Maalot
S&P Global Ratings

קרדיטו הנפקות בע"מ

7 ביולי 2024

דירוג מקדמי

קביעת דירוג מקדמי 'ilAAA (sf) prelim' לאיגרות חוב מגובות משכנתאות

אנליסט אשראי ראשי:

Alejandro Marcilla, CFA מדריד 34-913896944 alejandro.marcilla@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

Jacob Douer, לונדון, 44-7974080497 jacob.douer@spglobal.com

Alastair Bigley, לונדון, 44-2071763245 alastair.bigley@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
פעולת הדירוג 3
תמצית העסקה 3
חוזקות 4
סיכונים וגורמים ממתנים 5
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 6
הערכת היזם (originator) 6
הערכת המתפעל (servicer) 7
הערכת הבטוחות 8
מאגר טיפוסי 9
התאמות ספציפיות לתדירות העיקול 10
התאמות ספציפיות לחומרת ההפסדים 13
התאמות ספציפיות לתזרים המזומנים 13
מדיניות חיתום 14
ביצועים היסטוריים 15
ניתוח אשראי והנחות 16
תחזית מאקרו כלכלית וענפית 16

מבנה העסקה 17
כרית הביטחון 17
טריגרים בהלוואות נחותות 18
סיכון ריבית 19
מידול וניתוח תזרים מזומנים 19
סיכון עירוב 19
צמצום מרווחים 19
עמלות 19
סיכון קיזוז 19
תזמון כשל פירעון ושיקום חוב 19
פיגורים של יותר מ-30 יום 20
פירעון מוקדם 20
שיעורי ריבית 20
סיכום 21
מבט צופה פני עתיד 21
סיכון צדדים לעסקה 22
מגבלת דירוג מדינה 22
מעקב 22
נספח 22
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 23
רשימת דירוגים 23

דירוג מקדמי

קביעת דירוג מקדמי 'ilAAA (sf) prelim' לאיגרות חוב מגובות משכנתאות

תמצית

- S&P מעלות קבעה דירוג אשראי מקומי מקדמי 'ilAAA (sf) prelim' לאיגרות החוב הבכירות של קרדיטו הנפקות בע"מ.
- קרדיטו הנפקות בע"מ היא עסקת איגוח של תיק משכנתאות לכל מטרה של הלוואות מדרגה ראשונה שניתנו ליחידים ישראלים ומובטחות בנכסי מגורים בישראל.
- זוהי עסקת ה-RMBS הראשונה שאנו מדרגים בישראל.
- היקף תיק המשכנתאות המאוגח עומד על כ-549 מיליון ₪ נכון ל-10 באפריל 2024. קרדיטו בע"מ ("קרדיטו"), מלווה חוץ-בנקאי בשוק הישראלי, הוא יזם ההלוואות באמצעות חברות בנות שלו (originator).

פעולת הדירוג

ב-7 ביולי 2024 קבעה S&P מעלות דירוג אשראי מקומי מקדמי 'ilAAA (sf) prelim' לאיגרות החוב הבכירות של קרדיטו הנפקות בע"מ. במועד השלמת העסקה, תנפיק קרדיטו הנפקות בע"מ גם איגרות חוב מסדרה ב' שאינן מדורגות.

תמצית העסקה

סדרה	דירוג מקדמי	גודל הקטגוריה מסך העסקה (%)	גורמים התומכים ביכולת שירות החוב(%)	ריבית*	מועד פירעון סופי חוקי
א'	ilAAA (sf)	92.0	8.0	ריבית פריים בתוספת מרווח	ספטמבר 2053
ב'	NR	8.0	0.0	ריבית פריים בתוספת מרווח	ספטמבר 2053

*ריבית פריים היא ריבית בנק ישראל + 1.5%. NR-לא מדורג.

קרדיטו הנפקות בע"מ היא עסקת RMBS - Residential Mortgage Backed Security המאגחת תיק משכנתאות לכל מטרה של הלוואות מדרגה ראשונה שניתנו בישראל ומובטחות בנכסי מגורים בישראל. היקף תיק המשכנתאות המאוגח עומד על כ-549 מיליון ₪ נכון ל-10 באפריל 2024. קרדיטו בע"מ ("קרדיטו"), מלווה חוץ-בנקאי בשוק הישראלי, הוא יזם ההלוואות באמצעות חברות הבנות שלו. קרדיטו פועל בתחום ההלוואות מ-2015, ויזם משכנתאות לכל מטרה מאז 2020.

המנפיק ישתמש בתמורת ההנפקה לרכישת מלוא זכויות המוטב במשכנתאות מהמוכר במועד השלמת העסקה. המנפיק ישעבד את כל נכסיו לטובת הנאמן.

אנו מעריכים שהמשכנתאות המשמשות כבטוחות מתאפיינות באיכות הולמת, בהתבסס על קריטריוני החיתום של היזם ועל ביצועיהן הטובים, ובהתחשב בכך שאף אחת מהמשכנתאות אינה נמצאת כיום בפיגור או בכשל פירעון. עם זאת, בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את העובדה שמדובר בתיק משכנתאות לכל מטרה, מה שלהערכתנו מגדיל את סיכון העסקה. משכנתאות לכל מטרה כוללות הלוואות שניתנו בין היתר למטרות איחוד חוב, חילוץ הון עצמי או השקעה, בין היתר, ולא רק לרכישת בית המגורים הראשי של הלווה.

אנו מצפים לקבל דוח ביקורת מעודכן התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings.

הגורמים שיתמכו ביכולת שירות החוב הבכיר המדורג כוללים כתב נחיתות, כרית ביטחון ומרווח עודף. העסקה תכלול מפל תשלומים משולב, כולל טריגרים שונים שיגנו על איגרות החוב הבכירות במקרה של הפרתם.

מתודולוגיות הצדדים לעסקה, התפעול או הדירוג מעל דירוג המדינה אינן מגבילות את הדירוג המקדמי.

אנו מצפים שמסמכי העסקה יעלו בקנה אחד עם המתודולוגיה המשפטית שלנו במועד השלמת העסקה.

חוזקות

- אנו סבורים שהמשכנתאות הן משכנתאות באיכות הולמת, על סמך ביצועיהן הטובים והקריטריונים לחיתום. עם זאת, בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את העובדה שמדובר בתיק של משכנתאות לכל מטרה.
- התיק מורכב רק מהלוואות עם לוח סילוקין מסוג שפיצר, הצמודות לריבית הפריים הישראלית בתוספת מרווח. ריבית הפריים הישראלית שווה לריבית בנק ישראל בתוספת 1.5%. תיק המשכנתאות מגוון היטב מבחינה גיאוגרפית, ו-50% מהתיק ממוקם במחוז תל אביב. שיעור ה-LTV (loan to value) המקורי של התיק (OLTV) ושיעורי ה-LTV הנוכחיים (CLTV) נמוכים יחסית, ועומדים על 50.8% ו-44.9%, בהתאמה. שיעור ה-OLTV מוגבל בייזום ל-60%, מתחת לתקרת השוק שהיא 75%. באופן דומה, יחס ההחזר להכנסה מוגבל ל-40%.
- הן הנכסים והן ההתחייבויות צמודים לריבית הפריים בתוספת מרווח. משום כך, סיכון הריבית ממותן ולא הבאנו בחשבון סיכון גידור ריבית משמעותי בניתוח שלנו.
- העסקה כוללת מפל תשלומים משולב. לפיכך, ניתן להשתמש בתקבולי קרן ההלוואות לכיסוי חוסרים בתשלומי הריבית על איגרות החוב הבכירות. בנוסף, כרית ביטחון המופחתת מספקת הגנת נזילות נוספת ותהיה זמינה במלואה במועד השלמת העסקה.
- כדי להגן על איגרות החוב הבכירות, קיימים במבנה טריגרים מסוימים המגבילים תשלום ריבית על איגרות החוב הנחותות. עם הפרת הטריגר, כל התקבולים ישמשו לפירעון התחייבויות בגין איגרות החוב הבכירות.
- האופי הסטטי של התיק והעובדה שהמנפיק אינו יכול לשנות את הרכב התיק (כלומר, הלווה צריך לפרוע את ההלוואה בפירעון מוקדם אם ברצונו לשנות את סוגה), מקטינים לדעתנו את סיכון העסקה.

