

# דירוג חברות כרטיסי אשראי

דוח מתודולוגי | מאי 2018

## אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית

[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט בכיר

[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים

[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף כרטיסי האשראי. מתודולוגיה זו, תחול על חברות כרטיסי אשראי העוסקות בפעילות סליקה והנפקת כרטיסי אשראי ומפוקחות ע"י בנק ישראל (להלן: "הענף"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות כרטיסי אשראי ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים, המידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה.

יש להדגיש כי דוח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותם. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפתם מראש.

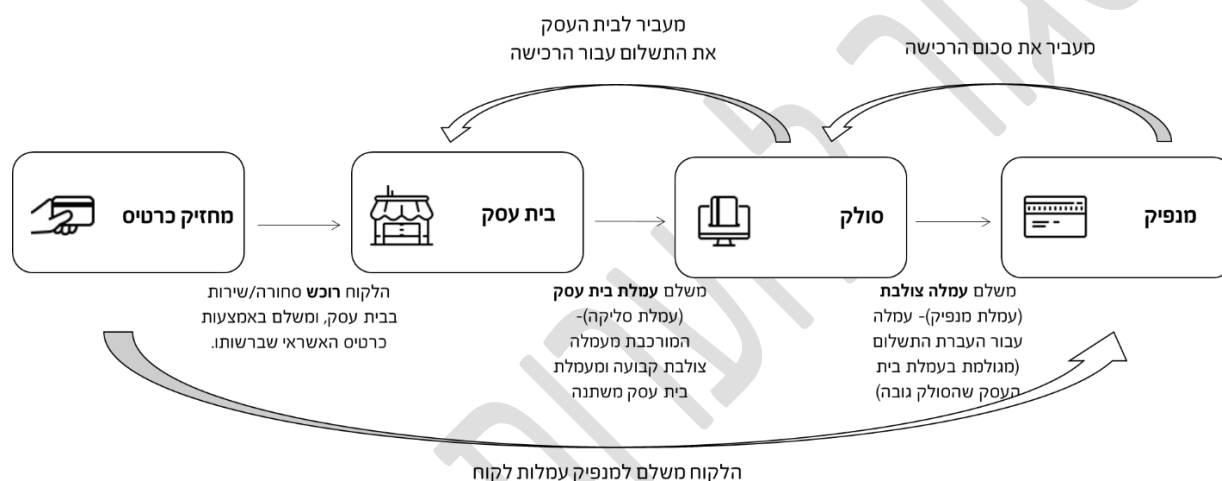
הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. לפיכך, הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לזהות דפוסי פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. תחזיותינו מושפעות, בין היתר, מביצועי העבר, מגמות בענף, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, סביבת המיסון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון - קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 17.06.2018.

## ענף חברות כרטיסי האשראי

ענף כרטיסי האשראי בישראל כולל חברות אשר מרביתן פועלות בתחומי הנפקה, סליקה, תפעול כרטיסי אשראי ומתן פתרונות תשלום ומוצרים פיננסיים לרבות אשראי ללקוחות פרטיים ועסקיים.

מערכת תשלומי כרטיסי האשראי בישראל מורכבת, על-פי רוב, ממנפיק, סולק, ארגון בינלאומי (שהינו בעל מותג כרטיסי האשראי הרלוונטי), בית עסק ולקוח (מחזיק הכרטיס). בתמצית, קשרי הגומלין בין הגורמים כאמור הינם כדלקמן: (1) המנפיק מנפיק כרטיס אשראי ללקוח (מחזיק הכרטיס) וזאת מכוח רישיון או חברות של המנפיק בארגון בינלאומי; (2) מחזיק הכרטיס משתמש בכרטיס כאמצעי תשלום בבית העסק לרכישת טובין או שירותים; (3) בית העסק מעביר לסולק את פרטי העסקה, ככלל באמצעות חברת שירותי בנק אוטומטיים בע"מ או באמצעות הארגון הבינלאומי (ביחס לעסקאות המבוצעות מול סולק בחו"ל); (4) הסולק לאחר קבלת אישור מהמנפיק מעביר לבית העסק את התמורה עבור העסקה, בניכוי עמלה מבית העסק (עמלת בית עסק) וגובה את תמורת העסקה מהמנפיק; (5) המנפיק גובה את התמורה מחשבונו של מחזיק הכרטיס ומזכה את הסולק בניכוי עמלה צולבת (נקרא גם עמלת מנפיק-עמלה שמשלם הסולק למנפיק בגין עסקה שנעשתה בכרטיס אשראי שהנפיק המנפיק ואשר נסלקה על-ידי הסולק).



