות להיות נמוכות ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 0.7%-0.8% ו-2.0%-2.5%, בהתאמה. יחס הון עצמי רובד 1 צפוי להמשיך להישחק להערכתנו, ולהתכנס לרמה של כ-10% בתרחיש הבסיס, אולם עודנו תומך בפוטנציאל הצמיחה של החברה ועומד בפער מספק ביחס לדרישה הרגולטורית.

אופק הדירוג

האופק היציב משקף את הערכתנו כי הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה בטווח הבינוני לא יסטו באופן מהותי מתרחיש הבסיס שלנו.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- פיזור וחיזוק משמעותי של מקורות ההכנסה
- שיפור משמעותי ברמת הרווחיות ויציבותה לאורך זמן
- שיפור משמעותי בכרית ההונית והלימות ההון מעבר לתרחיש הבסיס

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה במיצוב החברה בענף ושינויים רגולטוריים העלולים להכביד על הפרופיל העסקי ויכולת התחרות
- קיטון משמעותי בכרית ההונית כתוצאה מחלוקת דיבידנדים מעבר להנחתנו בתרחיש הבסיס
- הרעה בפרופיל הסיכון כתוצאה ממבנה הבעלות החדש
- הרעה מתמשכת באיכות תיק האשראי

² רווח לפני מס + הוצאות להפסדי אשראי

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

2015	2016	2017	2018	30/09/2018	30/09/2019	
11,731	12,618	14,127	14,251	14,290	13,943	סך כל הנכסים
11,340	12,222	13,721	13,777	13,795	13,173	חייבים בגין כרטיסי אשראי, נטו
5,715	5,734	5,912	6,157	6,093	5,119	מזה: בערבות בנקים ואחרים
10,070	10,823	12,239	12,417	12,394	12,450	סך כל ההתחייבויות
6,913	6,960	7,265	6,947	7,008	7,401	מזה: זכאים בגין פעילות בכרטיסי אשראי
1,661	1,795	1,888	1,834	1,896	1,493	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות

878	938	987	1,030	772	774	הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
173	188	225	307	225	230	הכנסות ריבית, נטו
14	37	71	114	76	109	הוצאות בגין הפסדי אשראי
180	184	143	178	158	64 [2]	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות
272	295	268	358	290	197	רווח לפני מס בניכוי הוצאות להפסדי אשראי

25.5%	24.7%	22.2%	21.7%	21.7%	15.9%	הון עצמי / סך כל הנכסים המותאמים [1]
16.9%	16.8%	15.8%	15.1%	15.7%	12.5%	הלימות ההון ליבה
17.8%	17.8%	16.8%	17.3%	16.7%	15.0%	הלימות הון כולל

1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.4%	2.7%	יתרות נזילות/סך הנכסים
1.6%	1.5%	1.1%	1.3%	1.5%	0.6% [3]	ROA (בגילום שנתי)
2.4%	2.4%	2.0%	2.5%	2.7%	1.9%	תשואת ליבה/ סך הנכסים (בגילום שנתי)
0.1%	0.3%	0.5%	0.8%	0.7%	1.1%	הוצאה להפסדי אשראי/חייבים בגין כרטיסי אשראי
1.9%	2.1%	2.4%	2.6%	2.6%	3.0%	חובות בעייתיים/חייבים בגין כרטיסי אשראי
12.2%	13.5%	16.4%	18.4%	17.7%	23.9%	חובות בעייתיים/הון עצמי מיוחס לבעלי המניות + יתרת הפרשה להפסדי אשראי

[1] הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים

[2] הרווח הנקי בנטרול השפעה חד פעמית של תשלום מענק מכירה לעובדי החברה עמד על 102 מיליון ₪