- הלווים משלמים ישירות לחשבון הבנק על שם המנפיק. לפיכך, אין סיכון עירוב (commingling risk) בעסקה זו. בנוסף, אנו סבורים כי סיכון הקיזוז (setoff risk) מופחת גם כן, בהתחשב בעובדה ש-(א) העסקה אינה כוללת הלוואות לעובדים, (ב) קרדיטו אינו מספק שירותי פיקדונות ו-(ג) קרדיטו אינה מספקת שירותי ביטוח.
- לעסקה יש חשיפה לבנק הפועלים כספק חשבון הבנק. אנו סבורים שסיכון הצדדים לעסקה (counterparty risk) ממותן כראוי לפי המתודולוגיה שלנו לצדדים לעסקה.

סיכונים וגורמים ממתנים

- בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את הסביבה המקרו-כלכלית והפוליטית הנוכחית בישראל, במיוחד מאז תחילת המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023. מאז פרוץ המלחמה, הגדלנו את כל עוגני תדירות העיקול הבסיסיים בכל רמות הדירוג הנמוכות מ-'AAA'. היות שאנו מאמינים שתהיה לסביבה הנוכחית השפעה על הכלכלה, הבאנו אותה בחשבון גם בתהליך הערכת היזם.
- היזם הוא מלווה חוץ בנקאי שפועל בשוק המשכנתאות. אף שקרדיטו פועל בתחום ההלוואות מ-2015, הוא החל ליזום משכנתאות לכול מטרה רק ב-2020. משום כך יש לו היסטוריית ייזום וביצועים קצרה. אף שהוא מתמקד בהלוואות לכל מטרה, ביצועי האשראי שלו חזקים. קרדיטו אינו משתמש במימון באמצעות פיקדונות, ופרופיל המימון שלו מתבסס כיום על בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים. יחד עם זאת, היתרון התחרותי של קרדיטו הוא בכך שהוא מספק ללווים פתרונות מותאמים ומהירים יותר מהבנקים המסורתיים. אנו רואים את תהליך ההלוואה ואת קריטריוני החיתום שלו כהולמים. הבאנו בחשבון את היעדר היסטוריית הביצועים במסגרת הערכת היזם.
- כמעט מחצית מהיקף המשכנתאות בתיק המאוגח מסווגת כאיחוד חובות או נכסים להשקעה. אנו סבורים שהסיכון גבוה יותר במשכנתאות מסוג זה בהשוואה למשכנתאות לרכישת נכס. רק 9% מהיקף המשכנתאות בתיק הם למטרת רכישת נכס לדיור.
- בניתוח התפעולי שלנו, שקללנו את האפשרות של החלפת מתפעל העסקה (servicer) במקרה של כשל פירעון של קרדיטו ואנו מעריכים את הסיכון בהחלפה כזו כבינוני (moderate) לעסקה זאת בהינתן האלטרנטיבות הקיימות בשוק. עם זאת, בהינתן הביצועים היציבים של קרדיטו, אנו סבורים שהמתודולוגיה התפעולית שלנו אינה מגבילה את הדירוג המקדמי. אנו סבורים גם שהתפקיד הפעיל של הרגולטור ודמי התפעול במקרה הקיצון שכללנו בניתוח שלנו מפחיתים גם הם את הסיכון התפעולי בעת כשל פירעון של המתפעל.
- המצגים וההתחייבויות של המוכר עולים בקנה אחד עם הסטנדרטים בשוק באירופה, המזרח התיכון ואפריקה (EMEA), אך אנו משקללים בערכתנו את העובדה שלא קיימת התחייבות לרכישה חוזרת ותקופת ריפוי. משום כך, אנו מחשיבים את המצגים וההתחייבויות כחלשים יותר בהשוואה לעסקאות אחרות שאנו מדרגים, והתאמנו את הערכת היזם בהתאם לכך.

- דוח הביקורת הנוכחי חלש יותר בהשוואה לעסקאות איגוח משכנתאות (RMBS) אחרות שאנו מדרגים. אף שהבאנו אותו בחשבון בניתוח שלנו, אנו מצפים לקבל דוח ביקורת מעודכן התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings, לפני קביעת דירוגים סופיים.
- בהתחשב בכך שקרדיטו החלה להעמיד משכנתאות לכל מטרה רק ב-2020, הנתונים ההיסטוריים על ביצועי התיק מוגבלים. בנוסף, אנו צופים הרעה מסוימת בביצועים עקב התקופות המשבריות שנרשמו לאחרונה בשל סביבת הריבית הגבוהה והמלחמה. הבאנו בחשבון את העובדה שטרם צפינו בהתנהגות התיק בסביבת משבר. עם זאת, היעדר פיגורים והחיתום הקפדני ממתנים סיכון זה, לדעתנו.
- ניתן להשתמש בכרית הביטחון לפירעון הקרן של איגרות החוב הבכירות בכל מועד פירעון קרן עד פירעונה הסופי. סכום התשלום מוגדר לפני כל מועד תשלום על סמך היקף התקבולים הצפויים. משום כך, שימוש בכרית הביטחון לתשלום הקרן עשוי להוסיף לעסקה סיכון נזילות. אנו סבורים גם שמפל התשלומים המשולב מפחית את סיכון הנזילות אם כרית הביטחון משמשת לתשלום הקרן של איגרות החוב.
- גיל המשכנתאות (הזמן מיום שהועמדו) המקסימלי בתיק נמוך מארבע שנים, נתון שהבאנו בחשבון בניתוח שלנו. הגיל הממוצע המשוקלל בתיק נמוך משנתיים.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

ניתוח הדירוג שלנו מביא בחשבון את החשיפה הפוטנציאלית של העסקה לגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG). לגורמי ESG השפעה מוגבלת על ניתוח דירוג האשראי של העסקה.

הערכת היזם (originator)

קרדיטו הוא מלווה חוץ-בנקאי שנוסד בשנת 2013 וחיתם הלוואות לפני שהחל להרחיב את תחומי הפעילות שלו. הוא החל לפעול בשוק המשכנתאות על ידי מתן הלוואות גישור ומימון קבוצות רכישה בתחום הדיור (2017) ומשכנתאות לכל מטרה ב-2020. מאז הוא הרחיב את עסקי המשכנתאות להלוואות משכנתא מדרגה שנייה (2021) . תיק המשכנתאות המאוגח כולל רק הלוואות לכל מטרה. קרדיטו העניקה וחיתמה אשראי של יותר מ-12 מיליארד ₪ ליותר מ-100,000 לווים. יש לה תיק משכנתאות בהיקף של 1.82 מיליארד ₪ נכון ל-2023, שחיתומן בוצע באמצעות פלטפורמת ההלוואות הדיגיטלית שלה.

לקרדיטו הנהלה מנוסה שלכל חבריה ניסיון בענף וכ-50 אנשי צוות. חלק מהמוסדות הפיננסיים העיקריים הפועלים בשוק הישראלי מממנים את עסקי המשכנתאות לכל מטרה יחד עם משקיעים מוסדיים נוספים. בנוסף למערכת הבנקאית הישראלית המסורתית, מלווים חוץ בנקאיים אחרים כמו מימון ישיר נחשבים למתחרים בשוק הישראלי.

הפעילות של קרדיטו מתבצעת באמצעות פלטפורמה מקוונת המביאה בחשבון את יציבות ההכנסה, המינוף וההתנהלות הפיננסית של הלווים וכן מאפיינים כגון יחסי החזר או הכנסה פנויה ואת תנודתיות וסיכון הבטוחה.

מערכת הפינטק שלה מנתחת את כל הנתונים ומאפשרת מענה מהיר ללווה, ולעיתים מציעה תעריפים נמוכים יותר מהמערכת הבנקאית המסורתית. בנוסף לתעריפים הנמוכים, הביצוע המהיר והמקוון הוא היתרון התחרותי של קרדיטו מול מוסדות פיננסיים מסורתיים. קרדיטו פועל לשילוב עולם הפיננסים עם עולם הטכנולוגיה. עם זאת, הוא אינו מממן באמצעות פיקדונות כמו בנקים, והציבור ויועצי משכנתאות רבים עדיין לא מכירים את קרדיטו בשל היותו חדש בשוק ובשל מעמדו התחרותי.

