

סיכום שנת 2016 ותחזיות לשנת 2017

דוח מיוחד | דצמבר 2016

סיכום שנת 2016 ותחזיות לשנת 2017 - מידרוג

פיננסים

ענף הבנקאות - בטווח הזמן הקצר שימור הרווחיות נותר מאתגר. בטווח הבינוני ארוך שאלת מיליון הדולר היא מהו המודל העיסקי הדומיננטי

הבנקים שיפרו בשנים האחרונות את פרופיל הסיכון, תוך בניית וחיזוק הכרית ההונית גם בשל דרישת סף רגולטורית וזאת בעיקר ע"י צבירת רווחים, ניהול היקף נכסי הסיכון והורדת רמות המינוף. מנגד, רווחיות המערכת אינה בולטת לטובה, נהנתה ממספר אירועים חד פעמיים ומוגבלת ע"י מבנה הוצאות קשיח, כאשר כל הבנקים נוקטים בצעדים של התייעלות תפעולית על מנת לשמר את הרווחיות בסביבה עסקית מאתגרת. למערכת המקומית מבנה מקורות יציב, מפוזר ונוח, חשיפה נמוכה יחסית לשוקי ההון ונזילות בולטת לטובה. הצריכה הפרטית היוותה מנוע הצמיחה העיקרי של המשק בשנים האחרונות, תוך שינוי מסוים במודל הצמיחה בשוק המקומי וצפויה להימשך גם בטווח הזמן הקצר. לכן אין זה מפתיע שעיקר הצמיחה בתיק האשראי, בדומה לשנים האחרונות, נבעה מהמגזר הקמעונאי (צרכני ודיור), בעידוד תנאי מימון נוחים ועל רקע סביבת הריבית הנמוכה, הצורך בהקטנת ריכוזיות תיק האשראי וההטבה הרגולטורית בדמות ההקצאה ההונית וניהול היקף נכסי הסיכון. תמהיל התיק המצרפי השתנה בשנים האחרונות לטובת המגזר הקמעונאי (אשראי קמעונאי מהווה כיום כ- 48% מסך תיק האשראי, לעומת כ- 32% בסוף שנת 2008), עם צמיחה משמעותית בתיקי האשראי לדיור ואשראי צרכני אחר ועלייה ברמת המינוף הכוללת של משקי הבית ועל כן גם ברמות הסיכון, למרות שזו עדיין בגבולות הסביר ביחס לעולם המערבי. להערכתנו, גם בשנת 2017 נראה את אותה מגמה לצד המשך גידול באשראי לעסקים קטנים ובינוניים. מוקד הסיכון העיקרי למערכת הינו רמת הריכוזיות (ענפית ולווים), שאף כי שופרה בשנים האחרונות, עדיין גבוהה ומגבירה את החשיפה לסיכון של הפסדים בלתי צפויים, בעיקר כאשר כריות הספיגה כנגדה אין בולטות לטובה. בפרט, יש לציין, את החשיפה לענפי הנדל"ן המשכנתאות המהווים ביחד כ- 45% מתיק האשראי, חשיפה המועצמת בשל המתאמים החיוביים בתוכם ובניהם. כאשר האחרון נמצא בכותרות בשנים האחרונות, נוכח הגידול המהיר בתיק המשכנתאות, אשר נתמך בסביבת הריביות הנמוכה ובמקביל לשחיקה ביכולת לרכוש דירה עם עליית מחירי הדיור ובשל כך "זכה" לשורה של צעדים מאקרו יציבותיים מצד הרגולטור. להערכתנו, סיכון משמעותי לאיכות תיק המשכנתאות של הבנקים יתרחש רק במקרה שבו שיעורי האבטלה ינועו לכיוון דו ספרתי במשולב עם עלייה בסביבת הריביות, כאשר אינדיקטור מקדים לכך יהיה דווקא שחיקה בביצועי המגזר העסקי.

2

תחזית הבסיס של מידרוג לשנת 2017 מתבססת על המשך סביבה עסקית מאתגרת עם צמיחת תמ"ג מתונה (2.8%), המשך סביבת ריביות ואינפלציה נמוכות מאוד ואבטלה נמוכה ויציבה. בנוסף, תמשך התחרות מצד שוק החוב החוץ בנקאי בתיק העסקי.

בהתאם להנחות לעיל, להערכתנו, צפוי לחץ מסוים על הרווחיות בשנת 2017, עם עלייה בהוצאות להפסדי אשראי לשיעור יציב יותר של כ- 0.2% - 0.3% מהתיק, עלויות ליטיגציה נוספות בחלק מהבנקים, נוכח המשך הסאגה מול רשויות המס בארה"ב, כאשר הסביבה המוניטארית תיוותר מרחיבה, כאמור ותמשיך ללחוץ על המרווח הפיננסי. היעדר שליטה על חלק מההכנסות יובילו את הבנקים לנסות ולשפר את מבנה ההוצאות ע"י המשך הצגת תוכניות התייעלות תפעולית הן בכ"א (כאשר בחלק מהבנקים צפויה פרישה טבעית משמעותית בשנים הקרובות) והן בניהול נכסי הנדל"ן ומעבר לדיגיטציה מלאה או חלקית. אנו צפויים לראות המשך השקעות בחדשנות טכנולוגית בקרב הבנקים ופיתוח המודל העסקי של הבנק הדיגיטלי, כחלק הולך וגדל מהמשאבים לשימור המיצוב העסקי ושליטה במבנה ההוצאות.

אנו צופים המשך שיפור הכרית ההונית בעיקר ע"י צבירת רווחים והמשך שימוש בכלים נוספים לניהול נכסי הסיכון ובהם עידוד סינדיקציות, מכירת תיקי אשראי לדיור ומכירת חשיפה לערביות חוק מכר למבטחי משנה. בנוסף, תימשך הנפקת מכשירי חוב היברידיים המוכרים לצורך באזל III- שאת ניצניהם ראינו בסוף שנת 2015. מנגד, שיעורי הדיבידנדים יעלו ביחס לעבר, אולם אלו צפויים להיות מתונים, להערכתנו.

בטווח הזמן הבינוני- ארוך עשויה התחרות במערכת להתגבר, בעיקר בתחום האשראי הקמעונאי עם הקמת בסיס נתונים לדירוג אשראי צרכני והנמכת חסמי הכניסה באמצעות רפורמות תחרותיות שונות, לרבות הגדלת היצע האשראי הקמעונאי מצד שחקנים חדשים, בינוניים וקטנים. עדיין קיימת אי וודאות גבוהה לגבי מידת ההצלחה של מהלכים אלו, השפעתם על מבנה ורמת התחרות, ובפרט מכירת חברות כרטיסי האשראי שבידי שני הבנקים הגדולים. תנאי מפתח להגברת התחרות להערכתנו הינו מבנה ועלות המקורות של הגופים החדשים שבהיעדר יכולת אמיתית להתחרות

בעלויות הגיוס רק יחזקו עוד יותר את הבנקים הגדולים במערכת. מחולל התחרות העיקרי, להערכתנו בעתיד בכלל יהיה החדשנות (פינטק וכו'), כאשר בנקים שלא יתאימו את המודל העסקי עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי.