פעילות מגזר ההנפקה מתמקדת בהנפקה ותפעול כרטיסי אשראי, אשראי צרכני ומתן שירותים ופתרונות פיננסיים (כולל אשראי) למחזיקי כרטיס. מוצרי מימון ללקוחות פרטיים כוללים בעיקר: אשראי בכרטיס (כגון "אשראי מתגלגל", "קרדיט" ואשראי נוסף כחלק ממסגרת האשראי שניתנה ללקוח בכרטיס) וכן הלוואות שאינן במסגרת כרטיס האשראי. פעילות ההנפקה מחולקת בין כרטיסים בנקאיים וכרטיסים חוץ בנקאיים, כאשר הכרטיסים הבנקאיים הינם כרטיסים המונפקים במשותף עם הבנקים ובהם הבנק הוא שקובע את גובה מסגרת האשראי ונושא בסיכון האשראי. כרטיסים חוץ בנקאיים מונפקים במישרין על ידי אחת מחברות כרטיסי האשראי ולרוב סיכון האשראי הינו באחריות חברת כרטיסי האשראי.

במגזר הסליקה כלולים שירותי סליקה (הבטחת תשלום כנגד שוברי עסקאות שבוצעו בכרטיסי אשראי בתמורה לעמלה שנגבית מבית העסק), פתרונות פיננסיים (מוצרים ושירותים המוצעים לבתי העסק במסגרת פעילות הסליקה כגון: הלוואות, ניכיון שוברים והקדמת תשלומים) ושירותים נלווים לשירותי הסליקה.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

ניתן לחלק את המתודולוגיה לדירוג חברות כרטיסי אשראי לשלושה נדבכים עיקריים, אשר משלבים בתוכם פרמטרים איכותיים וכמותיים כדלקמן:

1. פרופיל עסקי ויכולת השבת הכנסות ורווחים
2. פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול סיכונים
3. פרופיל פיננסי

נציין כי, ישנם מספר גורמים אקסוגניים, המשפיעים מהותית על הפרופיל העסקי והפיננסי של חברות כרטיסי האשראי ובהם הסביבה הרגולטורית, הסביבה העסקית והמאקרו כלכלית. בהתאם למתודולוגיה שלנו, אלמנטים אלה לא מקבלים ציון ספציפי בדירוג, מכיוון שהם נתונים ואחידים לכל החברות בענף והביטוי להשפעתם, לתחזיות ולציפיות לגביהם, משתקף במגוון רחב של פרמטרים, שנבחנו בכל אחד מהנדבכים המוזכרים לעיל (כאשר מידת ההשפעה ועוצמתה תלויה במאפיינים הספציפיים של כל חברה).

**סביבה רגולטורית** - לגישתנו, חוזקו הפיננסי של מוסד פיננסי מושפע מקיומו של רגולטור עצמאי, מהימן (גם כלפי הענף וגם כלפי הציבור, המשקיעים השונים ובעלי החוב), בעל יכולת אכיפה, המפעיל פיקוח אפקטיבי, התואם את מאפייני המשק המקומי ואשר פועל בקו אחד עם הרגולציה הבנקאית בעולם (כדוגמת באזל) החלה גם על חברות כרטיסי אשראי המקומיות. חלק מעקרונות הפיקוח הבנקאי המקומי תמך ביציבותן של חברות כרטיסי האשראי ככזה, לרגולטור יש זהות אינטרסים עם בעלי החוב של החברות. הרגולטור משפיע על מספר תחומים עיקריים בענף, שנבחנו בתהליך הדירוג ובהם: מתן רישיון סולק, רמות וניהול ההון, איכות הנכסים ובהם רמות הריכוזיות וסיווג חובות בעייתיים וניהול נזילות במערכת.