קרדיטו אמנם פיתח מערכות חיתום וניהול משלו, כמו גם מערכות לניהול קשרי לקוחות, אבל הוא מסתמך גם על תפנית, מערכת ההלוואות של מטריקס. הוא מבצע פעולות שוטפות וגבייה באמצעות מערכת הסליקה הבנקאית, ומחובר גם לשירותים חיצוניים נוספים.

טבלה 1: קרדיטו – שיקולים עיקריים להערכת היזם

תיאור	שיקול
סוג הבטוחה	קרדיטו יוזם הלוואות לכל מטרה המובטחות בשעבוד מדרגה ראשונה על נכסי מגורים בישראל. עם זאת, זהו מלווה חוץ-בנקאי ולכן הפיקוח והרגולציה עליו חלשים יותר בהשוואה למוסדות בנקאיים מסורתיים.
מדיניות הלוואות בהשוואה לחברות אחרות בתחום ולסטנדרטים בשוק	מדיניות ההלוואות עומדת בסטנדרטים של השוק באופן כללי, והיא קפדנית יותר במאפיינים מסוימים כמו שיעור LTV ושיעור החזר.
היסטוריית ביצועים וניסיון	ליזם יש היסטוריית ביצועים קצרה, וההנפקה של קרדיטו היא האיגוח הציבורי הראשון שלו.
ביצועים היסטוריים	הביצועים ההיסטוריים של תיק המשכנתאות של היזם הולמים עד כה.
גורמים איכותניים שלא נלקחו בחשבון לעיל	נתוני הביצועים ההיסטוריים אינם מספיקים כדי לנתח את ביצועי הייזום של המלווה לאורך תקופה של משבר כלכלי. כמו כן, אנו סבורים שהעובדה שהמשכנתאות הן לכל מטרה חורגת מהסטנדרטים בשוק. צמיחת שוק מהירה בהיקף הייזום עד הרבעון השלישי של 2022. ייזום מוגבל מאז.

אנו מצפים לקבל דוח ביקורת מעודכן התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings.

הערכת המתפעל (servicer)

קרדיטו משמש גם כגוף המתפעל בתיק. אף שקיימת תקשורת פנימית רציפה עם הלווה לאורך כל התהליך, לאחר פיגור של חודש בתשלומים, ההלוואות מועברות לטיפול עורך דין חיצוני. ניהול הפיגורים מתחיל במספר שיחות טלפון, ואילו ההליך המשפטי מתחיל בין חודש לשלושה חודשים לאחר מועד התשלום הראשון שלא נפרע. עם זאת, החברה מעדיפה פתרון בהסכמה, שכן 98% משיקום החוב מתרחש תוך 90 יום ממועד התשלום שלא נפרע. הליך המימוש מתחיל 90 יום לאחר מועד התשלום שלא נפרע.

בהתחשב בהיקף המוגבל של פיגורים עד כה ובמיקור החוץ של התהליך, הצוות הפנימי בקרדיטו המתפעל את ההלוואות מוגבל. צוות של שני עובדים מטפל בשלב המוקדם של תהליך שיקום החוב: האחד מתמקד בדיאלוג עם הלווה ובאיסוף נתונים ואילו השני עוסק בהלוואה באופן תפעולי.

הערכת הבטוחות

נכון לאפריל 2024, המאגר כלל 524 הלוואות בהיקף כולל של 549,006,785 ₪. התיק מורכב מהלוואות הנפרעות על פי לוח סילוקין שניתנו בישראל ומובטחות במשכנתאות מדרגה ראשונה על נכסי מגורים. המאגר אינו כולל משכנתאות הפוכות וכל ההלוואות במאגר המאוגח הן הלוואות משלמות ללא פיגורים ושלא עברו מימון מחדש.

הריבית על כל ההלוואות היא ריבית הפריים בתוספת מרווח. בהתחשב בכך שהמשכנתאות בתיק הן לכל מטרה, רק 9% ממנו הן משכנתאות שניתנו לרכישת בית המגורים העיקרי של הלווה. תקופת ההלוואה נעה בין 47 ל-360 חודשים. תקופת ההלוואה הממוצעת בתיק הוא 27 שנים והגיל (הזמן מאז הועמדה ההלוואה) הממוצע הוא שנתיים. כמחצית מהנכסים (49%) ממוקמים במחוז תל אביב, מה שמשקף את ריכוז האוכלוסייה באזור זה.

ניתחנו את תיק ההלוואות של קרדיטו על סמך המתודולוגיה להערכת מאגרים של הלוואות למגורים מתאריך 25 בינואר 2019. השתמשנו גם בהנחות ספציפיות המשקפות את שוק המשכנתאות בישראל (ראה להלן).

בהערכת איכות האשראי של מאגר משכנתאות ישראלי למגורים, אנו מנתחים את תיק ההשקעות בהשוואה למאגר טיפוסי מוגדר.

הערכת שוק המשכנתאות שלנו (MMA) באזור שיפוט מסוים מורכבת מהערכה בסולם של שש קטגוריות, החל מסיכון נמוך מאוד לסיכון גבוה במיוחד. הערכת ה-MMA עבור ישראל הוא בינוני, לפי גורמי המשנה המפורטים בטבלה 2.

טבלה 2: גורמי משנה

גורמים	גורמי משנה (תיאור ממאמר המתודולוגיה)	ישראל
סיכון כלכלי		
חוסן כלכלי	מבנה כלכלי ויציבות, גמישות מדיניות מקרו-כלכלית וסיכון פוליטי.	סיכון בינוני
חוסר-איזונים כלכליים	שלב ההתרחבות, צמיחת אשראי במגזר הפרטי, מחירי נדל"ן למגורים, מחירי המניות, יתרה בחשבונות העו"ש ומצב החוב החיצוני; או שלב התיקון וההשפעה הצפויה על המגזר הבנקאי.	סיכון נמוך
סיכון אשראי במשק	היקף החוב והמינוף במגזר הפרטי, סטנדרטים של הלוואות וחיתום, תרבות תשלומים ושלטון החוק.	סיכון בינוני
סיכון ענפי		
מסגרת מוסדית	רגולציה ופיקוח על הבנקים, היסטוריית ביצועים של הרגולטור וממשל ושקיפות.	סיכון בינוני
דינמיקה תחרותית	תיאבון סיכון, יציבות ענפית ועיוותי שוק.	סיכון נמוך
רגישות שוק	שונות באבטלה ורמות תמיכה ברווחה.	סיכון בינוני
recourse מלווה - הערכת	בפועל או על פי חוק, המלווים עשויים בעיקר להסתמך רק על הנכס הממושכן כבטוחה כדי להחזיר את ההלוואה במקרה כשל פירעון של [limited recourse] לווה (אנו מתייחסים לכך כאל חזרה מוגבלת (בתחומי שיפוט אחרים [full recourse] לעומת חזרה מלאה.	חזרה מלאה
הערכת שוק המשכנתאות	סולם של שש נקודות, החל מסיכון נמוך מאוד לסיכון גבוה במיוחד.	סיכון בינוני

על ידי יישום המתודולוגיה שלנו למשכנתאות, אנו מסיקים שה-MMA עבור ישראל הוא סיכון בינוני. בהתחשב בכך שתדירות העיקול הבסיסית של 'AAA' בסיכון בינוני היא בדרך כלל 10%-15%, קבענו לישראל תדירות עיקול בסיס 'AAA' של 15%. כמתואר במתודולוגיה לאיגוח משכנתאות, טווחי תדירויות העיקול הפוטנציאליות הרלוונטיות ברמת דירוג 'AAA' מכוילים בהתחשב בתרחישי לחץ היסטוריים קיצוניים כנקודת ייחוס (ראו "מתודולוגיה ומאמרים קשורים"). הבאנו בחשבון את השפל הגדול בארה"ב, כמו גם תרחישי משבר עדכניים יותר כמו אלה שהתרחשו ביוון ובארגנטינה.

בהתבסס על הערכת ה-MMA, הגדרנו את עוגן תדירות העיקול בדירוג 'AAA' למאגר הטיפוסי בישראל ואת הנחת תדירות העיקול 'B' הנוכחית לפי טבלה 3.