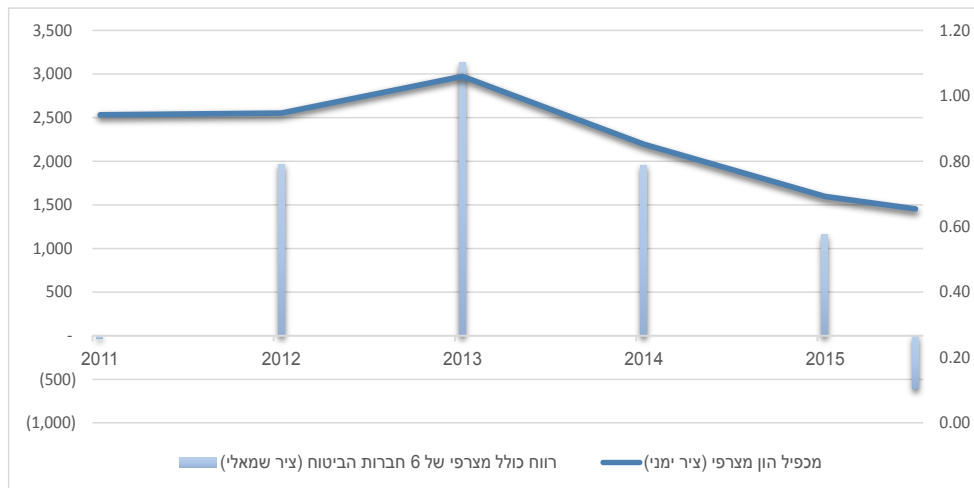
ענף הביטוח- על מטוטלת שבין רגולציה לעקום הריביות- לא צריך להמציא תרחיש קיצון הוא כבר כאן

חברות הביטוח חוות בשנים האחרונות תרחיש קיצון מתגלגל בעל שני וקטורים עיקריים המשפיעים לשלילה על פעילות ותוצאות החברות בענף. השחיקה המתמשכת בעקום הריבית והתייצבות הריבית על רמה נמוכה היסטורית פוגמת הן בתשואה המושגת עבור הלקוחות וכנגזר משפיעה על יכולת החברות לגבות דמי ניהול משתנים והן על רווחי החברות עצמן ופוטנציאל התשואה מתיק הנוסטרו, כאשר במקביל חל גידול משמעותי בהיקף ההתחייבויות הביטוחיות ובפרט בתחום ביטוחי החיים, המאופיינים במח"מ ארוך. שחיקה זו ברווחיות, המושפעת גם משוק הון תנודתי והיעדר רווחיות חיתומית משמעותית בחלק מקווי העסקים עלולה לשנות את פרופיל הסיכון של החברות בענף בחיפוש אחר תשואה, כאשר נקודת האור המרכזית היא שלריבית אין עוד הרבה לאן לרדת, כנראה?

הפקטור השני הינו חשיפת הענף לרגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, אשר פועלת להקטנת חסמי כניסה ומעבר בחלק מקווי העסקים גם ע"י הפיכת חלק מהמוצרים לאחידים וכנגזר מכך ללחץ את המחירים והרווחים. כאשר, גם בצד היציבותי שלה חלק מחברות הביטוח אינן רוות נחת ובפרט השפעת דרקטיבת סולבנסי 2, למרות הקלה משמעותית באבני הדרך לישומה, אשר משתנה מחברה לחברה, כתלות בתמהיל העסקים. ככלל יישום הדירקטיבה צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון של החברות לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, למרות שיהפוך תנודתי יותר.

אולם, בטווח הזמן הקצר והבינוני הגירעון בהון בחלק מהחברות עלול לפגום בגמישותן העסקית ותחת לחץ זמן מסוים וללחץ עוד את הרווחיות. להערכתנו, לכל החברות בענף כלים מספקים לעמידה ביחס ההון הנדרש בסוף שנת 2018 ובהם: הנפקת חוב נחות, שימוש במבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות ותמהיל העסקים ופעילות גידור פיננסית בנוסף, לבניית ההון מרווחים שוטפים, אשר רמת ודאותן ירדה, כאמור והיעדר חלוקת דיבידנד, כאשר האחרונים אינם מבשרים טובות גם למחירי המניות.

להלן גרף של מכפילי ההון והרווח המצרפי של ששת חברות הביטוח בעלות שווי השוק הגבוה ביותר



מקורות: נתוני הבורסה ועיבודי מידרוג

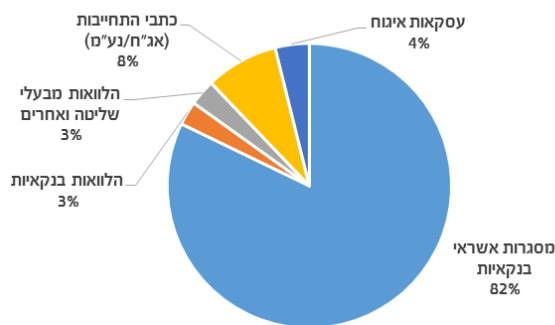
להערכתנו גם שנת 2017 תאופיין בסביבה עסקית מאתגרת, נוכח צפי להמשך סביבת ריבית נמוכה לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון ולאור התגברות צפויה בתחרות המעודדת גם על ידי הרגולטור בחלק מתחומי הפעילות. כאשר, השפעות סולבנסי 2 ביחד עם רפורמות בענפי הביטוח האלמנטרי והבריאות יובילו להתגברות התחרות בענפים אלה, כאשר מבנה ההוצאות בחלק גדול מהחברות פוגם ביכולת ההתמודדות על אתגרי הסביבה העסקית. להערכתנו, הפרמיות הענפיות אינן צפויות לצמוח בקצב השונה מהותית מקצב צמיחת התמ"ג, אולם שיעורי הרווחיות יושפעו

לשליה גם בשנת 2017 בגין הסביבה העסקית המתגרת, כאשר היעדר יכולת לייצר רווחיות חיתומית משמעותית תמשיך להעיב על חלק גדול מהשחקנים בענף. בנוסף, אנו צופים המשך ירידת דמי הניהול בביטוחי המנהלים, הפנסיה והגמל כתוצאה מתמורות רגולטוריות כגון "קרן ברירת מחדל", רפורמת ניוד פנסיונרים, חשבונות מוקפאים ועוד, אשר להערכתנו לא תפוצה במלואה על ידי הגידול בנכסים המנהלים והרווחיות בענפי הפנסיה והגמל צפויה להמשיך להישחק ולפגום ביכולת יצור הרווחים ובבניית הכרית ההונית בחלק מהחברות בענף. בהיבט תמהיל ההשקעות נמשיך לראות השקעות הולכות וגוברות בנכסים שאינם סחירים, כגון נדל"ן, קרנות PE, תשתיות והמשך חשיפה לתיקי משכנתאות בנקאיים, אשר ברמה המשקית מגדילה את הסיכון הסיסטמתי למערכת הפיננסית (ביחד עם אישור הפיקוח על הבנקים להגדיל את ההחזקות בהון הבנקים והמשך הנפקות COCOs צפויות).