[3] בנטרול ההשפעה החד פעמית כאמור עמד היחס על 1.0%

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ומרכיב גבוה של עמלות תפעוליות תורמים ליכולת השבת ההכנסות; צפי להמשך 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"). לחברה נתח שוק של כ- 24% ממחזור ההנפקה ונתח שוק של כ- 23% מסך הכרטיסים התקפים ליום ה- 30 בספטמבר 2019. כמו כן, לחברה נתח שוק של כ- 24% מסך יתרת החייבים בגין פעילות בכרטיסי אשראי לאותה תקופה, מתוכה סך של כ- 5.8 מיליארד ₪ הינה בגין אשראי לפרטיים ולעסקים, כאשר לחברה עדין תיק אשראי לאנשים פרטיים הגבוה ביותר ביחס למתחרות בענף, עם נתח שוק של כ- 38% נכון ל-30 בספטמבר 2019, על אף שנשחק בשנים האחרונות (2014: 50%).

הפרופיל העסקי של החברה נתמך במותג חזק 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 החברה חתמה על הסכמים חדשים להנפקה משותפת של כרטיסי חיוב עם חמשת הבנקים הגדולים. לאור זאת, אנו צופים כי הסכמי ההנפקה המשותפת צפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה ובבסיס ההכנסות התפעוליות. בנוסף, החברה ממשיכה לפעול להרחבת שיתופי פעולה עם מועדונים חדשים והשקת מוצרים חדשים תחת מותג של מקס (למשל - "Sky MAX").

בדומה לשאר החברות בענף, לחברה תמהיל פעילות הכולל מרכיב גבוה של הכנסות תפעוליות³ חוזרות של כ- 77% מסך ההכנסות בתשעת החודשים הראשונים של 2019, החשוף 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. להערכתנו, תיק האשראי הצרכני יוותר מנוע הצמיחה המרכזי בטווח הזמן הקצר, כאשר תמהיל ההכנסות ממרווח פיננסי יגדל בטווח זמן זה. עם זאת נציין, כי מרכיב זה חשוף יותר למחזור ולגורמים אקסוגניים ובפרט לסביבת הריבית במשק ולשיעור האבטלה, אשר צפוי להישמר נמוך בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

הפרופיל העסקי של החברה מוגבל נוכח פיזור מקורות ההכנסה שאינו בולט לטובה ביחס לדירוג, ובדומה לענף מתבסס על שלושה מרכיבים - עמלות מבתי עסק (כ- 29% מסך ההכנסות⁴), עמלות ממחזיקי כרטיסי אשראי (כ- 48%) ומרווח פיננסי (כ- 23%) בתשעת החודשים הראשונים של 2019. אנו צופים כי תמהיל ההכנסות ימשיך להשתנות כך שמשקל ההכנסות ממרווח פיננסי ימשיך לגדול בעיקר על חשבון ההכנסות ממחזיקי כרטיסי האשראי. כמו כן, בשל העובדה כי החברה חדלה מלהיות תאגיד עזר בנקאי, ועל כן, רשאית לעסוק בתחומי עיסוק שלא הותרו לה עד היום, היא תפעל להיכנס לתחומים אשר יכולים להוות מקור הכנסה משמעותי עבור החברה (כגון שיווק ומכירת מוצרי ביטוח). אנו מעריכים כי התגברות רמת התחרות, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרם) אל מול חברות כרטיסי האשראי, השפיעו לשלילה על התנאים המסחריים של השחקניות בענף ועלולים להכביד בהמשך על רמות הרווחיות וזאת לצד המשך מתווה הורדת העמלה הצולבת. לאור כך הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני, זאת למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול במחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון. פעילותן של אפליקציות התשלומים של הבנקים (Pay Box ו-Pepper Pay, bit) עד כה, מתבססת על כרטיסי אשראי כמקור מימון, ועשויות להוות השפעה חיובית על מחזורי ההנפקה, ומנגד בטווח הארוך יותר השפעה שלילית על פעילות החברה במגזר הסליקה, האשראי והשירותים הפיננסיים לעסקים הקטנים וה-SME. יחד עם זאת, מתווה הפעולה שהוצג על ידי בנק ישראל בקשר עם אפליקציות התשלומים שפותחו על ידי הבנקים⁵ אינו צפוי לפגוע מהותית להערכתנו בפרופיל העסקי של החברה בטווח של השנתיים הקרובות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי גידול מצטבר של כ- 5.5%-4.0% במחזורי ההנפקה של החברה בשנים 2019-2020, לעומת ממוצע של כ- 6.7% בשנים 2018-2019, עם שונות בקצבי הצמיחה בכרטיסים בנקאיים וחץ בנקאיים. אנו צופים, המשך מיקוד בגידול בתיק האשראי הצרכני (בעיקר אשראי לכל מטרה) והעסקי בטווח הזמן הקצר והבינוני, לאור שחיקת הרווחיות המסתמנת בעיקר בשל השינויים הרגולטורים בפעילות ההנפקה. עיקר פוטנציאל הגידול בתיק האשראי העסקי צפוי בעסקים זעירים ו-SME, בו נתח החברה קטן משמעותית ביחס למתחרותיה (כ- 14% מסך האשראי העסקי בחברות כרטיסי האשראי בישראל נכון ליום ה- 30 בספטמבר 2019) אך במגמת צמיחה מהותית בשנים האחרונות (2017: 6%). על אף המיצוב הדיגיטלי הטוב יחסית של החברה, אנו צופים כי שמירה על חדשנות טכנולוגית ושיפור הצעת הערך ללקוח תהווה אחד האתגרים המרכזיים בשנים הקרובות. אנו סבורים כי חברות שלא יעשו כן עשויות לחוות פגיעה משמעותית במיצוב העסקי.