טבלה 3: הנחות תדירות העיקול

רמת דירוג*	תדירות עיקול טיפוסית (%)§
AAA	15.00
AA	10.52
A	8.29
BBB	6.05
BB	3.81
B	3.25

*ההנחות לדירוגי ביניים מבוססות על אינטרפולציה. § הנתונים לדירוגי הביניים מעוגלים לעשירית האחוז הקרובה ביותר.

מאגר טיפוסי

המאגר הטיפוסי בכל תחום שיפוט או שוק מייצג אידיאליזציה מסוימת של המאגרים הממוצעים שנצפו בעבר.

טבלה 4: מאגר טיפוסי - ישראל

מאפיינים לפי סוג	מאפיינים טיפוסיים
גודל המאגר	לפחות 250 הלוואות בעת ההנפקה
היזם	יזם ללא גורם התאמה הקשור לאיכות החיתום של המלווה
גיוון גיאוגרפי	בהתאם לפיזור האוכלוסייה בישראל
סוג לווה (מסחרי לעומת פרטי)	אנשים פרטיים הרוכשים נכסי מגורים
נכסים מסחריים ושימוש מעורב	הנכס הוא נכס מגורים
אזרחות	הלווה הוא אזרח ישראלי
סוג תעסוקה	לא עצמאי, מובטל, בגמלאות או בפנסיה
מצב ביצועים	הלווה עומד בתשלומים
יכולת החזר	יחס החוב להכנסה הוא 30%
אימות הכנסה	המלווה אימת את הכנסתו של הלווה
מטרת ההלוואה	ההלוואה מיועדת לרכישה או למחזור חוב בתנאים משופרים
בית שני	ההלוואה מיועדת לרכישת בית מגורים עיקרי

מאפיינים לפי סוג	מאפיינים טיפוסיים
שיעור LTV	65%
סוג מוצר (ריבית קבועה או משתנה)	אין מאפיין של זעזוע תשלום אם הלוואה כוללת ריבית קבועה, ריבית משתנה וריבית שאינה צמודה למדד המחירים לצרכן
רוכשי דירה ראשונה	הלווה רוכש דירה ראשונה
ייעוד (מגורי הבעלים או קנייה להשכרה)	הנכס הוא מקום המגורים העיקרי של הלווה
גיל	ההלוואה הועמדה לפני פחות מחמש שנים
היסטוריית אשראי	אין היסטוריית אשראי שלילית
פיגורי עבר	לא היו פיגורי עבר שתוקנו
שיטת החזר	החזר ריבית וקרן בתשלומים חודשיים שווים.
שיטת הערכת שווי	הערכת שווי מלאה מבוצעת על ידי שמאי מוסמך
סכום הערכת שווי	לא ניתנת משכנתא לנכסים בשווי של יותר מ-2.0 מיליון ₪

התאמות ספציפיות לתדירות העיקול

טבלה 5 מציגה את התאמות תדירות העיקול לישראל.

טבלה 5: הנחות תדירות העיקול

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
שיעור LTV	עד 75% - סוג 2 או עקומה	שיעור ה-LTV מחושב בתהליך בן שלושה שלבים. שלב 1: שיעור ה-OLTV מחושב באמצעות יתרת ההלוואה המקורית במועד המשיכה האחרונה והערכת שווי הנכס במועד המשיכה. שלב 2: שיעור ה-CLTV מחושב באמצעות יתרת ההלוואה במועד הקיטוע של התיק ושווי הנכס הצמוד הנוכחי. שלב 3: שיעור ה-LTV מחושב באמצעות שקלול של שיעור ה-OLTV (80%) של שיעור ה-CLTV (20%). שיעור ה-OLTV ושיעור ה-CLTV מבוססים על יתרות ההלוואה המלאות המובטחות באמצעות הנכס, לרבות חלקי ההלוואות שמחוץ למאגר הנכסים ויתרות בדירוג קודם ובדירוג עוקב, אם הן קיימות. חישוב שיעור ה-CLTV כולל כל תספורות שווי רלוונטיות. בניתוח שלנו אנו עשויים גם לשקול את היתרה המקסימלית הניתנת למשיכה, משיכות נוספות ואת מחיר הרכישה.
התאמת היזם	1.3x-0.7x ומעלה.	מיושם ברמת ההלוואה או המאגר.

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
נגישות ההלוואה	0.8 – 25 1.0 – 30 1.8 – 45≤ יחס חוב להכנסה באינטרפולציה ליניארית והקנסות בהתאמה: 0.8x – 25%; 1.0x – 30%; 1.8x – 45%≤.	יחס חוב להכנסה: יחס של 35% בדרך כלל מוביל להתאמה ניטרלית (1x).
ייעוד הלווה: נכס להשקעה (קנייה להשכרה)	קנס של 1.3x1.7x- עבור אנשים שרוכשים נכס להשקעה. עונש זה עשוי להיות מכויל על סמך קריטריוני החיתום.	סיכוני כשל פירעון שונים בנכסים להשקעה ובנכסים למגורי הבעלים. סיכונים אלה כוללים את הסתמכות הלווה על הכנסה מדמי שכירות כדי לעמוד בתשלומי המשכנתא, את היכולת לכסות תקופות בהן הנכס ריק וניסיון בניהול נכסים להשכרה.
לווה מסחרי	2x	ההתאמות המפורטות מיועדות לשימוש כאשר עד 40% מהמאגר בעת ההנפקה ניתנים ללווים מסחריים. אין התאמה ללווים פרטיים הרוכשים נכסי מגורים.
מעמד דיור הלווה: דירה שנייה	1.3x-1.1x	שימוש בקצה הגבוה של הטווח אם נתוני הביצועים מוגבלים
מצב תושבות	2.5x-1.5x	הלוואות לאזרחים ישראלים המגובות בנכסים הממוקמים בישראל נחשבות במאגר הטיפוסי
הלוואה שלא למגורים	1.5x עבור נכס מסחרי ומעורב	ההתאמות מבוצעות על נכסים שבהם אנו רואים שהשימוש העיקרי בנכס אינו למגורים. דוגמאות לשימוש שלא למגורים כוללות נכסים מעורבים ונכסים מסחריים קטנים. ההתאמות המפורטות מיועדות לשימוש כאשר עד 40% מהמאגר בעת ההנפקה הם נכסים שאינם משמשים למגורים.
זעזוע תשלום	התאמה של 1.2x-1.1x להלוואות בריבית בלבד ולהלוואות עם זעזוע תשלום, שתבוטל תוך שישה חודשים מזעזוע התשלום. התאמה של 1.2x להלוואות הצמודות למדדים או לריביות לא טיפוסיות (כלומר, לא קבועות, לא פריים, וללא לחצי מטבע). 1.5x עבור הלוואות צמודות לשער הדולר.	בישראל, הלוואות בריבית בלבד כוללות תקופה מסוימת (בדרך כלל שנתיים) של תשלומי הריבית, ומעבר לתוכנית ההחזר הכוללת תשלום ריבית והחזר חלקי של קרן על בסיס חודשי. הלוואות צמודות לשער הדולר מהוות נתח קטן מהשוק. אנו מוסיפים קנס של 1.5x עקב זעזוע עלייה בתשלום כתוצאה מתנודתיות בשער החליפין. הלוואות הצמודות חלקית למדד המחירים לצרכן (חלק מהמשכנתא צמודה למדד) עשויות להיות חשופות לזעזוע תשלומים בסביבה אינפלציונית, שכן הן הקרן והן הריבית יותאמו כלפי מעלה, מה שיגרום לזעזוע תשלומים פוטנציאלי. בהתחשב בכך שבדרך כלל רק חלק מההלוואה צמוד למדד, אנו משתמשים בהתאמה ברמת המאגר וברמת ההלוואה על מנת ליישם את זעזוע הקנס.