חברות מימון חוץ בנקאיות: קידום אלטרנטיבה ראויה לאשראי מהמערכת הבנקאית

על רקע דומיננטיות המערכת הבנקאית בתחום האשראי, באוקטובר 2015 אושרה הצעת תיקון חוק הבנקאות. התיקון מקנה לתאגידים שאינם בנקים אפשרות לגייס תעודות התחייבות מהציבור ולעסוק במתן אשראי במקביל. בעוד שמרבית מהגופים ברכו על התיקון, קריאותיו של בנק ישראל לדחיית התיקון עלו פעם אחר פעם. להערכת בנק ישראל, שינוי החוק, בטרם הקמת רשות פיקוח, מסכן את יציבות המשק ומעודד שיווק אגרסיבי למשקי הבית אשר ברובם נטולי אוריינות פיננסית. התומכים מציינים כי המהלך משחרר את חברות המימון החוץ בנקאי מתלותן הבלעדית באשראי בנקאי. תלות זו מאפשרת למערכת הבנקאית לקבוע את עלות המקורות לחברות הללו ובכך, למנוע אלטרנטיבה ראויה בתחרות על מתן האשראי למשקי הבית, לעסקים קטנים ובינוניים. בהתאם לנתוני מידרוג, ברבעון השני לשנת 2016, המערכת הבנקאית מימנה כ-85% מפעילות חברות המימון החוץ-בנקאי. שיעור זה עמד על כ-92%, טרם הנפקת הנע"מ והאג"ח של קבוצת אחים נאוי בע"מ. בנוסף, אחוז ניכר מהתפלגות המוצגת הינו אשראי בנקאי קצר מועד. במרבית המקרים, האשראי הבנקאי הוא למעשה מסגרות On-Call, הניתנת לביטול בהתראה קצרה ולכן, מחזקת את תלות חברות המימון החוץ-בנקאי. להערכת מידרוג, תיקון החוק, בשילוב עם הסדרת שוק האג"ח העומדת על הפרק, מהווה צעד חיובי בעל פוטנציאל לשיפור הקצאת ההון במשק. שילובם של הגופים המוסדיים במקורות המימון מאפשר את צמיחת הענף ומעודד את התחרות על מתן האשראי. בנוסף, גיוון מקורות המימון מחזק את גמישותן הפיננסית של חברות אלה, ומפחית מסיכון הנזילות, נוכח פער המח"מ הנובע מפעילותן במתן אשראי לז"א, ממקורות האשראי העומדים לרשותן. להערכתנו, במקביל להקמת גוף פיקוח ייעודי, לתיקון החוק יש פוטנציאל להגברת רמת השקיפות וחיזוק תדמית הענף בציבור. עם זאת, ללא אסדרה הולמת, התיקון עלול להוביל לנזק ענפי הגדול מהפוטנציאל לפיתוח התחרות הענפית, ובפרט לערעור האמון בחברות הללו. פגיעה שכזו, עלולה להקשות על יכולת גיוס חובות חדשים ולהגביר את סיכון הנזילות בקשר עם מחזורן. כשנה לאחר התיקון, אנו עדים להתעוררות הפעילים בענף המעוניינים בשינוי תמהיל מקורותיהם וחיזוק פעילותם כאלטרנטיבה ראויה למערכת הבנקאית. להערכתנו, פוטנציאל הנפקות האג"ח והנע"מ בקרב חברות המימון החוץ-בנקאי עומד על כ-5.5 מיליארד ₪, ומהווה שוק פוטנציאלי לתשואות עודפות, לגיוון תיק השקעות עבור המוסדיים ושאר הפעילים בשוק ההון.

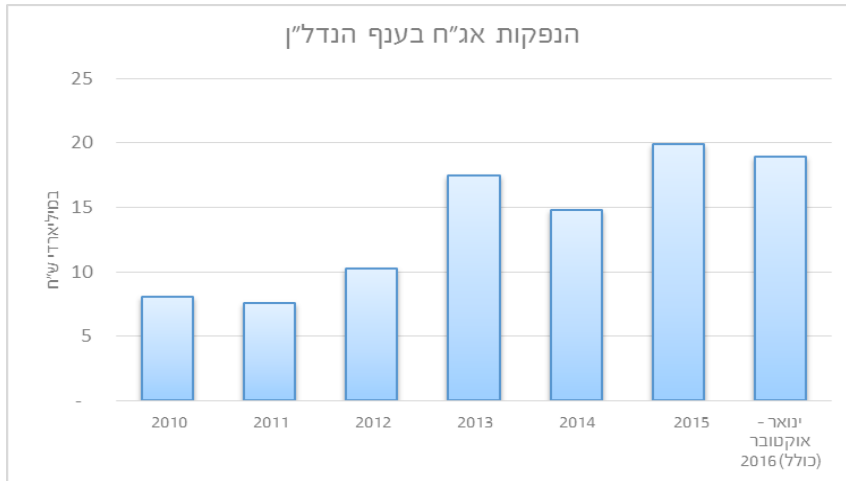
התפלגות האשראי לחברות המימון החוץ-בנקאי, 30.06.2016



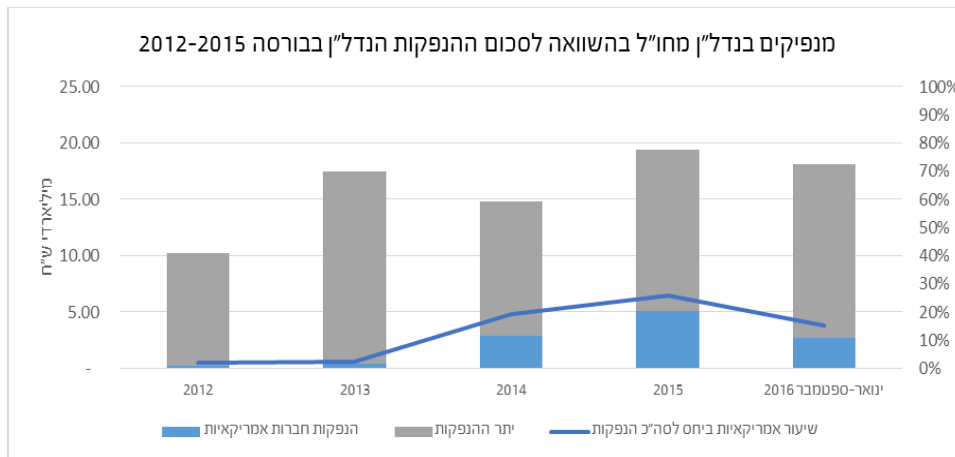
גיוסי חוב:

שנת 2016 מסתמנת אף היא כשנת שיא בגיוס אג"ח על ידי חברות נדל"ן, שנת 2017 צפויה לפחות להיות דומה וזאת על רקע מחירי הגיוס הנמוכים וחזרתן של חברות זרות חדשות לשוק.

סך גיוסי חברות הנדל"ן מתחילת שנת 2016, נכון לסוף חודש אוקטובר, עמד על כ- 19 מיליארד ₪, המעיד על פוטנציאל גיוס בהיקף דומה לשנת 2015 אשר עמד על כ- 20 מיליארד ₪ וזאת לאור הגיוסים שנערכו בנובמבר, כגון זראסאי וגיוסי חברות נוספות אשר מצויים בקנה.