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 הנזילות⁶. בנוסף, החברה מעצם פעילותה הפיננסית והתפעולית חשופה למספר סיכונים ובהם סיכונים אשראי, תפעול ומוניטין ובמידה פחותה להערכתנו לחשיפה לסיכונים שוק

³ הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי

⁴ בניכוי הכנסות אחרות

⁵ העברת תשלומים בין אנשים פרטיים, יישמו גם כאמצעי תשלום בבתי עסק במחזור סליקה מוגבל עד 2 מיליארד ₪ ב- 2019, 2.5 מיליארד ₪ ב- 2020 ו- 3 מיליארד ₪ ב- 2021

⁶ חברות כרטיסי אשראי ידרשו לנהל את סיכון הנזילות שלהן על פי מודל פנימי, אך לא יחויבו לעמוד ביחס כיסוי הנזילות הפיקוחי

ונזילות. סיכוני 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 ולעסקים של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (כ- 15% בממוצע בשנים 2015-2018), עלול להעיד על הגדלת התיאבון לסיכון ושחיקה באיכות החיתום. זה ממותן להערכתנו על ידי פיזור גבוה בתיק האשראי וללא חשיפות לריכוזיות לוויים וענפית, מח"מ התיק הקצר יחסית, תהליכי החיתום ותיק רכב משמעותי מגובה בבטוחות ביחס LTV סביר (כ- 16% מתיק האשראי של החברה, נכון ליום ה-30 בספטמבר 2019). בנוסף, בדומה לחברות כרטיסי אשראי אחרות בענף, לחברה חשיפה משמעותית למערכת הבנקאות המקומית בגין הכרטיסים הבנקאיים (כ- 34% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי ל-30 בספטמבר 2019), אשר מאופיינת בסיכון נמוך להערכתנו, כפי שמשתקף גם בדירוגי הבנקים המקומיים.

לחברה מודל נזילות ומודל לניהול נכסים והתחייבויות, עבור תרחישים שונים. פרופיל הנזילות של החברה הולם, כאשר עיקר התחייבויות החברה הינן לטווח קצר. יחד עם זאת, אנו סבורים כי ככל שהחברה תמשיך להגדיל את פעילות האשראי הצרכני והלוואות לבתי עסק סיכון השוק והנזילות עשויים להתגבר. בהקשר לכך, נציין כי לחברה נגישות טובה למקורות מימון ופיזור מקורות קצרים וארוכים הולם, התומכים בהתאמת מח"מ טובה יותר (כמפורט בפרק הנזילות).