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
ריכוזיות גיאוגרפי	התאמה של 1.25x לעודף מעל סף הריכוז האזורי. אם המאגר כולל סיכון ריכוז גיאוגרפי משמעותי שלדעתנו אינו מתבטא מספיק, אנו עשויים לבטא אותו באמצעות התאמת היזם.	ספי הריכוז של האזור (% מיתרת המאגר): תל אביב (20%) יהודה ושומרון (הגדר המערבית) (7%) מרכז (מלבד תל אביב) (30%) חיפה (15%) ירושלים (15%) צפון (20%) דרום (20%)
לווה עצמאי	1.50x-1.25x	קיימים שיקולים הקשורים בדיני עבודה מקומיים. על פי החוק הישראלי, יש לעמוד בדרישות מסוימות כדי להיות זכאי לביטוח אבטלה: תושבי ישראל, מעל גיל 18, עובדים בשכר עם מעסיק המחויב בתשלום דמי ביטוח היעדר נתוני תעסוקה יביא להתאמה בקצה העליון של הטווח המוצע
הלוואות עם פיגורי עבר	חלק משמעותי של ההלוואות עם פיגורי עבר יטופל באמצעות התאמה ברמת ההלוואה או ברמת המאגר.	
הלוואות בשעבוד מדרגה שנייה	1.3x	
מטרת ההלוואה	1.2x עבור איחוד חובות והלוואות equity release/cash-out.	אנו מפעילים התאמה של 1.2x לתדירות העיקול הבסיסית עבור הלוואות cash-out. הלוואת cash-out היא בדרך כלל הלוואה שבה הלווה מושך הון עצמי לצריכה, והיא כוללת גם שחרור הון עצמי למשפרי דיור מכיוון שאין דרך לדעת למה משמשים המזומנים. לכן, לדעתנו, סיכון כשל הפירעון גבוה יותר עבור הלוואה שנלקחת כנגד ההון העצמי בנכס (הלוואת cash-out) מאשר עבור משכנתא לרכישת דירה או משכנתא ממוחזרת בחיתום מלא. איננו מפעילים התאמה עבור משכנתאות טהורות ללא הלוואות נוספות. אנו סבורים כי התועלת מהגיל הנמוך של הלוואות אלה מבטא כל סיכון נוסף. איננו מיישמים את ההתאמה על איחוד חובות ועל הלוואות equity release/cash out אם ההלוואה היא גם שעבוד פחות.
פיגורים	x2.5 עבור הלוואות בפיגור של 30-59 יום; x5.0 עבור הלוואות בפיגור של 60-89 ימים; תדירות עיקול של 100% עבור הלוואות בפיגור של 90 יום או יותר.	כאומדן למספר הימים בפיגור, אנו מחשבים את הפיגורים כיתרת הפיגורים הנוכחית/התשלום החודשי הנוכחי.

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
גיל (גורמי התאמה לגיל ההלוואה)	0.75x לגיל של מעל 5 ו-6 שנים, 0.65x לגיל של מעל 7 שנים, 0.60x לגיל של מעל 8 שנים, 0.55x לגיל של מעל 9 שנים, 0.50x לגיל של מעל 10 שנים. הגורם חל רק על הלוואות שאינן בפיגור.	

*נתונים ברמת ההלוואה מסוכמים ברמת הלווה. במקרה של משכנתא המובטחת ביותר מנכס אחד, הסיכום מביא בחשבון את מאפייני הבטוחה הגדולה ביותר.

התאמות ספציפיות לחומרת ההפסדים

בניתוח חומרת ההפסדים אנו מיישמים תרחיש לחץ של ירידת ערך שוק (MVD) על הערכות הנכס המגבים את המשכנתאות ומסיקים את ה-MVD של הנכסים המעוקלים (repo MVD) לאחר ששקלנו את ההשפעה של הערכות יתר/חסר בשוק ואת ההנחה במכירה כפויה. הטבלה שלהלן מציגה את התאמות חומרת ההפסדים עבור ישראל.

טבלה 6: גורמי התאמת חומרת ההפסדים הספציפיים לישראל

	חישוב ההתאמה לחומרת ההפסדים
הצמדת נכסים למדד	החישובים מבוססים על ארגון ה-OECD לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי, על מדד מחירי הדירות, על התוצר לנפש ועל יחס התשלום להכנסה.
סף הערכת שווי ג'מבו	לפי אזור: ישראל, לא כולל תל אביב – 4.5 מיליון ₪ תל אביב – 6.3 מיליון ₪
תספורת שווי	10% אם אין הערכת שווי מלאה
עלויות עיקול	8% ו-25,000 ₪
תקופת עיקול	30 חודשים
שימוש מסחרי/מעורב	התאמה של 1.15x ל-MVD
MVD-- ירידה בערך השוק.	

MVD-- ירידה בערך השוק.

התאמות ספציפיות לתזרים המזומנים

טבלה 7: גורמי התאמת תזרים מזומנים בישראל

	התאמה
תרחישי פירעון מוקדם	לפני ואחרי מיתון: 24% (גבוה) ו-1% (נמוך) בזמן מיתון: 1%
שיעור הריבית	הצעה: תנודתיות של 1.5x (שיעור התחלתי 4.5%)
מודלים של עמלות בכירות והוצאות	1.5x מהעמלה החוזית (כולל מע"מ אם רלוונטי) ו-60 נקודות בסיס.

מדיניות חיתום

לדעתנו, נהלי החיתום תואמים את השוק:

- הגבלת גיל: 21 עד 70.
- תשלומי הלוואות עד גיל 85.
- הלוואות של פחות מ-4.0 מיליון ₪.
- יחס תשלום להכנסה לא יעלה על 40%.
- יחס OLTV לא יעלה על 60%.
- אימות מינוף הלווה.
- היסטוריית אשראי והתנהלות פיננסית.
- הערכת בטחונות והערכה.
- מבחן לחץ על יציבות וקיימות הכנסה.
- דוח עושר על כל לווה.

טבלה 8: מאפיינים עיקריים של הבטוחות

מאפיין	תיק ההשקעות של קרדיטו
תאריך קיטוע המאגר	10 באפריל 2024
יתרת קרן כוללת (₪)	549,006,785
מכפיל מאגר (%)	100
מספר כולל של נכסים	524
מספר כולל של לווים	646
גודל הלוואה ממוצע (₪)	1,047,723
יחס OLTV ממוצע משוקלל (%)	50.82
יחס ELTV ממוצע משוקלל (%)	49.64
גיל ממוצע משוקלל (חודשים)	21.6
לווים עצמאיים (%)	43.78
לווים מסחריים (%)	0.00
הלוואות בשעבוד שני (%)	0.00
הלוואות עם פיגורי עבר (%)	0.00
הלוואות לרכישה להשכרה (%)	0.00
מטרת ההלוואה	
רכישה (%)	9.03
מחזור משכנתא (%)	7.62
השקעה (%)	21.00
איחוד חוב (%)	62.35
יחס חוב להכנסה	
נמוך מ-20 (%)	0.00
20.0-25 (%)	53.39
25.0-30 (%)	17.49
30.0-35 (%)	29.12
גבוה מ-35 (%)	0.00

מאפיין	תיק ההשקעות של קרדיטו
סוג הריבית	
משתנה לכל חיי ההלוואה (%)	100.00
קבועה לכל חיי ההלוואה (%)	0.00
קבועה משתנה (%)	0.00
קבועה לאחר שינוי (%)	0.00
פיגורים	
30-60 ימים	0.00
60-90 ימים	0.00
יותר מ-90 ימים	0.00

OLTV - LTV מקורי. ELTV - LTV בפועל.

הנכסים מרוכזים בעיקר במחוז תל אביב (49.02%) ובדרום (17.53%). שיעור הנכסים הממוקמים בתל אביב עובר את רף 20% האזור ולכן הפעלנו התאמה של 1.25x להלוואות אלו.

טבלה 9: ריכוזיות גיאוגרפית

מחוז	% מהמאגר
מרכז	13.41
חיפה	4.19
ירושלים	9.01
צפון	6.84
דרום	17.53
תל אביב	49.02

ביצענו התאמה של 1.2x במקרים שבהם הלווה הגדיל את המשכנתא בעת מחזורה - בין אם המחזור בוצע למטרת גיוס הון נוסף, למטרת איחוד חובות, או אם לא קיימים נתונים על מטרת המחזור. המינוף הנוסף עשוי להגביר את סיכון כשל הפירעון בהשוואה למחזור שבו לא נמשכים כספים נוספים.

המאגר הזמני נוצר לאחרונה וגילו מינימלי, ולפיכך הוא זוכה להתאמת הגיל המינימלית בניתוח שלנו. היא כוללת הלוואות המתייחסות לריבית הפריים בישראל בלבד. לפיכך, אין התאמות בגין זעזוע תשלום.