תחילת שנת 2016 הייתה המשך של הצלחת גל הנפקות החברות הזרות משנת 2015, כך שברבעון הראשון הנפיקו חברות כגון KBS ו-Delsha. יצוין כי, החל ממרץ 2016 לא התקיימו גיוסי אג"ח של חברות זרות חדשות. מספר חברות חדשות אשר החלו בתהליכי הנפקה, לא השלימו את תהליכי ההנפקה. עם זאת, כיום אנו רואים חזרה של אותן חברות אשר הקפידו את תהליכי הנפקתן וכן חברות חדשות נוספות אשר כבר מצויות בתהליכים מתקדמים לקראת הנפקה, זאת על רקע שיפור התשואות של החברות המקומיות וכן על רקע גיוסי חוב על ידי החברות הזרות הוותיקות אשר מגייסות בריבית נוחה עבורן.



הריבית הנמוכה הובילה להנפקות בעלות מח"מ ארוך וריבית הנפקות נמוכה על פני ההיסטוריה.

שנת 2016 היוותה המשך מגמה לריביות גיוס אטרקטיביות לחברות הנדל"ן תוך הארכת מח"מ הגיוסים, הריבית הנמוכה אף הובילה להמשך העדפת גיוס באפיקים שקליים לא צמודים.

שנה	ריבית משוקללת	מח"מ משוקלל
2015	4.36%	5.11
2016	3.00%	6.10

התפלגות סוג ההצמדה 2015 מול 2016 סדרות חדשות		
	2015	2016
שקלי	80%	83%
מדד	20%	17%

תחזית: אנו צופים להמשך גל הגיוסים לאור תשואות הגיוס הנמוכות על רקע הביקושים הערים, בעיקר באפיק השקלי, כך גם להערכתנו יגבר חלק ניכר מהגיוסים לצורכי פעילות שוטפת מעבר לצורכי מחזור חוב. כן אנו צופים גל נוסף של חברות זרות חדשות אשר ינסו לגייס אג"ח בשוק הישראלי, בהיקפים גבוהים יותר משנת 2015.

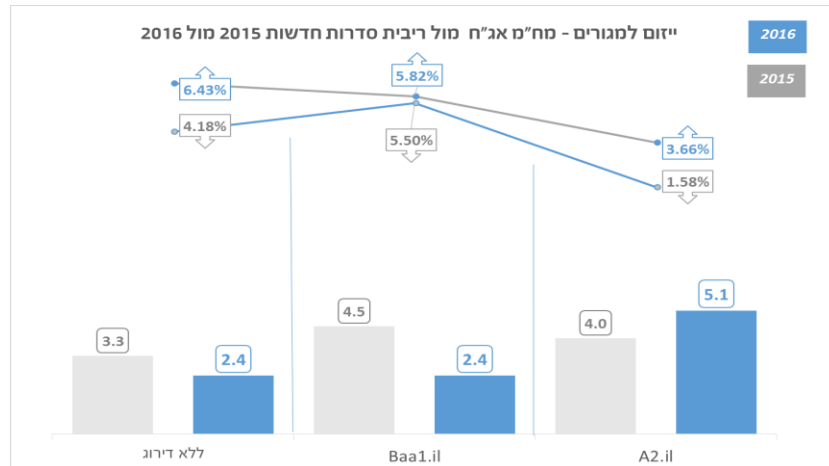
מגמות בתחומי נדל"ן בישראל:

מגורים:

הממשלה פועלת באופן נחוש למצוא פתרונות לעליית מחירי הדירה. אולם הפתרונות אינם פתרונות קסם מיידים, אלא כדרך אופיו של ענף הנדל"ן, שינויים עורכים זמן עד אשר ישפיעו על השוק. כרגע השוק מתנהל בעיקר על פי סנטימנטים רגעיים המבטאים חששות של קהל הציבור השונה, אם משקיעים או רוכשי דירות לשימוש עצמי. עליית הריבית למשכנתאות היא גורם חשוב ביכולת הצרכן לרכוש דירות, אנו עדים לתקופה של למעלה משנה של עלייה מתמדת בריבית המשכנתאות אולם טרם הגענו לנקודת "שובר השייווין" שכן עדין ריבית המשכנתאות הינה אטרקטיבית ברמה היסטורית.

תחום הדירה למשתכן משפיע רק ברמה נקודתית ולא מעבר לכך ועדין חווה חבלי לידה המתבטאים בביטולי מכרזים, או אף, בחלק מהמכרזים שהתקיימו הציבור מדיר את רגליו דבר המתבטא בביטולים רבים של הזוכים. יתרה מכך, קיים חשש מאפקט "דירור לשיכון" - פרויקטים שאיכותם תהא נמוכה ביחס לפרויקטים מקבילים ויובילו עם הזמן להיווצרות שיכונים חדשים כדוגמת אלו שכבר קיימם, אותם אנו מנסים כיום להפוך לפרויקטים של תמ"א 38 ופינוי בינוי. במסגרת מכרזים אלו או רואים סיכון גדול יותר ליזמים וזאת לאור הרווחיות הנמוכה וחוסר היכולת של היזם לשנות את מחירי המכירה אל מול החשיפה של עלייה בעלויות הבניה ופרויקטים אלו יותר מתאימים לחברות ביצוע וקבלנות מאשר לחברות היזמות. השפעת פרויקטים אלו תתבטא רק עם הזמן וכפופה לכך שערות זה יימשך לאורך זמן חלק מרכזי משיווק הקרקעות.

במסגרת הנפקות הנדל"ן ביזום למגורים, אנו רואים נגישות גבוהה של חברות אלו לשוק ההון והריבית של הסדרות החדשות שהונפקו נמוכה יחסית לשנת 2015, במיוחד בולט הסגמנט של חברות שאינן מדורגות אשר זוכות לריביות נמוכות יחסית בסדרות חדשות לעומת שנת 2015, ירידה העולה על- 2% ברמה משוקללת, אולם יציין, כי חלק מהשיפור בריבית נובע מגיוס במח"מ קצר יותר.



תחזית:

המשך לחץ הממשלה בניסיון להורדת מחירים לא צפוי להוביל בזמן הקרוב לירידת מחירים רוחבית, שכן הביקוש גובר על ההיצע. עוד רבה הדרך של תוכנית "מחיר למשתכן" בטרם תוביל לשינוי משמעותי וכרגע השפעתה הינה בעיקר נקודתית. להערכתנו, הדרת רגליהם של המשקיעים מתחום זה לא תוביל לירידת המחירים, השוק לא יוצף במשקיעי דירה שלישית ומעלה שיעמידו את דירותיהם למכירה, אלא עם הזמן תוביל להעלאת מחירי השכירות על מנת לגשר על פער המסים. עליית ריבית המשכנתאות היא הגורם המשמעותי ביותר שעלול להשפיע על מחירי הדירוג בטווח המהיר יחסית, אולם הריבית עדין הינה ברמה אטרקטיבית מכדי להשפיע על הרוכשים.