מידורג תמשיך לבחון את מבנה הבעלות החדש של החברה והשפעתו על פרופיל הסיכון של החברה כתלות באסטרטגיה החדשה, 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 לוויים רחב; צפי להמשך לחץ מסוים על מדדי הסיכון לאור מאפייני הצמיחה הצפויים והשפעות חוקיות ורגולטוריות

החברה מאופיינת בתיק אשראי איכותי, הנתמך 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 של כ-3.0% (בניכוי התיק בערבות בנקים של כ-4.6%) ליום ה-30 בספטמבר 2019 (2015: 1.9%-3.7% בהתאמה), ועם שיעור חובות בעייתיים ביחס להון העצמי והפרשה להפסדי אשראי של כ-23.9% לאותו תאריך (2015: 12.2%). נציין, כי האחרון הושפע לשלילה גם בשל חלוקת דיבידנד חד פעמית בסכום של כ-400 מיליון ₪ בתחילת השנה במסגרת השלמת עסקת מכירת החברה ל-WPI. 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 שנכנס לתוקף לאחרונה ועליה מתמשכת במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, למרות שהוא עדיין בגבולות הסביר בהשוואה לעולם המערבי. כך, החברה הצילה עלייה בהוצאה להפסדי אשראי מתוך סך החייבים בגין כרטיסי אשראי לכ-1.0% בתשעת החודשים הראשונים של 2019 ובהשוואה ל-0.8% בשנת 2018. עלייה זו לוותה גם בגידול יזום בתיק האשראי הצרכני (לכל מטרות) וקטון במשקל תיק הרכבים שהינו בעל סיכון נמוך יותר.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020, תיק האשראי של החברה אשר עמד ליום ה-30 בספטמבר 2019, על כ-5.8 מיליארד ₪ וצמח בקצב גבוה בשנים האחרונות (בנטרול השפעה החד פעמית בשנת 2018 בשל הפסקת השת"פ עם שופרסל), צפוי להיות מושפע מהמשך התמקדות באשראי קמעונאי, בין היתר באמצעות שיתופי פעולה עם מועדונים חדשים והגדלת פעילות אורגנית, תנאי המאקרו שיוותרו יציבים יחסית ובהם צפי לשיעור אבטלה נמוך ויציב והמשך עלייה מסוימת בשכר הריאלי. פוטנציאל הצמיחה של החברה נובע גם מגמישות עסקית טובה בשל מרחק גבוה יחסית מיעדי הלימות ההון הרגולטוריים ולמרות השחיקה בשלוש השנים האחרונות, בשל הצמיחה הגבוהה בתיק האשראי וחלוקות דיבידנדים חד פעמיים מהותיים. לאור זאת, אנו מעריכים כי תיק האשראי יצמח במצטבר בכ-10%-15% בתרחיש הבסיס, עם שונות בין המגזרים לאור המיקוד העסקי של החברה.

תרחיש הבסיס שלנו לגבי איכות תיק האשראי מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ-3% בממוצע בשנים 2019 ו-2020; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית התומך בהמשך גידול מסוים בשכר הריאלי ובצריכה

הפרטית, למרות התמתנות מסוימת. זו צפויה לגדול בטווח שבין 2.0%-3.0% 2019-2020; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה ויציבה בשנות התחזית; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה-SME. להערכתנו, 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- 3.2%-3.5% וההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק שינועו בטווח שבין 1.0%-1.2%.

רווחיות נמוכה יחסית לדירוג, המוגבלת נוכח יעילות תפעולית נמוכה יחסית והשפעת ההיפרדות מבנק לאומי; הסביבה העסקית המתאגרת תמשיך להעיב על פוטנציאל ייצור הרווחים