**סביבה מאקרו כלכלית** - לתנאים המאקרו כלכליים השפעה מהותית על ביצועי חברת כרטיסי אשראי ועל איתנותה הפיננסית. למחזוריות הכלכלית ולצמיחת התמ"ג מתאם גבוה עם היקף האשראי ואיכותו, הוצאות בגין הפסדי אשראי ורמות הרווחיות בענף. בבחינת הסביבה המאקרו כלכלית בוחנת מידרוג מספר מדדים (מגמות וצפי קדימה לטווח הזמן הקצר והבינוני) ובהם: קצב צמיחת התמ"ג, הצריכה הפרטית, שיעורי האבטלה, שיעור האינפלציה, סביבת הריביות, עקומי התשואה וצורתם, שע"ח, מדדי אמון צרכנים, כמו גם הערכות לגבי מצב הכלכלה העולמית והשפעתה על ישראל. בנוסף, בוחנת מידרוג, את מצב שוק החוב החוץ בנקאי, צרכי מחזור החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, קיבולת השוק, נזילותו ופרמיות הסיכון.

**סביבה משפטית** - לרמת איכות מערכת המשפט, יכולת אכיפת חוזים והליכי חדלות הפירעון השפעה מהותית גם כן על ביצועי חברת כרטיסי אשראי ומדדי איכות תיק האשראי שלה.

### 1. פרופיל עסקי ויכולת השבת הכנסות ורווחים

#### 1.1 מיצוב עסקי

המיצוב העסקי משפיע על יכולת החברה לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי בתחומים בהם היא פועלת ולכן גם על יציבותה לאורך המחזור הכלכלי. המיצוב העסקי נתמך ביתרונות יחסיים לאורך זמן בקווי הפעילות העיקריים והיכולת לשמרם בחוזק המותג ובהצעת הערך שמספקת החברה; בחסמי הכניסה; ביתרונות לגודל ותרומם ליעילות תפעולית ולשליטה בהוצאות ובכוח התמחור. חוזק המותג תומך ביכולת שימור והרחבת בסיס הלקוחות ומיצוי הערך מכל לקוח, ונתפס כמוניטין הקיים לחברה בשוק, הכרת המותג והתפיסה לגביו על ידי לקוחות הקצה, עסקים ומועדוני לקוחות וספקי המימון. מבחינה כמותית הפרופיל העסקי צפוי להתבטא בנתחי השוק בסגמנטים השונים ובשיעורי הרווחיות.

כמו כן, כחלק מבחינת המיצוב העסקי מידרוג בוחנת את המיצוב הטכנולוגי של החברות הן מבחינת תשתית ה-IT ותמיכתה במודל העסקי הקיים והן מבחינת מערך החדשנות ויכולת החברה להתמודד ולהוביל שינויים טכנולוגיים לשימור וביצור מעמדה העסקי לאורך המחזור. אנו סבורים שחברות בעלות מיצוב טכנולוגי חזק יוכלו לייצר חסמי כניסה ויתרונות תחרותיים על פני המתחרים, אשר יתמכו בפרופיל הפיננסי.

חברה עם מיצוב עסקי חזק צפויה לשרוד טוב יותר תקופות של תנאי שוק בעייתיים ותוכל לנצל טוב יותר הזדמנויות רווחיות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. לכן, אנו סבורים כי חברות כאלו יעמדו בהתחייבויות שלהן בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, מה שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, מיצוב עסקי חלש יכול להעיד על לחץ פיננסי שיוטל על החברה במקרה של רווחיות נמוכה, או תנודתיות, אשר עלולה להיתרגם להגדלת תיאבון הסיכון ולפגום בפרופיל הסיכון.

## 1.2 יציבות ההכנסות

פרמטר זה מצביע על יכולת החיזוי של ההכנסות מקווי הפעילות העיקריים של חברת כרטיסי אשראי, כאשר לרוב ניתן לקשור בין תנודתיות לסיכון. באופן כללי, ישנה קורלציה חיובית בין מאפייני בסיס הלקוחות למידת יציבות ההכנסות ויכולת חיזויים. פעילות של סליקה ואשראי המוטה לקוחות קמעונאיים צפויה לייצר הכנסות ורווחיות מותאמת סיכון יציבים יותר לאורך המחזור הכלכלי, נתון אשר הינו חיובי לדירוג בעיקר בתקופות תנודתיות ומשבריות. היציבות מושפעת מבסיס לקוחות רחב, עלויות מעבר, תיק אשראי מפוזר והכנסות מעמלות בהיקף משמעותי ובר קיימא. בניתוח יציבות ההכנסות נבחן בין היתר את שיעור ההכנסות התפעוליות החוזרות - עמלות מסך ההכנסות, החשופות במידה פחותה יותר למחזור הכלכלי ולסיכונים אשראי ומשפיעות לחיוב על יציבות ההכנסות וכן את משקלן של ההכנסות ממרווח פיננסי החשופות יותר למחזור הכלכלי ולגורמים אקסוגניים, ובפרט לסביבת הריבית במשק.