משרדים:

על אף החששות ששררו לגבי היצע הפרויקטים בבניה בהיקפים משמעותיים ששווק לשוק (מגדל אטריום, שרונה עזריאלי), בעיקר במרכז, שטחים אלו "נבלעים" על ידי השוכרים. חלק גדול מהשוכרים הינם שוכרים אשר מעתיקים את מקום פעילותם לבניינים החדשים ומותירים בניינים ותיקים להתמודד מול ההיצע החדש, ההצלחה בשיווק ההיצע החדש אף עודדה את היזמים לקדם פרויקטים נוספים באזור המרכז, כגון פרויקט "תוצרת הארץ" של חברות אמות וגב-ים, פרויקט שרונה של חברות אפריקה נכסים ומליסרון ועוד. מחירי השכירות נותרו יציבים למעט הרצליה פיתוח בהם קיימת עליה עקבית במחירי השכירות. תחזית: יציבות במחירי השכירות והתפוסה בנכסים הותיקים בעלי מיצוב ומיקום אסטרטגי, לחץ מטה על דמי שכירות בנכסים ותיקים ולא משופצים באזור המרכז אשר סובלים בתחרות מול ההיצע החדש וחשיפה לירידה בתפוסה בבניינים אלו.

מסחר:

שנה בראי המסחר און-ליין

שנת 2016 מסתמנת כשנה בה החליטו בעלי הקניונים המרכזיים לשלב אסטרטגיות עם הרכישות ברשת -תחום ה-ecommerce, שכן תחום זה מהווה גורם תחרותי שהולך ומתפתח בעולם וכבר נותן אותותיו גם בתחום המסחר בישראל. כך קבוצת עזריאלי רכשה את אתר Buy 2 והקמת אתר מקוון על ידי ביג.

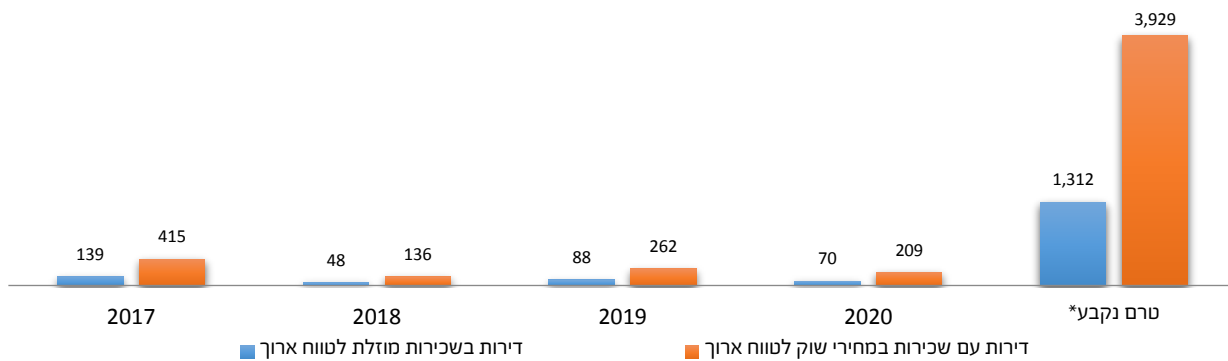
מחירי השכירות הינם גבוהים ברמה היסטורית וקיימת מגמת גידול בהיקף שטחי המסחר, על אף ההאטה בצמיחה של מדינת ישראל, מנתוני החברות טרם מבחינים בסימני משבר ברמת הפידיונות של החנויות, אף שנושא זה "מבעבע מתחת למים".

תחזית: התחרות מול רכישות באינטרנט, אף שתגבר, טרם תיתן אותותיה במהלך השנה הקרובה. יחד עם זאת, עלול להיווצר לחץ על מחירי השכירות, בעיקר באזור המרכז, בשל ירידה בהיקפי הפידיון והיצע נוסף של שטחי מסחר, בעיקר באזור המרכז, שם מתבצעת עיקר הבניה והגידול הצפוי של שטחי מסחר המתחרים זה בזה.

שוק השכירות ארוכת הטווח בישראל

עליית מחירי הדיור הינה אחד האתגרים המרכזיים הניצבים בפני מקבלי ההחלטות במדינה. עלייה זו נובעת מהשפעות תומכות בצד הביקוש ובצד ההיצע, כאשר השלכותיה ניכרות גם בשוק הדירות להשכרה. כחלק ממדיניות אסטרטגית של המדינה לקידום דיור להשכרה ארוכת טווח, הוחלט להקים חברה ממשלתית לדיור והשכרה (להלן: "דירה להשכיר"), במטרה לספק מענה למי שידו אינה משגת או למי שאינו מעוניין להשקיע ברכישת דירה, תוך יצירת יציבות וודאות לשוכר. במסגרת התכנית, היזמים מתחייבים להשכיר את הדירות ל-20 שנים בשכ"ד מפוקח, ולאחר מכן, רשאים למכור את הדירות במחירי שוק. 25% מהדירות בכל פרויקט מושכרות לזכאים בכפוף לקריטריונים מוגדרים, במחיר המופחת ב-20% משכ"ד בשוק החופשי, בעוד שיתר הדירות מושכרות לכלל האוכלוסייה במחירי שוק (לתקופה מקסימאלית של 10 שנים).

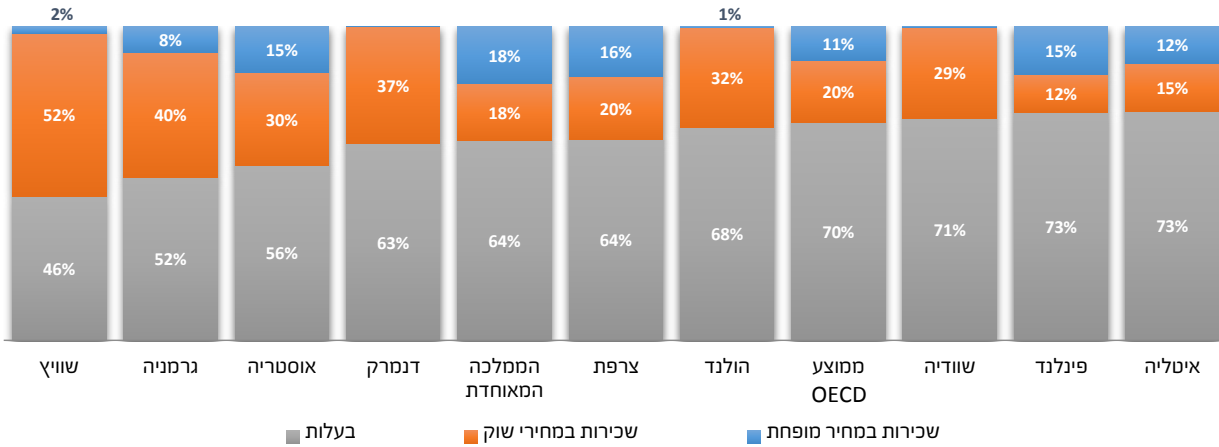
מתוך ראייה כי קידום דיור להשכרה ארוכת טווח מהווה יעד אסטרטגי, המדינה מעניקה ליזמים רשתות ביטחון, כגון הגנה מפני עליית ריבית במהלך הקמת הפרויקטים והבטחת שכ"ד מינימאלי. עם זאת, תרחישי עליית ריבית וירידה במחירי הדיור עלולים להביא לשחיקה ברווחי היזמים ולפגוע בכדאיות הפרויקטים, המאופיינים בתשואות נמוכות ביחס למקובל בענף. לאור זאת, נדרשים היזמים למימון אגרסיבי, בעוד שדירה להשכיר נדרשת לשווק מכרזים משולבים (בנייה לשכירות ארוכת טווח, לצד בנייה למכירה בשוק החופשי), לשם הגדלת אטרקטיביות הפרויקטים. כיום, ארבעה פרויקטים נמצאים בשלבי ביצוע וכוללים למעלה מ-1,000 יח"ד- בהרצליה, רמת השרון, חיפה ותל אביב. מרכז נוסף נסגר לאחרונה בירושלים. הפרויקטים שהוזכרו צפויים להסתיים עד לשנת 2020, כאשר פרויקטים נוספים מתוכננים בראשון לציון, ירושלים, קריית ביאליק, קריית גת ואשקלון. בנוסף, קיימות תכניות מאושרות להקמת שכונות מגורים בשוהם ובגן יבנה, וכן תכניות בשלבי תכנון בתל אביב (שני פרויקטים) ובאור יהודה. להלן תחזית גמר בניית יח"ד המוזכרות לעיל:



* פרויקטים בשלב תכנון/שיווק. הנחות המוצא הן כי כלל הדירות בפרויקטים יועדו לשכירות ארוכת טווח וכי 25% מכלל הדירות יוקצו לשכירות במחיר מוזל. נתונים: דירה להשכיר, עיבוד מידרוג.