ענף כרטיסי האשראי מושפע כאמור 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 להכנסות⁷ ממוצע ענפי של כ- 70% בשנים 2015-2018 וכ- 75% בתשעת החודשים הראשונים של 2019) המגבילה את פוטנציאל ייצור הרווח. בנוסף, הענף כולו מאופיין בתחרות גוברת בתחום מועדוני הלקוחות ואל מול הבנקים, הלוחצת את רווחיות החברות. החברה הציגה ירידה עקבית ברווחיות בשנים האחרונות, כך שיחס התשואה לנכסים (ROA) נשחק מכ- 2.1% בשנת 2013 לכ- 1.3% בשנת 2018, ו- 0.6% בתשעת החודשים הראשונים של 2019 (וכ- 1.0% בתקופה זו בנטרול הוצאה חד פעמית של תשלום מענק המכירה לעובדי החברה). נציין כי, בשנת 2019, חלו מספר השפעות חד פעמיות ובהם ההיפרדות מבנק לאומי ומההוצאות הכרוכות בכך, שכללו: גידול בעלות המקורות של החברה, גידול בהוצאות תפעול ושיווק כחלק ממיתוג החדש של החברה ובנוסף חל גידול בהוצאות גיוס לקוחות של מועדונים חדשים שהושקו בשנת 2018. בנוסף, החברה מציגה לאורך השנים פערי ריבית ושיעור עמלות שירותים⁸ נמוכות ביחס למתחרותיה - כאל וישראלכרט. כאשר מרווח הריבית מושפע לשלילה מהרכב התיק הכולל עדין רכיב משמעותי של הלוואות מובטחות ברכבים, אשר נהנות משיעורי הוצאות להפסדי אשראי נמוכים יחסית. נציין כי, בשנת 2018 חלה עלייה בריבית על תיק האשראי כתוצאה משינוי בתמהיל ומנגד, חלה עלייה בריבית על המקורות בשל התייקרות עלויות המימון. בנוסף, כחלק מהמתווה שפורסם על ידי בנק ישראל בתחילת 2019, עודכנה העמלה הצולבת מ- 0.7% ל- 0.6%, וצפויה להמשיך להתעדכן עד ל- 0.5% בשנת 2023, דבר אשר עשוי לפגוע בהיקף הכנסות החברה מעמלות פעילות כרטיסי האשראי ולהמשיך ולשחוק את הרווחיות בפעילות זו. אתגר מהותי נוסף בחברה הוא שיפור היעילות התפעולית ושלטה במבנה ההוצאות, נוכח ההיפרדות החברה מבנק לאומי, הגידול בהוצאות השיווק, התשלומים לבנקים, והצורך בהמשך הוצאות הקשורות בפיתוח מערכות טכנולוגיות מתקדמות ומרכיב מהותי של הוצאות שכר המאופיינות בטייס אוטומטי של כ- 3.25% במהלך ארבע שנים הקרובות. להערכתנו, מקורות הרווח העתידיים של החברה בטווח הקצר ממשיכים להיות בתחום האשראי לפרטיים וכן באשראי לעסקים קטנים בהם 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.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020, תשואת הליבה והתשואה על הנכסים (ROA) ימשיכו להיות נמוכות ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 0.7%-0.8% ו- 2.0%-2.2%. ההנחות המרכזיות ביחס לרווחיות החברה עליהן מבוסס תרחיש זה הן כדלקמן: (1) אנו מעריכים כי תיק האשראי יצמח ב- 10%-15% במצטבר, כאמור; (2) המשך סביבת ריבית נמוכה ויציבה ואינפלציה בטווח התחנות של יעד בנק ישראל; (3) התמקדות באשראי קמעונאי בפרופיל סיכון גבוה יותר וללא בטחונות ובאשראי לעסקים זעירים וקטנים, המאופיינים במרווח גבוה יותר; (4) הוצאות להפסדי אשראי בשיעור של 1.0%-1.2%; (5) ירידה מסוימת בעלות גיוס המקורות; (6)

⁷ בנטרול הוצאות בגין הפסדי אשראי ותשלומים לבנקים

⁸ כוללות בעיקר הכנסות מדמי כרטיס ובנוסף עמלות תפעוליות על פי תעריפון עמלות של מחזיקי כרטיס

השפעת העדכון בתנאים המסחריים אל מול הבנקים; (7) המשך עלייה איטית בבסיס ההוצאות בשל "טייס אוטומטי" בשכר והמשך השקעות נרחבות בתשתיות טכנולוגיות; (8) ההוצאות חד פעמיות הנובעות ממיתוג מחדש לא ימשכו לתוך שנת 2020.

