Maalot
S&P Global Ratings

קרדיטו הנפקות 2 בע"מ

28 בדצמבר 2025

דירוג חדש

מתן דירוג מקדמי 'ilA+ (sf) prelim' לאיגרות חוב מגובות משכנתאות סדרה ב'

אנליסט אשראי ראשי:

Alejandro Marcilla, CFA, מדריד, 34-91-389-6944 alejandro.marcilla@spglobal.com

איש קשר נוסף:

Jacob Douer, לונדון, 44-79-7408-0497 jacob.douer@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית העסקה 3
סיפור האשראי 3
תמצית 3
סיכונים וגורמים ממתנים 4
מאפיינים עיקריים של הבטוחות 6
מאגר טיפוסי 7
התאמות ספציפיות לתדירות העיקול 8
התאמות ספציפיות לחומרת ההפסדים 11
התאמות ספציפיות לתזרים המזומנים 12
ביצועים היסטוריים 13
תפעול 14
ניתוח אשראי והנחות 14
תחזית מקרו כלכלית וענפית 14
מבנה העסקה 14
מידול וניתוח תזרים מזומנים 15
קרן נזילות 15
טריגרים בהלוואות 16
סיכון עירוב 17

צמצום מרווחים.....17
עמלות 17
סיכון קיזוז 17
תזמון כשל פירעון ושיקום חוב 17
פיגורים של יותר מ-30 יום 18
פירעון מוקדם.....18
עקומות אינפלציה.....18
סיכום.....19
מבט צופה פני עתיד 19
סיכון צדדים לעסקה 20
מגבלת דירוג מדינה 20
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 20
מעקב.....21
נספח 21
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....21
מאמרים נוספים.....22
רשימת דירוגים 22

תמצית העסקה

S&P מעלות קבעה דירוג מקדמי 'ilA+ (sf) prelim' לאיגרות חוב סדרה ב' שתנפיק חברת קרדיטו הנפקות 2 בע"מ ("המנפיק"). בעת השלמת העסקה, המנפיק ינפיק גם איגרות חוב מסדרה א' ו-ג'.

זוהי עסקת איגוח המשכנתאות הרביעית שאנו מדרגים, והעסקה השלישית שיזמה קבוצת קרדיטו בע"מ ("קרדיטו") שאנו מדרגים. העסקה הראשונה של קרדיטו נסגרה באוגוסט 2024 והשנייה בנובמבר 2025.

היקף תיק המשכנתאות עומד על כ-646 מיליון ₪ נכון למועד קיטוע המאגר, 14 בדצמבר 2025. יזמי ההלוואות הם מספר חברות בתוך קבוצת קרדיטו שהינה מלווה חוץ-בנקאי בשוק הישראלי. התיק מורכב מהלוואות משכנתא לכל מטרה עם שעבוד מדרגה ראשונה ושניה שניתנו לישראלים ומובטחות בנכסי מגורים בישראל. התיק מכיל הלוואות עם לוח סילוקין צרפתי והלוואות בולט. כל ההלוואות המאוגחות הן הלוואות בריבית קבועה עם הצמדה למדד המחירים לצרכן.

אנו סבורים שהמשכנתאות המשמשות כבטוחות הן משכנתאות פריים, בהתבסס על קריטריוני החיתום של היזם ועל ביצועיהן הטובים, ובהתחשב בכך שאף אחת מהמשכנתאות איננה בפיגור או בכשל פירעון. קרדיטו פועלת בתחום ההלוואות מ-2015, ויוזמת משכנתאות לכל מטרה, כולל לפירעון בתשלום אחד, מאז 2020. ב-2021 היא נכנסה לתחום ההלוואות בשעבוד שני.

קיבלנו דוח ביקורת התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות איגוח משכנתאות אחרות שמדרגת S&P Global Ratings, והבאנו אותו בחשבון הניתוח שלנו.

התמיכה ביכולת שירות החוב של איגרות החוב מסדרה א' ו-ב' כוללת נחיתות, קרנות רזרבה ומרווח עודף. העסקה כוללת מפל תשלומים משולב, עם טריגרים שונים שיגנו בעיקר על איגרות החוב הבכירות במקרה של הפרתם.