## 1.3 פיזור ההכנסות מקווי עסקים

מידרוג בוחנת את גיוון מקורות ההכנסה בין קווי העסקים (מגזרי פעילות) השונים המהווה, להערכתנו, פרמטר חשוב נוסף ליכולתה של חברת כרטיסי אשראי לצלוח תקופות בעייתיות ולייצר הכנסות בנות קיימא. תלות בקו עסקים עיקרי מעצים את החשיפה לשינויים בשוק, אשר עלולים להיות פתאומיים ולא צפויים ולשחוק משמעותית את זרם ההכנסות ללא יכולת פיצוי וכריות ביטחון מקווי עסקים אחרים. מידרוג מגדירה חברה בעלת פיזור רווחים נמוך, ככזו שכ- 75% או יותר מההכנסותיה מופקים מקו עסקים בודד כגון: עמלות מבתי עסק, עמלות ממחזיקי כרטיסי אשראי ומרווח פיננסי. נציין, כי בנוסף נבחן תמהיל העמלות בתוך כל קו עסקים.

## 2. פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול סיכונים

### 2.1 הנהלה וממשל תאגידי

איכות הממשל התאגידי תורמת להפחתת הסבירות לאירועי כשל עתידיים ולשיקום מאירוע כשל במידה והתרחש. נושא הממשל התאגידי מקבל משנה תוקף במוסדות פיננסיים לרבות בחברות כרטיסי אשראי היות והן רגישות גם לסיכון תפעולי ולסיכון מוניטין, המשפיעים על יכולת שימור הלקוחות, הגיוס שלהן ונזילותן. ממשל תאגידי אינו מתמצה רק ביחסים שבין הדירקטוריון, ההנהלה והבעלים, אלא במידה שבה פועלים הדירקטוריון והנהלה לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות לבעלי החוב. מידרוג מתמקדת במספר אספקטים בבחינת הממשל התאגידי ובוחנת האם התרחשו בהם אירועי כשל, אשר מדליקים "אורות אדומים". הפרמטרים העיקריים אותם מידרוג בוחנת הם: 1. בעל המניות ומורכבות מבנה האחזקות - תלותו בחלוקת דיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיו, מידת השפעתו על שינוי תמהיל הסיכון של החברה בכדי להשיג תשואה עודפת ובהקשר הזה נבחן גם יחס התשואה על ההון (ROE) ביחס ליעדי החברה וביחס למתחרים והלחץ שיכול לייצר על הנהלת החברה ועל תגמולה, השפעתו על תהליך קבלת החלטות בחברה, על הפיקוח העצמאי של הדירקטוריון הרכבו וגודלו, יכולתו לנהל ניגודי עניינים מבניים הקיימים בין בעלי המניות ובעלי החוב ועוד. 2. הנהלה ואנשי מפתח - תרומת ההנהלה משתקפת במגוון פרמטרים במטריצה ובהם מיצוב העסקי של החברה ותוצאותיה הפיננסיות. בסעיף זה בוחנת מידרוג את הניסיון והמומחיות של ההנהלה, ומידת העמידה של ההנהלה ביעדים אסטרטגיים שהוגדרו ובאם קיימת תלות באיש מפתח, או מספר אנשי מפתח בהנהלה הבכירה. 3. עסקאות בעלי עניין<sup>1</sup> - בחינת מדיניות האשראי ותהליכי אישור, חיתום, ניהול ובקרת אשראי עצמאיים. היקף משמעותי של אשראי לבעלי עניין מהווה סיגנל שלילי לגבי תהליכי אישור וחיתום האשראי ולדירוג.

<sup>1</sup> בעלי עניין - בעלי השליטה, מנהלים בכירים, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות שלהם