בדומה להערכתנו הקודמת חלה שחיקה בכרית ההון כתוצאה מחלוקת דיבידנד מהותית; אולם קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית

ההון עודנה טובה יחסית

הלימות ההון של החברה נמצאת במגמת שחיקה בשנים האחרונות בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי בהיקף הפעילות, כאשר הכרית ההונית נבנתה בקצב נמוך יותר, ואף נשחקה בשנת 2019 כתוצאה מחלוקת דיבידנד מהותית כחלק מהשלמת עסקת מכירת החברה ל-WPI, בהיקף של 400 מיליון ₪ כאמור. עם זאת, נציין כי כתוצאה מהסכם להקדמת התשלומים עם בנק לאומי ("הסכם להקדמת תשלומים") שנחתם בינואר 2019, החברה נהנתה בין היתר משחרור מהותי של נכסי סיכונים אשראי של תאגידים בנקאיים, אשר קיזזו את השחיקה ביחס הלימות ההון של החברה. כך, ליום ה-30 בספטמבר 2019 הלימות ההון עצמי רובד 1 של החברה (הון ליבה), כרית ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים המרכזית, עמדה על כ-12.5% ובפער גבוה הן ביחס ליעד הלימות ההון הרגולטורי (8.0%) והן ביחס לסף המינימלי שנקבע על ידי הדירקטוריון של 10.2%. החל משנת 2020. אנו סבורים, כי החברה צפויה לחלק דיבידנדים נוספים במהלך שנות התחזית, כך שיחס ההון עצמי רובד 1 ישחק ויעמוד קרוב למגבלת הדירקטוריון. כנגזר מכך, יחס ההון עצמי למאזן בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים, המשחק את רמת המינוף המאזני של החברה, נשחק גם כן ועמד על כ-15.9% ליום ה-30 בספטמבר 2019 (2017: 22%). אנו סבורים כי יחס זה, ימשיך להישחק בטווח התחזית, ולעמוד בטווח של בין 13.5%-15.5%. נציין, כי על אף השחיקה ברמת המינוף, זו עודנה תומכת בפרופיל הסיכון של החברה.

מידורג בחנה מספר תרחישי לחץ בדרגות חומרה משתנות לגבי כריות ספיגת ההפסדים של החברה ביחס לפרופיל הסיכון שלה, תוך הנחת שיעורי PD ו-LGD משתנים בענפי המשק השונים. הלימות ההון עצמי רובד 1 של החברה נעה בטווח שבין 9.1% בתרחיש הקל לבין 8.1% בתרחיש החמור, כאשר הכרית ההונית מאפשרת לחברה לספוג הפסדים לא-צפויים בצורה טובה ותומכת ביציבותה לאורך המחזור.

מידורג צופה כי לאחר השחיקה המשמעותית ביחסי הלימות ההון כאמור, צפויה יציבות מסוימת ביחסי הלימות ההון של כ-10% כתוצאה מהגורמים הבאים: (1) רווחים צבירים; (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) חלוקת דיבידנד (כולל חד פעמי) בשיעור גבוה מהרווח הנקי; (4) גיוס כתבי התחייבות נדחים (CoCo) לתמיכה ביחס ההון הכולל.

פרופיל נזילות וגמישות פיננסית טובים

לאור היפרדות החברה מבנק לאומי, החברה פעלה לגוון את מקורות המימון שלה, כאשר נכון למועד דוח זה מבנה המקורות של החברה מגוון תוך נגישות גבוהה יחסית לגורמי מימון. במהלך שנת 2019, התקשרה החברה עם בנק לאומי בהסכם התחייבות להעמדת מסגרות אשראי מחייבות לחברה לתקופה של 4 שנים ממועד העברת השליטה בה ובהיקפים משמעותיים. בנוסף, התקשרה החברה עם שלושה בנקים נוספים להעמדת מקורות מימון.