בעוד שבישראל נעשים צעדים ראשוניים ליצירת שוק קונצרני לשכירות ארוכת טווח, בקרב מדינות רבות מדובר בשוק ותיק, הכולל מערכת חוקים לאסדרה ופיקוח, כחלק מתכנית סיוע חברתית ו/או כתולדה ממדיניות ממשלתית. במדינות כמו גרמניה, אוסטריה, הולנד ושווייץ, שכירות פרטית נחשבת לחלופת דיור בטוחה לטווח ארוך, המתאפיינת בהגנה חוזית ופיקוח שכ"ד, לצד תמריצי מס משמעותיים לעידוד בנייה לשכירות. לפיכך, שיעור המתגוררים בשכירות במדינות הללו, הינו מהגבוהים בקרב מדינות ה-OECD. מנתוני הלמ"ס לשנת 2014, כ-28% ממשקי הבית בישראל אינם מחזיקים בדירה, לעומת כ-72% שמחזיקים בדירה אחת לפחות. כמו כן, בהשוואה ליתר המדינות המפותחות, ישראל מדורגת במקום הלפני אחרון בהיבטי הרגולציה על שוק השכירות.

להלן השוואה בינ"ל של התפלגות המתגוררים בשכירות ובעלות:



נתונים: נתוני ה-Eurostat לשנת 2015, עיבוד מידרוג. הנתונים אינם כוללים את ישראל.

להערכת מידרוג, ריבוי תכניות ממשלתיות המתחרות ביניהן על המשאבים בתחום הדיור (כגון "מחיר למשתכן", "מחיר מטר" ו-"דירה להשכיר"), מהווה מכשול מרכזי בהקמת שוק שכירות ארוכת טווח בישראל ואף מקשה על הקצאתם היעילה. על המדינה לפרסם תכנית עבודה רב שנתית עם יעדים מוגדרים בעבור כל אחת מתכניות הדיור הממשלתיות, אשר עולות השכם והערב. בד בבד, בכדי לבסס שוק שכירות ארוכת טווח, על המדינה להגדיל את היצע הקרקעות באזורי ביקוש וכן את היקף הפרויקטים מסוג זה, באופן שישקף את הצרכים הדמוגרפיים ויאפשר השפעה משמעותית על שוק הדיור.

ענף התקשורת - אי הודאות נותרה גבוהה יחסית בעוד שההכנסות והרווחיות צפויות להמשיך ולהתכווץ

רמת אי הוודאות בענף התקשורת נותרה גבוהה יחסית וזאת בעיקר נוכח רגולציה הפועלת להקטנת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של הענף. גם בסוף שנה זו נותרו יותר שאלות מתשובות בנוגע לכינון השוק הסיטונאי בתחום הטלפוניה, ביטול ההפרדה המבנית בבזק ושינויים מבניים בשוק הסלולר.

להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני צפויה המשך שחיקה בהכנסות וברווחיות של ענף התקשורת כפי שיפורט להלן. המגזר הנייד, המהווה עדיין חלק מהותי מענף התקשורת (כ- 42% מהכנסות הענף לסוף שנת 2015), מאופיין ברמת תחרות גבוהה בשנים האחרונות כתוצאה מהתערבות רגולטורית וכניסת שחקנים חדשים שערערו את שיווי המשקל בענף. להערכתנו, חוסר היציבות במגזר זה יימשך בטווח הזמן הקצר, כאשר לא יחול שינוי בקריטריון ההחלטה העיקרי של הצרכן- כלומר תחרות המחירים תימשך, תלחץ על ההכנסות הרווחיות, כאשר שיעורי הנטישה ימשיכו להיות גבוהים. מנגד, פוטנציאל ההתייעלות של החברות בענף מוגבל (ללא פגיעה במיצובן העסקי), נוכח מהלכי התייעלות שכבר בוצעו. אנו מעריכים כי בטווח הזמן הבינוני, רמת התחרות תתמתן (עם או בלי קונסולידציה), לאור שחיקה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של השחקנים בענף. בכל מקרה איננו צופים עליית מחירים יותר משולית בטווח זמן זה.

רמת התחרות במגזר הנייד התגברה בשנה וחצי האחרונות, נוכח כינונו של שוק סיטונאי. במסגרת הרפורמה קבע הרגולטור מחיר סיטונאי לחבילת 1ADSL, הכוללת מחיר לקו גישה ותשלום עבור נפח גלישה, אשר תרמה לשחיקת רמת המחירים בסגמנט. יישום הרפורמה בטלפוניה טרם יצא לפועל, אולם גם הוא צפוי להגביר את רמת התחרות בסגמנט. להערכתנו, רפורמת השוק הסיטונאי תמשיך לגרום להסטת ביקושים בקצב מתון יותר, כתלות במיקומם של המתחרים על עקומת ההיצע (מחיר / נתח שוק), בדומה למגמה בתקופה האחרונה, נוכח מיצוי שלב החדירה. בנוסף, ביטול ההפרדה המבנית בבזק ככל שייושם, עלול ללחוץ עוד על רמת המחירים ועל מעבר לקוחות בטווח הזמן הבינוני.

לגבי מגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול מסוים בתחרות לצד חדירה של טכנולוגיות חדשות ושחיקה מסוימת במחירים, במהלך טווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר, נוכח הנמכת חסמי הכניסה (דרך הקמת שוק סיטונאי) וכניסת מפעילות סולאריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט (IPTV) ולחבילות תקשורת משולבות, VOD אינטרנטי ומאמצי הרגולטור לייצר תחרות בשוק זה. נציין כי, להערכתנו, עלויות התוכן יהוו גורם מכריע, שיקשה על כניסת תחרות חדשה לסגמנט ויצמצם הסטת ביקושים לשחקנים חדשים. להערכתנו, מחולל התחרות העיקרי בדומה לשוק הקווי עלול להיות ביטול ההפרדה המבנית בבזק ויכולת הצעת חבילות משולבות במחיר תחרותי, כאשר קיימת אי ודאות לגבי התנהגות השחקניות בתרחיש זה.