מתודולוגיות התפעול ומתודולוגיית הדירוג מעל דירוג המדינה אינן מגבילות את הדירוג.

סיפור האשראי

תמצית

גורם מפתח	תיאור
קריטריונים לחיתום	אנו סבורים שהמשכנתאות הן משכנתאות פריים, על סמך ביצועיהן הטובים והקריטריונים לחיתום של היזם. התיק מורכב משילוב של הלוואות עם לוח סילוקין צרפתי (79.26%) והלוואות בלון (20.74%), צמודות למדד המחירים לצרכן בתוספת ריבית קבועה. תיק המשכנתאות מגוון היטב מבחינה גיאוגרפית. 34% ממנו ממוקם בירושלים ו-12% בתל אביב. שיעור ה-LTV (loan to value) המקורי של התיק ושיעורי ה-LTV הנוכחיים נמוכים יחסית, ועומדים על 63.08% ו-62.8%, בהתאמה. שיעור ה-LTV המקורי של הלוואות בשעבוד ראשון מוגבל בייזום ל-70%, מתחת לתקרת השוק שהיא 75%. קריטריוני החיתום מגבילים את שיעור ה-LTV המקורי עבור הלוואות בשעבוד שני ל-75%. באופן דומה, יחס ההחזר להכנסה מוגבל ל-40%.

גורם מפתח	תיאור
סיכון ריבית	הן הנכסים והן ההתחייבויות צמודים למדד המחירים לצרכן בתוספת ריבית קבועה. משום כך, סיכון הריבית ממותן ולא הבאנו בחשבון סיכון גידור ריבית משמעותי בניתוח שלנו.
הלוואות קרן וקרן רזרבה	העסקה כוללת מפל תשלומים משולב. לפיכך, ניתן להשתמש בתקבולי קרן לכיסוי חוסרים בריבית על איגרות החוב סדרה א' ו-ב' כשהן נעשות בכירות יותר. בנוסף, העסקה כוללת שתי קרנות רזרבה עם לוח סילוקין, המספקות נזילות נוספת. שתי קרנות הרזרבה יהיו זמינות במלואן בעת סגירת העסקה.
טריגרים לדחיית תשלומי ריבית	כדי להגן על איגרות החוב הבכירות, קיימים במבנה טריגרים מסוימים המגבילים תשלום ריבית על איגרות החוב מסדרות ב' ו-ג'. עם הפרת הטריגר, כל התקבולים ישמשו לפירעון פירעון התחייבויות בגין איגרות החוב מסדרה א'.
החלפת מוצרים	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.
סיכון עירוב	הלווים משלמים ישירות לחשבון הבנק על שם המנפיק. לפיכך, אין סיכון עירוב (commingling risk) בעסקה זו. יחד עם זאת, אנו סבורים כי סיכון הקיזוז (setoff risk) מופחת גם כן, בהתחשב בעובדה ש-(א) העסקה אינה כוללת הלוואות לעובדים, (ב) קרדיטו אינו מוסד המחזיק פיקדונות ו-(ג) קרדיטו אינו חברת ביטוח.
סיכון צדדים לעסקה	לעסקה יש חשיפה לבנק הפועלים בע"מ ולבנק לאומי לישראל בע"מ כספקי חשבונות הבנק. חשבון הנאמנות, המוחזק בבנק הפועלים, מכיל את יתרת המזומנים. חשבון תאגיד האיגוח הייעודי, המוחזק בבנק לאומי, מכיל את תשלומי המשכנתאות. אנו מסווגים את שני החשבונות כבעלי חשיפה נמוכה לא-נגזרת, מכיוון שסביר להניח שחדלות הפירעון הפוטנציאלית שלהם לא תשבש את התשלומים על איגרות החוב המדורגות עקב מעורבותם של שני ספקי חשבונות בנק נפרדים, עם חשיפה כוללת נמוכה.