לתיק הזמני יש יחס CLTV צמוד ממוצע משוקלל של 44.90% ויחס OLTV ממוצע משוקלל של 50.82%. יחס ה-ELTV הממוצע המשוקלל שהתקבל הוא 49.6%. אנו סבורים שלווים עם יחסי CLTV נמוכים צפויים יותר לעמוד בהתחייבויותיהם מאשר לווים עם יחסי CLTV גבוהים יותר. עם זאת, חומרת ההפסדים נמוכה יותר במקרה של כשל פירעון בהלוואות עם יחסי CLTV נמוכים.

ביצועים היסטוריים

קיבלנו נתוני ביצועים מאז הרבעון הרביעי של 2020, היות שקרדיטו החל להלוות מתאריך זה. ביצועי הייזום היו חזקים, עם מספר מינימלי של פיגורים לאורך זמן. עם זאת, הבאנו בחשבון את הנתונים ההיסטוריים המוגבלים שהתקבלו. התיק הזמני אינו מכיל הלוואות בפיגור.

ניתוח אשראי והנחות

ההנחות של תדירות העיקול הממוצע המשוקלל (WAFF) וחומרת ההפסדים הממוצעת המשוקללת (WALS) עולות בכל רמת דירוג מכיוון שאיגרות חוב בדירוג גבוה יותר אמורות להיות מסוגלות לעמוד ברמות גבוהות יותר של כשלי פירעון וחומרת הפסד. ניתוח האשראי שלנו משקף את מאפייני ההלוואות, הנכסים והלווים.

טבלה 10: WAFF ו-WALS של התיק

רמת דירוג	WAFF (%)	WALS (%)	כיסוי אשראי (%)	רכיב תדירות עיקול בסיסית למאגר משכנתאות ישראלי טיפוסי (%)
ilAAA*	17.02	6.80	1.16	7.54

*דירוג 'ilAAA' בסולם הדירוג המקומי מקביל לדירוג 'A-' ומעלה בסולם הדירוג הגלובלי. WAFF - תדירות עיקול ממוצעת משוקללת. WALS - חומרת הפסד ממוצעת משוקללת. מבוסס על הכנסה לאחר פרישה.

כפי שניתן לראות בתרשים לעיל, ליחס ה-LTV הנמוך וליחס החוב להכנסה יש השפעה חיובית על תוצאות האשראי. מנגד, השיעור הגבוה של לווים העצמאיים והמשכנתאות לכל מטרה בתיק מגבירים את תדירות העיקול של המאגר.

תחזית מאקרו כלכלית וענפית

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A+'. ישראל עומדת בפני סיכונים גיאופוליטיים וביטחוניים מהותיים בעקבות חילופי האש הישירים שלה עם איראן באפריל 2024. איננו צופים שהמלחמה המתמשכת בעזה וחילופי האש עם חיזבאללה יתרחבו למלחמה אזורית רחבה יותר, אבל זהו עדיין סיכון מרכזי בתחזיות שלנו. עדיין קשה לכמת בצורה מהימנה את ההשפעה של סכסוך אזורי רחב יותר על הביצועים הכלכליים והפיסקליים של ישראל ועל מאזן התשלומים שלה, אך אנו סבורים שהם עשויים להיות משמעותיים.

טבלה 11: נתונים כלכליים של ישראל

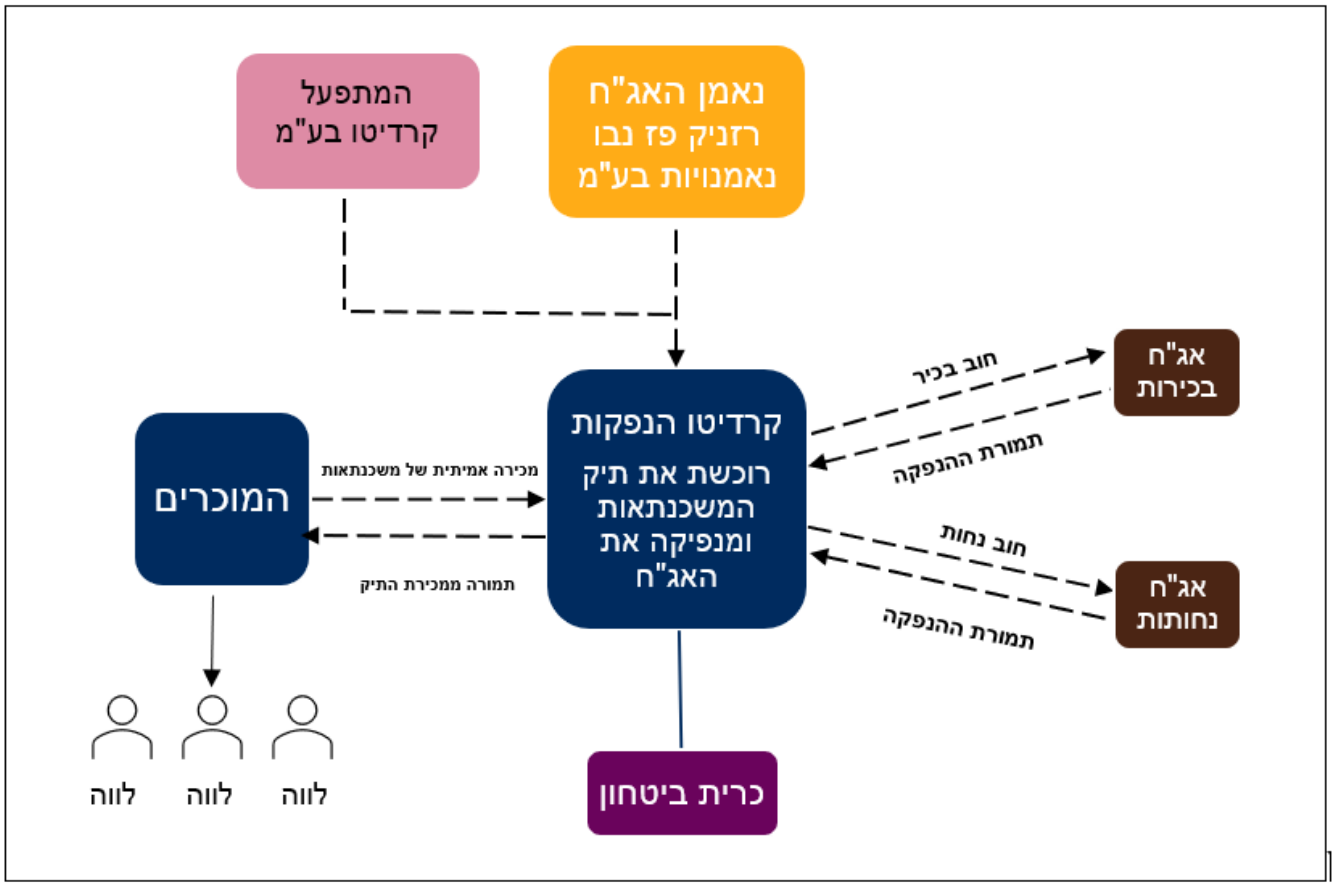
נתון	2023	2024F	2025F	2026F
תמ"ג ריאלי, אחוז שינוי	2.0	0.5	5.0	3.5
שינוי במדד המחירים לצרכן (%)	4.2	2.3	2.0	2.0
שיעור אבטלה (%)	3.5	4.0	3.8	3.5

מקורות: S&P Global Ratings. F-חזוי.

מבנה העסקה

המנפיק הוא ישות ישראלית ייעודית (SPE). אנו מצפים שמסמכי העסקה יעלו בקנה אחד עם המתודולוגיה המשפטית שלנו.

תרשים 1: מבנה העסקה



מבנה ההון כולל איגרות חוב בכירות ונחותות. דירגנו רק את איגרות החוב הבכירות. יתרת איגרות החוב הבכירות מהווה 92% מסך הבטוחות. לא תתבצע עסקת גידור (swap) שכן הן הנכסים והן ההתחייבויות צמודים לריבית הפריים בישראל. הן הנכסים והן ההתחייבויות ישולמו מדי חודש. תוקם כרית ביטחון ובעת הסגירה תהיה לעסקה מרווח עודף חיובי.