## 2.2 ניהול סיכונים

בניתוח איכות מדיניות ניהול הסיכונים של חברות כרטיסי אשראי נבחנים מספר פרמטרים עיקריים ובהם: טיב המבנה הארגוני ויכולתו לתמוך בניהול, מדידה וניטור של סיכונים וטיבן של התשתיות והמערכות לניהול סיכונים. מידרוג בודקת את קיומם של מעגלי בקרה שונים בחברה, את מידת המעורבות של הדירקטוריון והנהלה הבכירה בנושא ניהול הסיכון, קביעת תיאבון וסיבולת הסיכון ובקרה אפקטיבית עליהם, את מידת העצמאות של יחידת ניהול הסיכונים ובראשה מנהל הסיכונים הראשי, מידת האינטראקציה בינה לבין היחידות העסקיות, ההנהלה הבכירה והדירקטוריון ותדירות המפגשים בנושאי ניהול הסיכונים. מידרוג גם בוחנת את מערכות ניהול הסיכונים, מודלים ומדדי סיכון עיקריים, מידת האפקטיביות שלהם, תדירות השימוש בהם ותיקופם וכן את השימוש בתרחישי קיצון - לרבות ההנחות העיקריות, תוצאות ותדירות השימוש במוקדי הסיכון העיקריים ומסקנות הנובעות מהם.

## 2.3 ריכוזיות תיק האשראי

לגישתנו, קיים מתאם חיובי גבוה בין הריכוזיות בתיק האשראי לסיכון האשראי של החברה, אשר בא לידי ביטוי בעיקר בעתות של האטה כלכלית. אמנם המחזור הכלכלי אקסוגני לחברות בענף ואינו בשליטתן, אבל ככל שפיזור תיק האשראי גבוה יותר, הפגיעה באיכות הנכסים וביכולת השבת הרווחים צפויה להיות מתונה יותר. חשיפה גבוהה ללווים גדולים, או לענפי פעילות מסוימים, עלולה להגדיל את תנודתיות הרווחים ולצור הפסדים משמעותיים בתקופות בעייתיות. לאפקט הגודל יש משמעות נוספת היות וככל שלוה גדול יותר הוא לרוב גם מושפע יותר מהמחזור הכלכלי. נציין עוד, כי ריכוזיות האשראי הינה נדבך משלים לאיכות הנכסים ובפרט תיק האשראי - אשר נבחנת כפרמטר מרכזי בנפרד, כפי שיפורט בהמשך.

מידרוג בוחנת שני סוגים של ריכוזיות בתיק האשראי: (1) ריכוזיות לוויים; (2) ריכוזיות ענפית. בריכוזיות הלוויים אנו בוחנים את **סך החשיפה ל-10 הלוויים הגדולים יחסית להון העצמי והחשיפה המקסימלית ללווה בודד**. נציין כי לרוב מידרוג אינה מקזזת ביטחונות מסוגים שונים מסך חשיפת האשראי מהטעם שבמידה והאשראי נפגם ישנו סיכוי גבוה שגם שווי הביטחון ייפגם. בנוסף, אנו בוחנים את **היקף ההכנסות מ-10 הלקוחות הגדולים ביחס לסך ההכנסות של החברה והחשיפה המקסימלית ללקוח בודד**. כמו כן, בתיק העסקי אנו בוחנים את **מידת הריכוזיות הענפית הן ביחס לתיק והן ביחס להון העצמי** כאשר אנו מביאים בחשבון גם את הרכב הענפים וסיכונם.

## 3. פרמטרים פיננסיים

### 3.1 איכות הנכסים

איכות הנכסים מהווה גורם מסביר מרכזי ליכולתה של חברת כרטיסי אשראי לייצר רווחים עתידיים והון. החלק הארי בסך הנכסים מהווה תיק האשראי (לרבות חייבים בגין כרטיסי אשראי), ולכן לאיכותו ישנה השפעה מהותית על דירוג החברה. באיכות הנכסים משתקף גם פרופיל ותאבון הסיכון של החברה וההפסד הצפוי (EL). מידרוג בוחנת מספר פרמטרים לצורך הערכת איכות הנכסים ובהם תמהיל הנכסים, המגמות בהם לאורך זמן, שיעורי הצמיחה בהיקף הנכסים ובעיקר בתיקי האשראי וני"ע (במידה ומהותי) ומידת המתאם עם קצב צמיחת התמ"ג, הצריכה הפרטית והמגמות הרב שנתיות. בנוסף, נבחן תמהיל תיק האשראי בחלוקה לפי נושא הסיכון, מקבל האשראי וסוגי האשראי השונים. בניתוח מדדי הסיכון בתיק האשראי אנו מביאים בחשבון את הקורלציה עם המצב המאקרו כלכלי, הרגולטורי והמשפטי והשלכותיהם על מחיקות חוב עתידיות. כמו כן, נבחן היקף החשיפה לסיכון אשראי של המערכת הבנקאית (אשר יכול להעצים את הסיכון המערכתית).