סיכונים וגורמים ממתנים

גורם מפתח	תיאור	גורם ממתן
סכסוך גיאופוליטי	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 עוגני תדירות העיקול הבסיסיים בכל רמות הדירוג הנמוכות מ-'AAA'.	אנו עוקבים בקפידה אחר המצב הפוליטי בישראל, כולל הסכם הפסקת האש שנחתם לאחרונה.
אופי המלווה החוץ-בנקאי	היזם הוא מלווה חוץ בנקאי שהחל לאחרונה לפעול בשוק המשכנתאות. אף שקרדיטו פועל בתחום ההלוואות מ-2015, הוא החל ליזום משכנתאות לכל מטרה רק ב-2020 והחל ליזום הלוואות בשעבוד שני רק ב-2021. משום כך יש לו היסטוריית ייזום וביצועים קצרה. קרדיטו אינו משתמש במימון באמצעות פיקדונות, וכיום ממומן על ידי בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים. עם זאת, היתרון התחרותי של קרדיטו הוא בכך	אף שהוא מתמקד בהלוואות לכל מטרה, ביצועי האשראי שלו חזקים. בנוסף, אנו רואים את תהליך ההלוואה ואת קריטריוני החיתום כהולמים.

גורם מפתח	תיאור	גורם ממתן
	שהוא מספק ללווים פתרונות מותאמים ומהירים יותר.	
מאפייני התיק	כ-26.22% מהתיק מסווגים כאיחוד חובות. אנו סבורים שהסיכון גבוה יותר במשכנתאות מסוג זה בהשוואה למשכנתאות לרכישת נכס. כמו כן, אנו מחשיבים 33.31% מההלוואות כהלוואות עבור בתים שניים. רק 3.89% מהיקף המשכנתאות בתיק הם למטרת רכישה. בנוגע לחשיפה להלוואות בשעבוד שני בתיק, בהתחשב בכך שהשעבוד הראשון ניתן גם הוא על ידי היוזם ומאוגח, החשבנו אותן כהתקדמות נוספת בניתוח שלנו, המגדילה את שיעור ה-LTV. 21.29% מההלוואות במאגר הן הלוואות בלון שאינן נפוצות בשוק. הלוואות כאלה הן לתקופות קצרות יותר (עד חמש שנים) וניתן למחזר אותן במועד הפירעון. אנו סבורים כי הלוואות אלו כרוכות בסיכון גבוה יותר, לכן ביצענו התאמה של 1.5x במודל האשראי שלנו. התיק חדש יחסית, שכן רק 0.89% מההלוואות הן בנות יותר מארבע שנים. הגיל הממוצע המשוקלל הוא שנה אחת.	זה בא לידי ביטוי בניתוח האשראי שלנו.
הלוואות צמודות למדד	התיק ואיגרות החוב המונפקות צמודים למדד המחירים לצרכן. תשלומי המשכנתאות יגדלו או יקטנו בהתאם לאינפלציה או לדפלציה. באופן דומה, יתרת איגרות החוב עשויה גם היא לגדול או לקטון, בהתחשב בכך שאין מדד מינימלי עבורן. יתרות המשכנתאות ויתרות איגרות החוב מותאמות בו זמנית, ולכן הסיכון שיתרת איגרות החוב לא תשתנה בהתאם ליתרת הנכסים הוא מוגבל. עם זאת, אנו סבורים שההצמדה מכניסה אלמנט של זעזוע תשלומים, ולכן הניתוח שלנו כולל קנס של 1.2x.	בניתוח האשראי שלנו הבאנו בחשבון את החשיפה להלוואות צמודות מדד. הבאנו בחשבון את סיכון האינפלציה/דפלציה גם במודל תזרים המזומנים, באמצעות סימולציה של תרחישי מדד שונים.
סביבת קיצון	היות שלקרדיטו היסטוריית ביצועים מוגבלת, הנתונים ההיסטוריים על ביצועי התיק מוגבלים. בנוסף, אנו צופים הרעה מסוימת בביצועים עקב מצבי הקיצון ששררו בישראל לאחרונה. טרם צפינו בהתנהגות התיק בסביבת קיצון.	הבאנו בחשבון את היעדר היסטוריית הביצועים במסגרת הערכת היזם. בנוסף, היעדר פיגורים בתיק והחיתום הקפדני מצמצמים חלקית סיכון זה, לדעתנו.
סיכון תפעולי	בניתוח הסיכון התפעולי הערכנו את האפשרות של החלפת מתפעל במקרה של כשל פירעון של קרדיטו, בהתחשב בכך שקרדיטו הוא גם מתפעל התיק. הבאנו בחשבון את הסיכון הבינוני הכרוך בהחלפת מתפעלים מתאימים בישראל.	בהינתן התנאים התפעוליים היציבים של קרדיטו ומאפיינים תפעוליים נאותים, אנו סבורים שהמתודולוגיה