כרית הביטחון

לעסקה תהיה כרית ביטחון ממומנת במלואה בעת סגירת של העסקה שתהיה זמינה לכיסוי חסרים בתשלומי העמלות, הריבית והקרן של איגרות החוב הבכירות עד לסכום האמורטיזציה.

המימון הראשוני יהיה שווה ל-120,000 ₪ בתוספת 1.5% מיתרת השכבה הבכירה, ויופחת בהתאם לאג"ח הבכירות החל ממועד התשלום השישי לאחר הסגירה. הסכומים העודפים ישמשו לתשלום הריבית על האג"ח

הנחותות ועל הלוואות בעלים לאחר כיסוי הפריטים המפורטים לעיל. עם זאת, בפדיון הסופי ניתן יהיה להשתמש בכרית הביטחון גם לפירעון האג"ח הבכירות.

טריגרים בהלוואות נחותות

במקרה של הפרה של אחד מהטריגרים הבאים, לא תשולם ריבית על איגרות החוב הנחותות. לכן, עם הפרת הטריגר, כל התקבולים הזמינים יופנו לפירעון חלויות איגרות החוב הבכירות. סדרת אג"ח ב' אינה מדורגת, ואי תשלום הריבית על איגרות החוב הנחותות אינו מהווה טריגר לאירוע כשל פירעון. תנאים לתשלומי ריבית על חוב נחות מנטילת הלוואות:

- היחס בין (א) יתרת קרן איגרות החוב הבכירות והריבית הצבורה בניכוי מזומן מכל חשבון, ו-(ב) קרן המשכנתאות ויתרת הריבית הצבורה בניכוי קרן וריבית (ללא ריבית פיגורים) שלא שולמו על הלוואות יותר מ-90 יום לאחר מועד התשלום, אינו עולה על 0.95.
- היחס בין סכומי הריבית שהתקבלו עקב תשלום שוטף ופירעונות מוקדמים שהתקבלו לבין הריבית המשולמת על השכבה הבכירה לא יפחת מ-1.1.
- סכום הרזרבה התפעולית עומד על הסכום הנדרש (120,000 ₪ ועוד 1.5% מקרן השכבה הבכירה).

בנוסף, הטריגר יופעל גם אם דירוג איגרות החוב הבכירות ירד מתחת ל-'ilBBB-' או שיחול אירוע כשל פירעון.

טבלה 12: קדימות תשלומים

פריט	מקור תשלום 1: תקבולים	מקור תשלום 2: רזרבה תפעולית
הוצאות שוטפות של החברה	כן	כן (תנאים)
תשלומי ריבית על החוב הבכיר	כן	כן (תנאים)
תשלומי קרן על החוב הבכיר	כן	כן (תנאים)
הפקדה לחשבון הרזרבה	כן (תנאים)*	כן (תנאים)
תשלומי ריבית על חוב נחות	כן (תנאים)*	לא
תשלום נוסף לקרן החוב הבכיר.	כן	לא
תשלום לקרן החוב הנחות	כן (רק לאחר פירעון אג"ח א')	

*משולם רק מתקבולי ריבית. לא ניתן להשתמש בתקבולי הקרן לפירעון ריבית החוב הנחות או לכיסוי קרן הרזרבה עד לפדיון השטרות הבכירים.

אף שהעסקה כוללת מפל תשלומים משולב, לא ניתן להשתמש בתקבולי הקרן לכיסוי קרן הרזרבה או לתשלום ריבית על איגרות החוב הנחותות. עם זאת, תקבולי הקרן ישמשו יחד עם תקבולי הריבית לתשלום הקרן על איגרות החוב הבכירות. רק תקבולי הריבית יוכלו לשמש לכיסוי קרן הרזרבה ולתשלום הריבית על איגרות החוב הנחותות, כל עוד לא הופר הטריגר על איגרות החוב הנחותות. באופן דומה, אם המרווח העודף ישמש לפירעון הקרן של האג"ח הבכירות, סכום שווה ערך של קרן יירשם כתקבולי ריבית במועד התשלום הבא, ויוכל לכסות את קרן הרזרבה או את הריבית על האג"ח הנחותות לאחר כיסוי הקרן והריבית של האג"ח הבכירות.

סיכון ריבית

כמו איגרות החוב, כל ההלוואות במאגר משלמות ריבית המבוססת על מרווח בתוספת ריבית בנק ישראל בתוספת 1.5%. משום כך, סיכון הריבית בעסקה זו מגודר באופן טבעי.

מידול וניתוח תזרים מזומנים

הפעלנו תרחיש לחץ על תזרימי המזומנים של העסקה כדי לבדוק את התמיכה, הן מבחינת האשראי והן מצד הנזילות, שמספקים הנכסים, החוב הנחות וקרן הנזילות. הפעלנו את תרחיש הלחץ על תזרימי המזומנים בכל רמות הדירוג הרלוונטיות. בתרחיש הלחץ שלנו על אג"ח א', על כל איגרות החוב לשלם ריבית מלאה ובזמן ולפרוע את הקרן במלואה עד למועד הפירעון הסופי המשפטי.

סיכון עירוב

הלווים משלמים ישירות לחשבון הבנק של המנפיק, ולכן לא כללנו בניתוח שלנו תרחיש לחץ על סיכון העירוב (commingling).

צמצום מרווחים

התשואה על הנכסים במאגר הזמני עשויה לפחות במקרה של כשלי פירעון או פירעונות מוקדמים בנכסים הרווחיים יותר. ניתוח תזרים המזומנים שלנו משקף סיכון זה באמצעות ההנחה שהתשואה הממוצעת המשוקללת על התיק פוחתת ב-0.18% בדירוג 'ilAAA'.

עמלות

המנפיק מחויב חוזית לשלם עמלות תקופתיות לגורמים שונים המספקים שירותים לעסקה כגון מתפעל, נאמנים ומנהלי כספים, בין היתר. הבאנו זאת בחשבון בניתוח שלנו.

בפרט, הבאנו בחשבון עמלת שירות של 0.79%, כולל מע"מ, בתרחיש לחץ, על מנת לשקף את האפשרות להחלפת מתפעל, וכללנו במודל עמלות קבועות שנתיות של 466,000 ₪ לשנה.

בנוסף כללנו במודל עמלה חד פעמית של 100,000 ₪ המוחלת במועד התשלום הראשון לכיסוי עלויות הקשורות להחלפה פוטנציאלית של ספק חשבון הבנק.

סיכון קיזוז

העסקה אינה כוללת הלוואות שניתנו לעובדי קרדיטו או חשיפה לקיזוז פיקדונות, מכיוון שהמוכר אינו מוסד המחזיק פיקדונות.

תזמון כשל פירעון ושיקום חוב

בניתוח תזרים המזומנים השתמשנו ב-WAFF וב-WALS שנגזרו מניתוח האשראי שלנו (ראו טבלה 13). בכל רמת דירוג, ה-WAFF מציין את היתרה הכוללת של הלוואות המשכנתא שאנו מניחים שיגיעו לכשל פירעון במהלך חיי העסקה. כשלי הפירעון מוחלים על יתרת הנכסים נכון למועד הסגירה. אנו מדמים כשלי פירעון בשני

מסלולים (אחד במחצית הראשונה של חיי ההלוואה ואחד במחצית השנייה שלה) לאורך תקופה של שש שנים. במהלך תקופת המיתון בכל תרחיש, אנו מניחים ש-25% מה-WAFF הצפוי מיושם מדי שנה למשך שלוש שנים.

טבלה 13: תזמוני כשל פירעון עבור עקומות כשל פירעון במחצית הראשונה והשנייה של חיי ההלוואה

שנים לאחר השלמת העסקה	כשלי פירעון במחצית הראשונה של חיי ההלוואה (% מ-WAFF לשנה)	כשלי פירעון במחצית השנייה של חיי ההלוואה (% מ-WAFF לשנה)
1	25.0	5.0
2	25.0	10.0
3	25.0	10.0
4	10.0	25.0
5	10.0	25.0
6	5.0	25.0
סך הכל	100.0	100.0

אנו מניחים ששיקום החוב על הנכסים שעברו כשל פירעון יתקבל 30 חודשים לאחר כשל הפירעון עבור כל הנכסים. עלויות העיקול מוערכות ב-8.0% משווי הנכס המעוקל ו-25,000 ₪. בדקנו גם את רגישות המבנה להרחקת תזמון שיקום החוב בשישה חודשים לעומת ההנחה הסטנדרטית שלנו.