בחינת איכות תיק האשראי משתקפת בין היתר ביחסים הבאים: **1. חובות בעייתיים לסך חייבים בגין כרטיסי אשראי ברוטו** - יחס זה מייצג את תיאבון הסיכון של החברה, איכות החיתום ואת רמת סיכון האשראי (PD) המגולמת בתיק האשראי. מידרוג בוחנת גם את שיעור החובות הבעייתיים מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי בנטרול אלה שבערבות בנקים, משום שלרוב לא קיימים בגינם חובות בעייתיים, כך שנקבל יחס המשקף את הסיכון שחל על החברה בלבד.

**2. החובות הבעייתיים לסך כריות הספיגה (ההון העצמי + יתרת הפרשה להפסדי אשראי)** - יחס זה מייצג את היקף החובות הבעייתיים ביחס לכריות הספיגה המאזניות להפסדים צפויים (EL) ובלתי צפויים (UL). בנוסף, כפרמטרים משלימים נבחנו גם היחסים הבאים: שיעור החובות הפגומים (המאופיינים בדרגת החומרה הגבוהה ביותר) והוצאות להפסדי אשראי מסך התיק ברוטו ויחס הכיסוי (יתרת הפרשה להפסדי אשראי לסך החובות הבעייתיים).

### 3.2 רווחיות

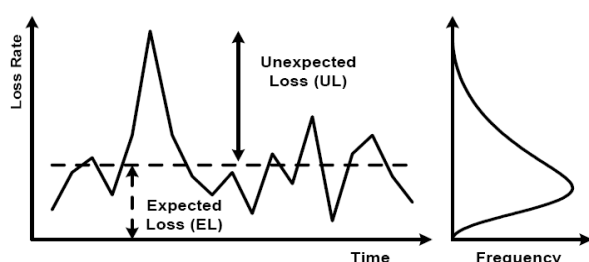
יכולת חברת כרטיסי אשראי לייצר ולשמר רווחים מהווה גורם מסביר משמעותי לשרידותה, ליכולתה לייצר ערך כלכלי ולתמרן בסביבה משתנה. מידרוג רואה ברווחיות ליבה יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון עבור בעלי החוב וקו הגנה ראשון כנגד הפסדים בלתי- צפויים. שמירה על רווחיות יציבה לאורך זמן חשובה גם כן, לצורך שימור אמון המשקיעים והנגישות למקורות מימון בהינתן היקף ותדירות מחזורי החוב.

הרווחיות מושפעת משמעותית מאיכות תיק האשראי והיעילות התפעולית ונבחנת בין היתר ע"י היחסים הבאים: **1. רווח לפני מיסים והוצאות להפסדי אשראי (PPP) לממוצע הנכסים**. מדד זה נועד להעריך את היכולת לייצר רווח בר קיימא מפעילות הליבה ומהווה כרית ספיגה ראשונית כנגד הפסדים עתידיים. היחס מנטרל את ההוצאות להפסדי אשראי, אשר במידה מסוימת נתונות לשיקול דעתה של הנהלת החברה, ובכך מאפשר השוואה ענפית והיסטורית טובה יותר וגם אל מול מוסדות פיננסיים אחרים, תוך התחשבות ברמת סיכון הפעילות. **2. הרווח הנקי לממוצע נכסים (ROA)**. הרווח הנקי משקף את ביצועי החברה ומושפע מיכולת יצור ההכנסות, רמת הסיכון שהחברה פועלת בה והיעילות התפעולית וככזה נותן ביטוי להשפעת אסטרטגיות ולמודלים עסקיים שונים. יחס זה משקף את התשואה הסופית על נכסי החברה ויכולתה לייצר כרית הוגנת לאורך זמן.