גורם מפתח	תיאור	גורם ממתן
		התפעולית שלנו אינה מגבילה את הדירוג. אנו סבורים גם שהתפקיד הפעיל של הרגולטור ודמי התפעול במקרה קיצון בניתוח שלנו מפחיתים גם הם את הסיכון התפעולי בעת כשל פירעון של המתפעל.

מאפיינים עיקריים של הבטוחות

מאגר של 445 הלוואות בסך 646,035,910 ₪ נכון לתאריך הקיטוע, 14 בדצמבר 2025. התיק מורכב מ-90.44% הלוואות מובטחות בשעבוד ראשון ו-9.56% הלוואות מובטחות בשעבוד שני. התיק מורכב משילוב של הלוואות עם לוח סילוקין צרפתי (79.26%) והלוואות בלון (20.74%). כל ההלוואות הן הלוואות עם לוח סילוקין שניתנו לישראלים ומגובות בנכסי מגורים, צמודות למדד בתוספת שיעור ריבית קבוע. המאגר אינו כולל משכנתאות הפוכות וכל ההלוואות במאגר המאוגח הן הלוואות מבצעות, ללא פיגורים ושלא עברו ארגון מחדש.

ניתחנו את תיק ההלוואות של קרדיטו על סמך מאמר המתודולוגיה מתודולוגיה להערכת מאגרים של הלוואות לרכישת נדל"ן למגורים, מ-25 בינואר 2019. השתמשנו גם בהנחות ספציפיות המשקפות את שוק המשכנתאות בישראל (ראו טבלה 1).

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 נקודות, החל מסיכון נמוך מאוד לסיכון גבוה במיוחד. ה-MMA עבור ישראל הוא בינוני, לפי גורמי המשנה המפורטים בטבלה 1.

טבלה 1
גורמי משנה

גורמים	גורמי משנה (תיאור ממאמר המתודולוגיה)	ישראל
סיכון כלכלי		
חוסן כלכלי	מבנה כלכלי ויציבות, גמישות מדיניות מקרו-כלכלית וסיכון פוליטי.	סיכון גבוה
חוסר-איזונים כלכליים	שלב ההתרחבות, צמיחת אשראי במגזר הפרטי, מחירי נדל"ן למגורים, מחירי המניות יתרה בחשבון העו"ש ומצב החוב החיצוני; או שלב התיקון וההשפעה הצפויה על המגזר הבנקאי.	סיכון בינוני
סיכון אשראי במשק	קיבולת החוב והמינוף במגזר הפרטי, סטנדרטים של הלוואות וחיתום, תרבות תשלומים ושלטון החוק.	סיכון נמוך

גורמים	גורמי משנה (תיאור ממאמר המתודולוגיה)	ישראל
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 גבוה
מימון מערכתי	שונות באבטלה ורמות תמיכה ברווחה.	סיכון נמוך
מלווה - הערכת זכויות חזרה	בפועל או על פי חוק, המלווים עשויים בעיקר להסתמך רק על הנכס הממושכן כבטוחה כדי להחזיר את ההלוואה במקרה כשל פירעון של לווה (אנו מתייחסים לכך כאל חזרה מוגבלת לעומת חזרה מלאה בתחומי שיפוט אחרים).	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 בדירוג 'AAA' בסיכון בינוני היא בדרך כלל 10%-15%, קבענו לישראל תדירות עיקול בסיסית בדירוג '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 לחץ 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 2.

טבלה 2
הנחות תדירות עיקול

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 3
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 הקיים
יכולת החזר חוב	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 ראשון
שיעור LTV	65%
סוג מוצר (ריבית קבועה או משתנה)	אין מאפיין של זעזוע תשלומים אם ההלוואה 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	גיל ההלוואה הוא עד חמש שנים
היסטוריית אשראי	אין היסטוריית אשראי שלילית
פיגורי עבר	לא היו פיגורי עבר שהודבקו
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 4 מציגה את התאמות תדירות העיקול לישראל.