פיגורים של יותר מ-30 יום

על מנת לדמות את השפעתם של פיגורים של יותר מ-30 יום על הנזילות, אנו מניחים עיכוב של חלק מהגבייה המתוכננת השווה לשליש מה-WAFF (בנוסף לעיקולים שהנחנו ומשתקפים ב-WAFF). אנו מניחים זאת בכל אחד מ-18 החודשים הראשונים של המיתון ומניחים שיקום מלא של פיגורים אלה לאחר 36 חודשים.

פירעון מוקדם

כדי להעריך את ההשפעה על המרווח העודף ועל הרמה המוחלטת של כשלי פירעון, אנו בוחנים תרחישים גבוהים ונמוכים של פירעונות מוקדמים בכל רמות הדירוג (ראו טבלה 14).

טבלה 14: הנחות פירעון מוקדם

	גבוה	נמוך
עיתוי	גבוה	נמוך
לפני מיתון	24.0	1.0
בזמן מיתון	1.0	1.0
לאחר מיתון	24.0	1.0

בנוסף ביצענו תרחישי רגישות הכוללים התארכות תקופת שיקום החוב, גידול בכשלי פירעון או תרחישים שונים של פירעון מוקדם.

שיעורי ריבית

מידלנו שני תרחישי ריבית בניתוח שלנו, אחד של עלייה בריבית ואחד של ירידה בריבית.

סיכום

השילוב בין תזמון כשלי הפירעון, תזמון המיתון, שיעורי הריבית ושיעורי הפירעון המוקדם שתיארנו לעיל יצר שמונה תרחישים שונים בכל רמת דירוג (ראו טבלה 15).

טבלה 15: תרחישי לחץ

מספר כולל של תרחישים	שיעור פירעונות מוקדמים	שיעור הריבית	תזמון כשלי פירעון
8	גבוה ונמוך	למעלה ולמטה	במחצית הראשונה והשנייה של חיי ההלוואה

מבט צופה פני עתיד

כדי לקבוע את השקפתנו הצופה פני עתיד אנו שוקלים את חוסנה של העסקה במקרה של לחץ נוסף על כמה משתנים מרכזיים, בפרט כשלי פירעון וחומרת ההפסדים.

להערכתנו, יכולתם של הלווים לשלם את המשכנתאות שלהם תהיה במתאם גבוה עם התנאים המקרו-כלכליים, במיוחד עם שיעור האבטלה, האינפלציה והריבית. בהינתן שההלוואות בעסקה צמודות לריבית הפריים, אנו סבורים שיכולת הלווים לשרת את הלוואותיהם מוגנת יותר במקרה של עליות ריבית מהותיות לטווח קצר. שיעורי האבטלה שאנו חוזים בישראל ב-2024 וב-2025 הם 4.0% ו-3.8% בהתאמה, מעט מעל ל-3.5% שנרשמו ב-2023. התמ"ג בישראל צפוי לצמוח ב-0.5% ב-2024 ואז ב-5.0% ב-2025.

בהתחשב בתחזית המקרו-כלכלית הנוכחית שלנו ובהסתכלות צופה פני עתיד שלנו על השוק הישראלי, תרחישי הרגישות שלנו מביאים בחשבון (בהינתן שלא חל שינוי משמעותי בשאר התנאים) את ההשפעה ההיפותטית על דירוג האשראי שלנו של שילובים שונים של עלייה ב-WAFF (תדירות עיקול/כשלי פירעון) של עד 30% בכל רמת דירוג ושל עלייה ב-WALS (חומרת ההפסדים) של עד 30% בכל רמת דירוג.

טבלה 16: לחצי רגישות

WAFF	WALS = 0	WALS = 1.1x	WALS = 1.3x
0	תרחיש הבסיס	תרחיש 3	תרחיש 4
1.1x	תרחיש 1	תרחיש 5	תרחיש 7
1.3x	תרחיש 2	תרחיש 6	תרחיש 8

התוצאות עומדות בקריטריונים שלנו ליציבות האשראי (ראו טבלה 17).

טבלה 17: תרחישי רגישות

סדרה	תרחיש הבסיס	1	2	3	4	5	6	7	8
א'	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA

היות שלפי טבלת המיפוי לדירוגים מקומיים, הדירוג 'ilAAA' מקביל לדירוג גלובלי '-A' ומעלה, אנו סבורים שהדירוג המקדמי תומך בתרחישים שתוארו לעיל (ראו טבלה 5 במתודולוגיה דירוג אשראי בסולמות מקומיים, מ-8 ביוני, 2023).

הניתוח שלנו מצביע על כך שהגורמים התומכים בשירות החוב עבור איגרות החוב הבכירות יכולים לעמוד ברמת הלחץ המקרו-כלכלי ההולם דירוג 'ilAAA' (המקביל לדירוג 'A-' גלובלי).

סיכון צדדים לעסקה

המנפיק חשוף לבנק הפועלים כספק חשבון העסקה (ראו טבלה 18). אנו סבורים כי בעת השלמת העסקה, המנגנונים המעוגנים בכתב להחלפת ספק חשבון העסקה ימתנו בצורה נאותה את חשיפת העסקה לסיכון צדדים לעסקה בהתאם למתודולוגיה שלנו.

טבלה 18: דירוגים תומכים

מוסד/תפקיד	דירוג צד לעסקה	דירוג מינימלי של צד לעסקה	תקופת תיקון (ימים קלנדריים)	הדירוג המקסימלי הנתמך
בנק הפועלים בע"מ – ספק חשבון הבנק	A-/Negative/A-2 ilAAA/Negative	BBB-	90	A-

סיכון צדדים לעסקה מגביל את הדירוג הפוטנציאלי המקסימלי של איגרות החוב ל-'A-' (דירוג גלובלי המקביל לדירוג מקומי 'ilAAA').

מגבלת דירוג מדינה

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A+'. לכן, הדירוג המקדים שלנו אינו מוגבל על ידי דירוג המדינה (ראו "מאמרים קשורים")

מעקב

נמשיך לעקוב אחר העסקה עד מועד הפירעון הסופי של איגרות החוב או עד שיחדלו מלהיות מונפקות מסיבה אחרת. לשם כך ננתח את הדוחות השוטפים של המתפעל המפרטים את ביצועי הבטוחות הבסיסיות, נעקוב אחר הדירוגים התומכים ונשמור על קשר שוטף עם המתפעל על מנת להבטיח שהוא שומר על סטנדרטים מינימליים של תפעול וששינויים מהותיים בפעילותו מדווחים ומוערכים.

נספח

טבלה 19: משתתפים בעסקה

תפקיד	משתתף
יזם	קרדיטו בע"מ
מנפיק	קרדיטו הנפקות בע"מ
נאמן	רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ
מוכר	חברות בנות של קרדיטו בע"מ
קונה	קרדיטו הנפקות בע"מ
מתפעל	קרדיטו בע"מ
נאמן בטוחות	המוכר או המלווה המקורי לפי העניין
ייעוץ משפטי	הרצוג פוקס נאמן
מחזיק איגרות החוב הנחותות	קרדיטו בע"מ

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיית הערכת שרת העסקה בדירוג עסקאות מימון מובנה, 28 במאי, 2009
- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להשקעות זמניות בחשבונות של עסקאות מדורגות, 31 במאי, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון התפעולי בעסקאות מימון מובנה, 9 באוקטובר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה: קריטריונים להפרדת נכסים בדרך של חברות מימון ייעודיות - עסקאות מובנות, 29 במרץ, 2017
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת מאגרים של הלוואות למגורים, 25 בינואר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לשקלול דירוג המדינה בדירוג עסקאות מימון מובנות, 30 בינואר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה , 8 במרץ, 2019
- מתודולוגיה לחישוב שיעורי ריבית בתרחישי לחץ במימון מובנה, 18 באוקטובר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה גלובלית לניתוח מפל תשלומים ואנליזה של תזרימי מזומנים של עסקאות מימון מובנות, 22 בדצמבר, 2020
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings , 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

קרדיטו הנפקות	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilAAA (sf) prelim	07/07/2024	07/07/2024

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	07/07/2024 10:07
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	07/07/2024 10:07
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.