חלק מדרישת הנזילות בחברה נובעת מפער עיתוי קצר שבין מועד העברת תמורת העסקה לבית העסק (בעיקר מה-2 עד ה-8 לכל חודש) לבין מועד חיוב לקוח מחזיק כרטיס האשראי (ב-2, ב-10 או ב-15 לכל חודש). נציין כי בהתאם להסכם להקדמת תשלומים, הבנק יקדים וישלם לחברה את סך כל העסקאות בתשלומים בכרטיסי אשראי עם מועד התשלום התורן הראשון, במקום המועדים המקוריים של התשלומים התורנים. השפעה חד פעמית זו השתקפה בקיטון ביתרת חייבים בגין כרטיסי אשראי שבערבות בנקים ואחרים, ב-30 בספטמבר 2019 לעומת 31 בדצמבר 2018.

החברה עושה שימוש במסגרות האשראי גם לשם מתן הלוואות לפרטיים, לרבות למימון כלי רכב והלוואות לבתי עסק, אשר עלולות ליצור פערי מח"מ למרות שמתאפיינות לרוב במח"מ קצר יחסית. לצורך כך, ולאור אסטרטגיית החברה להרחיב את פעילות האשראי, החברה גייסה במהלך שנת 2019 אגרות חוב בסך של כ-719 מיליון ₪ ו-CoCo בהיקף של 35 מיליון ₪. זאת בהמשך לגיוס אג"ח בסך של 1,128 מיליון ₪ ו-CoCo בהיקף של 139 מיליון ₪ בשנת 2018.

בנוסף, הסדר העברת הכספים בין בנקים לבין חברות כרטיסי אשראי בגין כרטיסים בנקאיים⁹ אשר החל מה-1 בפברואר 2019, מצמצם את צורכי הנזילות של חברות כרטיסי האשראי במהלך החודש ותומך בפרופיל הנזילות של החברה. 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 ולמרות שיתרות המזומנים והפיקדונות בחברה מהוות כ-1% בלבד מסך הנכסים ומשמשות ככרית תפעולית בעיקר. להערכתנו, יחס הנזילות לשירות החוב הצפוי בשנתיים הקרובות יעמוד על כ-460% ובולט לטובה ביחס לדירוג.

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת גם מהמרחק ההולם ביחס לחסם הלימות ההון הרגולטורי, אולם נציין כי מרחק זה צפוי להצטמצם להערכתנו בטווח התחזית, כאמור.

⁹ תיקון להוראות ניהול בנקאי תקין 470 – כרטיסי חיוב

שיקולים מבניים

בחינת מידורג ההפסד הצפוי היחסי

בהתאם למתודולוגיה של מידורג, 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 והצפויה להערכתנו ובפרופילי הנזילות והגמישות הפיננסית הטובים, אי הוודאות 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"). במסגרת הנפקת הכרטיסים הבנקאיים, לאומי קארד מנפיקה במשותף כרטיסי אשראי לחמשת הבנקים הגדולים, החל משנת 2020. 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.

בחודש פברואר 2019, הושלמה עסקת המכירה של החברה לתאגיד Warburg Pincus Financial Holdings (Israel LTD) ("WPI") אשר קיבל היתר שליטה בחברה והוחזק במועד זה על ידי קרן השקעות Warburg Pincus¹⁰ (כ-85%), קבוצת מנורה מבטחים (5%), קבוצת כלל ביטוח (5%), ואלליד החזקות בע"מ (כ-5%). במהלך חודש יוני 2019, לאחר קבלת היתרי ההחזקה הנדרשים על ידי בנק ישראל, הגדילו קבוצת מנורה מבטחים וקבוצת כלל ביטוח את שיעור החזקתן בתאגיד WPI, ל-10% כל אחת וקרן ההשקעות ירדה לשיעור החזקה של כ-75%.

במהלך חודש מרס 2019, יצאה החברה במהלך מיתוגי משמעותי בו החליפה את המותג הקיים "לאומי קארד" במותג חדש "MAX". כמו כן, שונה שמה המשפטי של החברה מ"לאומי קארד בע"מ" ל- "מקס איט פיננסים בע"מ".