**3. יעילות תפעולית- הוצאות תפעוליות לסך ההכנסות ברוטו**. מדד זה בוחן את היעילות התפעולית של חברת כרטיסי האשראי ואת יכולתה לייצר רווחים נצברים מהכנסה שולית נוספת ומשלים את היחסים הקודמים. ענף כרטיסי האשראי מאופיין במבנה הוצאות קשיח יחסית ועתיר בהון אנושי, בתשתיות טכנולוגיות ובמערכות מידע. מבנה ההוצאות הקשיח במערכת המקומית מושפע מהסכמי שכר ובתוכם מנגנוני התאמות שכר ("טייס אוטומטי"), חוזק וועדי העובדים, עלויות IT ועלויות רגולטוריות ומאפייני המודל העסקי של החברות. ליעילות התפעולית השפעה ישירה על הרווחיות, ולכן חברה הפועלת בסביבה תחרותית ורגולטורית מגבילה יחסית וחותרת לשפר, או לשמר רמת רווחיות ללא עלייה מהותית בסיכון נדרשת לקבל החלטה אסטרטגית בקשר למבנה ההוצאות שלה. בנייתו של גם נבחנת אסטרטגיית החברה לשיפור היעילות התפעולית ומידת ישימותה, שליטת ההנהלה במבנה ההוצאות והיכולת לצמצם הוצאות, מידת השיפור המוערכת ביעילות התפעולית בטווח הזמן הבינוני והתוצאות בפועל. מדדים משלימים נוספים שנבחנו הם: הוצאות תפעוליות לסך מצבת העובדים, הוצאות שכר לסך ההוצאות והוצאות תפעוליות לסך הנכסים.

### 3.3 הלימות ההון

חברות כרטיסי אשראי הינם תאגידים פיננסיים ממונפים (ביחס לסך הנכסים), אולם רמות ההון בהם מנוהלות בקפידה, תוך פיקוח רגולטורי הדוק יחסית. מידרוג רואה בהון כרית מרכזית לספיגת הפסדים לא צפויים, אשר מקבלת משנה תוקף כאשר כריות הרווחיות אינן בולטות לטובה. מידרוג מודעת לכך שהפסדי אשראי (ריבית ו/או קרן) מתרחשים כל הזמן לאורך המחזור העסקי- תמיד יהיו לווים, שיכשלו בהחזר התחייבויותיהם. ואולם, ההפסדים שהחברה תספוג בתקופה מסוימת משתנים ותלויים במספר אירועי הכשל וחומרתם, גם אם מניחים כי איכות הנכסים קבועה יחסית.



הגרף המובא להלן מתאר סכמה של שונות ההפסדים לאורך זמן, ההפסד הצפוי (EL), ההפסד הלא צפוי (UL) והתפלגות ההפסדים הנגזרת: לא ניתן לדעת מראש מה יהיו הפסדי האשראי בשנה מסוימת, אולם חברות המעניקות אשראי יכולות להעריך את ההפסד הממוצע שהם צפויות לספוג- זהו ההפסד הצפוי

(EL) ומתואר בגרף ע"י הקו האופקי המקווקו. הפסדים צפויים הם חלק מהפעילות העסקית ומהווים את אחת העלויות של פעילות מתן האשראי. חברות אשראי נדרשות לנהל את ההפסד הצפוי ועושות זאת במגוון דרכים ובהם תמחור נכון של האשראי כפיצוי על הסיכון ויצירת כריות ספיגת הפסדים בדמות הפרשות להפסדי אשראי ומחיקות.

מטרתו העיקרית של ההון העצמי אינה לספוג הפסדים צפויים, כי אם להגן על בעלי החוב כנגד הפסדים לא צפויים (UL) - אותם הפסדים, אשר אינם מתרחשים כל שנה, אולם כאשר הם מתרחשים, הם יכולים להיות מאוד משמעותיים. הפסדים אלו, אשר סביר שיתרחשו מתישהו לאורך שנות הפעילות, אולם קשה להעריך את חומרתם ותזמונם - מתוארים בגרף ע"י השיניים שמעל לקו האופקי. נציין כי כריות הרווחיות גם יכולות לספוג חלק מההפסדים הלא צפויים בגין סיכונים השונים, אולם את עיקר כריות הספיגה מהווה ההון העצמי כאמור, ומכאן חשיבותו הרבה ליציבות החברה עבור בעלי החוב, הרגולטור וחברת הדירוג.

מידרוג בוחנת בהקשר זה שני יחסים מרכזיים: **(1) הלימות ההון עצמי רובד 1 של החברה (הון ליבה רגולטורי); (2) יחס ההון מוחשי<sup>2</sup> למאזן** וכיחס משלים גם ביחס למאזן מותאם (בניכוי חייבים בערבות בנקים) כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף החברות. חוזק הכרית ההונית נבחנת בראיה צופה פני עתיד. יכולת ספיגת הפסדים של ההון העצמי נבחנת בראיה צופה פני עתיד על פני מספר תרחישי לחץ בדרגות חומרה משתנות, תוך הנחות שונות לגבי שיעורי ה-PD, ה-LGD וה-EAD בענפי הפעילות השונים ובתרחישים השונים, צבירת רווחים, גידול בהיקף נכסי סיכון, השפעות סיכוני שוק (במידה וקיימת) וחלוקת דיבידנדים. נציין, כי יחסים אלה משפיעים גם על מידת גמישותה העסקית של החברה הן מול הרגולטור (פערי הלימות ההון אל מול החסם הרגולטורי) והן אל מול הסביבה העסקית - היכולת להרחיב פעילות באמצעות הגדלת נכסים ו/או שינוי תמהיל נכסים קיימים, ניצול הזדמנויות עסקיות, רכישות ומהלכים אסטרטגיים.