להערכת מידרוג, מועד ביטול ההפרדה המבנית בבזק הינו בעל השפעה מבנית על כלל הענף גם בהיבט יכולת התחרות ורמת התחרות בכל הסגמנטים של הענף וגם בשלב מאוחר יותר דרך הצעת חבילת תקשורת כוללת ללקוח כשבזק תוכל להציע חבילה שאינה פריקה (באנדל) העלולה לשנות את מפת התחרות בענף, הן בתימחור והן בנתח השוק. בטווח הזמן הקצר, צפויה המשך שחיקה בהיקפי ההשקעות בענף, גם כדי להתמודד עם שחיקת התזרימים, תוך המשך ניסיון לאיחוד ושיתוף רשתות בכדי לחסוך בעלות ובדומה למגמה בעולם המערבי. הרגולציה תוסיף להוות גורם סיכון מרכזי בענף.

ענפי הרכב והליסינג:

שנת 2016 ממשיכה את שבירת שיא מסירות כלי הרכב, שנשבר גם בשנים 2015 ו-2014. כך, במהלך עשרת החודשים הראשונים של השנה נמסרו כ-259 אלף כ"ר, יותר מסך כלי הרכב שנמסרו בשנת 2015 כולה (255 אלף כ"ר). בחודש ינואר 2017 יחול עדכון של נוסחת החישוב של "הציון הירוק" מה שצפוי להביא לגידול נוסף בהיקף המסירות ברבעון האחרון של 2016 בשל הקדמת רכישות. הגידול בהיקף המסירות מרשים במיוחד, כאשר

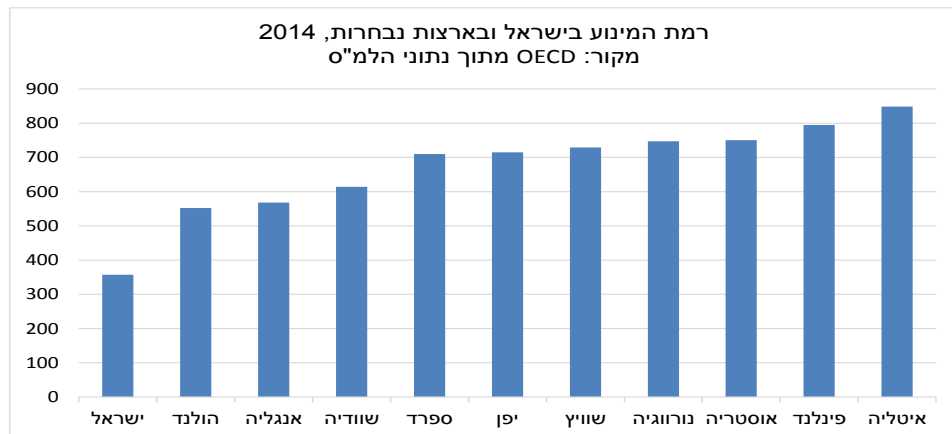
¹ Asymmetric digital subscriber line

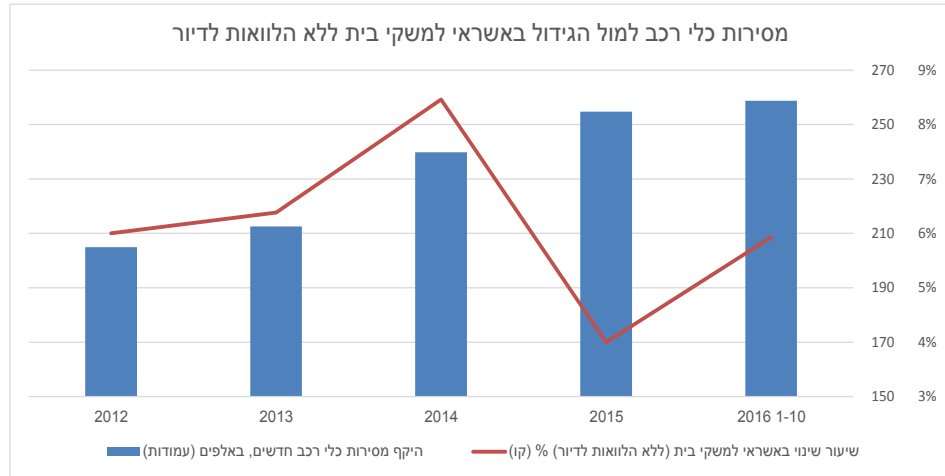
לוקחים בחשבון שעיקר הגידול הינו בקטגוריית רכבי ה-SUV, אשר מכירותיהם צמחו בלמעלה מ-70% במהלך שנת 2016 ונמכרים במחירים גבוהים יחסית. גורמים אלו תמכו בביצועים טובים של יבואניות הרכב שנהגו מהגידול במסירות וכן משערי חליפין נוחים במטבעות הדולר האירו. הגידול ברמות הביקושים נובע להערכתנו מרמת הריבית הנמוכה, שיעורי מימון נדיבים וגישות טובה לאשראי צרכני - לרבות פתרונות מימון שונים המוצעים ללקוחות מצד יבואני הרכב, חברות הליסינג, בנקים וגופי אשראי נוספים. זאת, לצד היצע גבוה של רכבים קטנים וחסכוניים אשר צמצמו את הפער בין מחירו של רכב חדש לזה של רכב משומש וכן בשל מאמצים של חברות הליסינג להגדיל את פעילות הסחר נוכח קיפאון בפעילות הליסינג המסורתית.

מידרוג מעריכה כי ענף הרכב יוסיף להציג רמה גבוהה של פעילות, הגם שהצמיחה עשויה להאט לאחר שלוש שנים רצופות של שבירת שיאי המסירות. זאת, בשל הערכתנו להמשך נגישות טובה לאשראי צרכני ובפרט להלוואות לרכישת רכב, מקורות מימון מגוונים, המשך סביבת ריביות נמוכה ושיעורי מימון גבוהים, שיעור אבטלה נמוך, וכן בשל התחייבויות כמות של יבואני הרכב שתומכות ברווחיותם ומאמץ מתמשך של חברות הליסינג להגדיל את פעילות הסחר. סיכוני האשראי המרכזיים של יבואני הרכב הינם החשיפה לחוזק המותג של היצרן הבינלאומי בשוק המקומי, שיווק מגוון דגמים רחב, טיבה של מערכת היחסים עם היצרן הבינלאומי, בדגש על נכונות היצרן לספק דגמים המותאמים לטעמי הצרכנים המשתנים בשוק המקומי וכן חשיפת הרווחיות לשערי מטבע.

חוק שירותי רכב שעיקרו עידוד ייבוא מקביל של כ"ר, אינו צפוי להערכתנו להשפיע על מחירי הרכבים, אם כי תיתכן השפעה מסוימת בתחום השירות ואספקת החלפים. ראשית, מחירי הרכב עבור היבואנים הרשמיים בישראל נמוכים בהשוואה בינ"ל נוכח המאפיינים הייחודיים של השוק המקומי, הכוללים רמת מיסוי גבוהה מאוד בהשוואה בינלאומית ובידוד יבשתי. שנית, מס הקנייה על כלי רכב מהווה רכיב מרכזי במחיר הרכב וללא שינוי בהרכב המיסוי - ולהערכתנו שינוי כאמור אינו צפוי נוכח חשיבות הכנסות המדינה ממס הקנייה - השינוי במחירי הרכבים מוגבל.