כתבי ההתחייבות הנדחים המדורגים על ידי מידורג:

סדרה	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1156223	A1.il(hyb)	יציב	31.12.2023

¹⁰ קרן ההשקעות Warburg Pincus המנהלת נכסים בהיקף של כ-43 מיליארד דולר, מתוכם כ-11 מיליארד דולר הושקעו בגופים פיננסיים שונים, כולל בחברות שעוסקות בתחום התשלומים.

מטריצת הדירוג

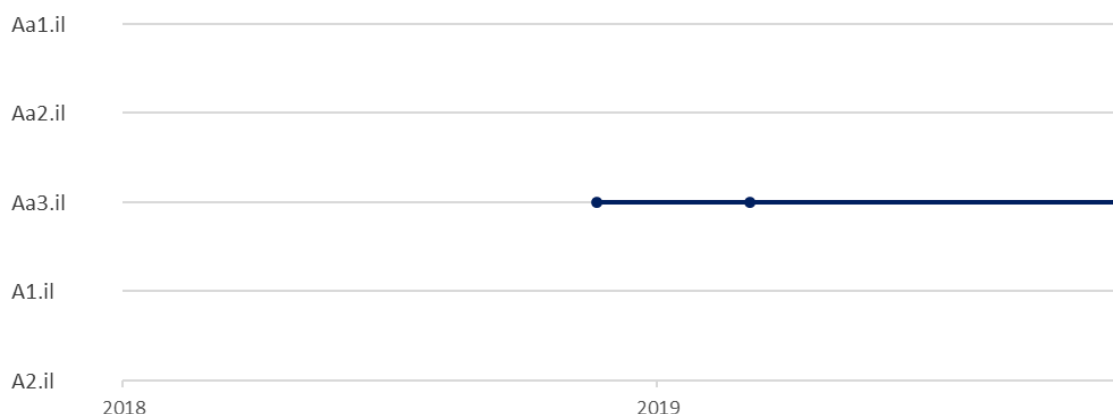
תחזית מידרוג [1]		30.09.2019					
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד	שיקולים נוספים
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	הכנסות תפעוליות מסך ההכנסות	-	Aa.il	-	Aa.il	נתח שוק באשראי לפרטיים
	יציבות ההכנסות	הכנסות המגזר הגדול ביותר	77%	Aa.il	75%-70%	Aa.il	
	פיזור ההכנסות מקווי עסקים		48%	Aa.il	50%-45%	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	3.0%	Aa.il	3.5%-3.2%	Aa.il	
		חובות בעייתיים / הון עצמי + יתרת הפרשה להפסדי אשראי	24%	A.il	32%-26%	A.il	
		רווח לפני מיסים והוצאות להפסדי אשראי / ממוצע נכסים	1.9%	A.il	2.5%-2.0%	A.il	
	רווחיות [3]	רווח נקי / ממוצע נכסים	0.6%	Baa.il	0.8%-0.7%	Baa.il	
		יחס הוצאות להכנסות [2]	77%	Baa.il	75%-70%	Baa.il	
		הון עצמי לנכסים מותאמים	11%	Baa.il	11%-9%	Baa.il	
	הלימות ההון	יחס הלימות ההון רובד 1	12.5%	Baa.il	~10.5%	Baa.il	
		מזומן ושווי מזומן חופשי (נזיל) + מסגרות אשראי חתומות / פירעון חוב 24 חודשים	460%	Aaa.il	150%<	Aaa.il	
	נזילות וגמישות פיננסית						
		גמישות פיננסית	-	Aa.il	-	Aa.il	מקורות מימון מגוונים ופער מהחסם הרגולטורי
דירוג נגזר		Aa3.il		Aa3.il		Aa3.il	
הדירוג בפועל						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 למונפיק 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](#)

[דירוג בנקים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

19.12.2019	תאריך דוח הדירוג:
19.03.2019	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' 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 ולסיכויי 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 סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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>