### 3.4 נזילות וגמישות פיננסית

בעתות משבר, גם אם לא נבע ישירות מבעיית נזילות, מהווה הנזילות פרמטר קריטי להמשך התקיימותו של מוסד פיננסי בפרט כאשר ישנם פערי מח"מ בין המקורות לתיק האשראי אשר הינו הנכס המרכזי במאזן ואינו נזיל. משברים פיננסיים מלווים בדרך כלל בהתפרצות משבר אמון מצד המשקיעים, אשר עלול להעצים את בעיית הנזילות ואף בקיצוץ להוביל לאירוע כשל. כאשר לחברה נזילות חזקה, סבירות השרידות ללא נגישות למקורות מימון גבוהה יותר בתקופות בעייתיות מוגבלות בזמן ועל כן חשיבות פרופיל הנזילות. את פרופיל הנזילות אנו בוחנים על ידי היחס של **מזומן ושווי מזומן חופשי (נזיל) + מסגרות אשראי חתומות / פירעון חוב (בניכוי איגוחים)** המודד יכולת לשרת חוב הנפרע בטווח הקצר-בינוני, באמצעות מזומנים ושווי מזומנים חופשיים, לרבות מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות ומבודד לפרק זמן מוגבל את החשיפה למקורות המימון.

בנוסף, בוחנת מידרוג, את מערכות ניהול הנזילות, תדירות הניטור והבקרה וההנחות העיקריות בהן, מגבלות נזילות ויחסי נזילות (במידה וקיימים), פערי מח"מ ותרחישי הקיצוץ. נגישות חברות כרטיסי אשראי למקורות מימון על בסיס חוזר היא מרכיב חיוני במודל הפעילות, שכן רוב החברות הפיננסיות ובהן חברות כרטיסי אשראי מסתמכות במידה רבה על מימון בנקאי ו/או סיטונאי הרגיש לאמון המשקיעים.

בנוסף אנו בוחנים את מידת הגמישות הפיננסית על ידי **הפערי מהלימות ההון הרגולטורית, היקף מסגרות האשראי הפנויות ופיזור ועלות מקורות המימון.**

<sup>2</sup> הון מוחשי מוגדר כסך ההון לבעלי מניות בניכוי מניות בכורה, קרנות הון אשר אינן סופגות הפסדים, מוניטין ונכסים לא מוחשיים ובתוספת מכשירי חוב היברידיים בהתאם למאפיינים ההוניים שלהם.



**שיקולים נוספים**

בקביעת הדירוג אנו מביאים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

**אסטרטגיה עסקית**

אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותכניותיה לעתיד ככל שרלוונטי. בנוסף בבחינת האסטרטגיה יבחן תמהיל החייבים בחלוקה לכרטיסים בנקאיים וחוץ בנקאיים העשוי גם להעיד על רמת הסיכון.

**אירוע סיכון (Event Risk)**

אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

**תמיכה מהחברה האם או מבעל המניות**

נבחנת סבירות התמיכה בחברה מצד חברת האם כאשר קיימות אינדיקציות לקיומה של תמיכה כזו. הערכת סבירות התמיכה כוללת שני מרכיבים - הסתברות לתמיכה ויכולת תמיכה. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת, כגון ערבות, הערכת ההסתברות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה שולית פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. אנו נבחן את היסטוריית התמיכה בחברה, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, נאמד סיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.

**תמיכה ממשלתית**

גופים הקשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה מידרוג מפעילה מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.

**שיקולים מבניים**

כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות.

**אחר**

ניתן מקום לבחינת מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל, וייבחנו ספציפית במידת הצורך.

**דוחות קשורים****סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג**

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

**תאריך הדוח: 16.05.2018**

© 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 סיכונים 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

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

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

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע 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 מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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