ענף הליסינג אחראי לכשליש מהמסירות של כלי רכב חדשים בישראל מדי שנה (לרבות רכבי 0 ק"מ), נתון יציב יחסית בשנים האחרונות, וזאת בעיקר נוכח הגידול בפעילות הסחר של חברות הליסינג, כאשר הצי המיועד להחכרה אינו גדל ונע בטווח 210-220 כ"ר בשש השנים האחרונות. ענף הליסינג מאופיין ברמת תחרות ערה, למרות חסמי הכניסה הגבוהים, בשל בידול נמוך יחסית. לחצי המחיר בענף מקוזזים בשל ירידה בעלויות המימון וגידול בהיקפי פעילות הסחר של חברות הליסינג (בדגש על רכבי 0 ק"מ), הנתמך בביקושים הגבוהים לכ"ר ובהמשך פיתוח יכולת המכירה. מחירי המכונות המשומשות נמצאים בירידה מתחילת 2015 בשל ריבוי היצע של רכבי המיני והסופר-מיני במחירים אטרקטיביים ומגוון פתרונות מימון לרכישת רכב חדש ואינם צפויים להערכתנו לעלות בטווח הזמן הקצר-בינוני. המשך ירידה במחירי כלי רכב המשומש וגידול בהיצע כלי הרכב המשומש עלולים להגביר את הסיכון בענף הליסינג, החשוף במידה רבה לערך הגרט של כלי הרכב.

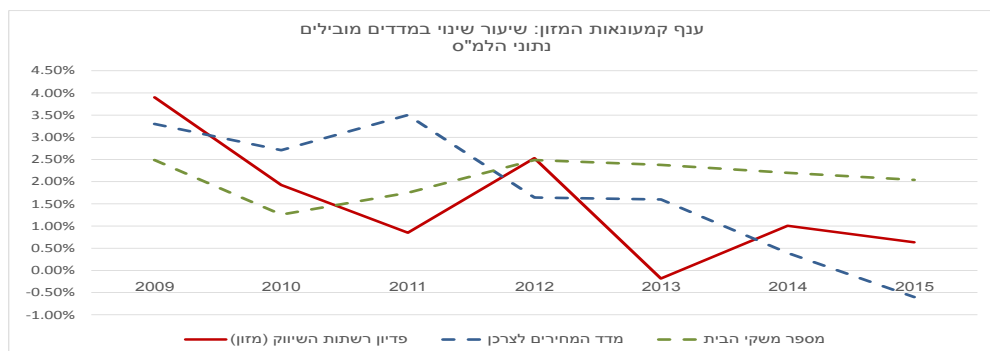




מקור: בנק ישראל והלמ"ס

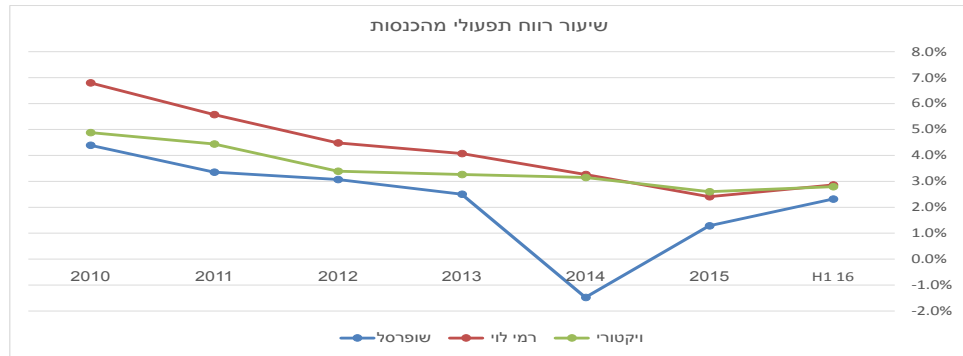
שוק קמעונאות המזון:

רמת הסיכון בענף קמעונאות המזון בישראל מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה והיא מושפעת לשלילה מחסמי כניסה נמוכים, תחרות גבוהה בין הרשתות ושינויים בהרגלי הצריכה תוך הטיית מחיר גוברת של הצרכנים, המגבילים את כוח התמחור של קמעונאיות המזון ואת פוטנציאל הצמיחה בענף. מאפייני סיכון אלו ממותנים בחלקם על-ידי ביקושים יציבים יחסית וחשיפה נמוכה למחזוריות הכלכלית. קריסת רשת "מגה" במהלך שנת 2015 סיפקה רוח גבית לגידול בפדיונות וברווחיות בקרב הקמעונאיות המחזיקות דריסת רגל משמעותית בזירת הסניפים העירוניים. להערכתנו, הסניפים העירוניים יוסיפו ליהנות מרווחיות גבוהה יחסית ותחרות מתונה גם בשנה הקרובה, נוכח יתרונות מובנים, בפרט אצל רשתות בעלות הצעת ערך מגובשת ההולמת את קהל היעד. ואולם, זוהי זירה קטנה יחסית ביחס לשוק כולו, כאשר בזירת החנויות המוזלות, המהווה מזה זמן את עיקר שוק הקמעונאות המאורגן, התחרות נותרה ותיוותר גבוהה להערכתנו, תוך שהשחקניות הקטנות/בינוניות יוסיפו להתרחב באמצעות רכישת חנויות ופתיחת חנויות חדשות, ויקזזו את אפקט הקטנת שטחי המסחר מצד השחקניות הוותיקות (ובראשן שופרסל). גורם זה, כמו גם צמיחה מתונה בצריכת המזון, יכבידו על גידול הפדיונות, שרשמו בשנים האחרונות שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-0.5% בלבד, למרות הגידול בצריכה הפרטית ובמשקי הבית בישראל.



אנו מעריכים כי קמעונאיות המזון פונות מזה זמן לעבר מנעי צמיחה חדשים/ישנים. שופרסל - הרשת הארצית המובילה, הציבה את זירת האון ליין כמנוע צמיחה עיקרי ואנו מעריכים כי הצלחתה בסגמנט זה עשויה להוביל להגדלת הקטגוריה בשוק כולו. ואולם, היכולת של שחקניות קטנות ובינוניות להיכנס לאון-ליין אינה מובנית מאליה כלל, נוכח השקעות גבוהות נדרשות ואתגרים ניהוליים בתחום הלוגיסטי. להערכתנו, תחום האון ליין בהחלט עשוי להוות גורם מבדל בין הרשתות.

ענף קמעונאות המזון מאופיין ברווחיות צרה, אשר מאויימת במיוחד בתנאים של צמיחה פנימית נמוכה. להערכתנו, ההשפעות המכריעות על הרווחיות הגולמית בטווח הקצר/הבינוני הן היקפי הפדיון, תנאי הסחר ותנאי התחרות, המשפיעים על גמישות המחיר. במהלך שנת 2016 זכו הרשתות לשיפור ברווחיות בזכות שיפור בכל הפרמטרים הללו, לרבות פחות לחץ על מחירי המכירה ורוח גבית מצד מחירי סחורות נמוכים אצל היצרנים. אנו מעריכים כי מגמה זו תימשך גם בשנת 2017, עם צמיחה נמוכה פנימית בפדיונות ושמירה על רווחיות טובה יחסית לשנים האחרונות.



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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.
דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת גלויות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתגודתיות 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.