טבלה 4
הנחות תדירות עיקול

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

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
		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 יזם	1.3x-0.7x ומעלה.	מיושם ברמת ההלוואה או המאגר.
נגישות ההלוואה	יחס חוב להכנסה באינטרפולציה ליניארית והקנסות בהתאמה: 25% - 0.8x; 30% - 1.0x; >+45% - 1.8x.	יחס חוב להכנסה: יחס של 30% בדרך כלל מוביל להתאמה ניטרלית (1x).
ייעוד הלווה: נכס להשקעה (קנייה להשכרה)	קנס של 1.3x-1.7x עבור אנשים שרוכשים נכס להשקעה. קנס 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
ייעוד: בית שני	1.3x-1.1x	שימוש בקצה הגבוה של הטווח אם נתוני הביצועים מוגבלים
סטטוס 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 1.1x-1.2x להלוואות בריבית בלבד ולהלוואות עם זעזוע תשלום, שתבוטל תוך שישה חודשים מזעזוע התשלום. 1.5x להלוואות בלון.	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

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
	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.	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.
ריכוזיות גיאוגרפית	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 היוזם.	ספי הריכוז של האזור (% מיתרת המאגר): תל אביב (20%); יהודה ושומרון (הגדה המערבית) (7%); מרכז (לא כולל 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 שני	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.

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
		איננו מפעילים התאמה עבור משכנתאות טהורות ללא הלוואות נוספות. אנו סבורים על רקע הגיל הנמוך של הלוואות, אין צורך בהתאמות נוספות. איננו מיישמים את ההתאמה על איחוד חובות ועל הלוואות equity release/cash out אם ההלוואה היא גם שעבוד פחות.
פיגורים	2.5x עבור הלוואות בפיגור של 30-59 יום; 5.0x עבור הלוואות בפיגור של 60-89 יום; 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.
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, ו-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 ההפסד 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 ההפסד עבור ישראל.

טבלה 5
גורמי התאמת חומרת ההפסד הספציפיים לישראל

פריט	חישוב ההתאמה לחומרת ההפסד
הצמדת נכסים למדד	החישובים מבוססים על ארגון ה-OECD לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי, על מדד מחירי הדירות, על התוצר לנפש ועל יחס התשלום להכנסה (מידע עד ספטמבר 2024).

פריט	חישוב ההתאמה לחומרת ההפסד
סף הערכת שווי ג'מבו	לפי אזור: ישראל ללא 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.

התאמות ספציפיות לתזרים המזומנים

טבלה 6
גורמי התאמת תזרים מזומנים בישראל

פריט	התאמה
תרחישי פירעון מוקדם	לפני ואחרי מיתון: 24% (גבוה) ו-1% (נמוך); ובזמן מיתון: 1%
שיעור הריבית	לפי המתודולוגיה לגזירת שיעורי ריבית במצבי קיצון, המשמשים להערכת סיכוני האשראי בעסקאות מובנות, 18 באוקטובר 2019, עקומות עולות ויורדות (שיעור ריבית התחלתי - 4.5%)
מודלים של עמלות בכירות והוצאות	1.5x מהעמלה החוזית (כולל מע"מ אם רלוונטי) או 60 נקודות בסיס, הגבוה מביניהם.

טבלה 7
מאפיינים עיקריים של הבטוחות

פריט	קרדיטו הנפקות 2 בע"מ	קרדיטו הנפקות 3 בע"מ	קרדיטו הנפקות 1 בע"מ	ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ
תאריך קיטוע המאגר	14 בדצמבר 2025	15 באוקטובר 2025	16 ביולי 2024	31 במאי 2025
יתרת קרן כוללת (₪)	646,035,910	344,180,377	468,674,280	544,218,689
מכפיל מאגר (%)	100	100	100	100
מספר כולל של נכסים	298	365	464	510
מספר כולל של לווים	298	365	464	510
גודל הלוואה ממוצע (₪)	2,177,776	942,960	1,010,074	1,067,095
יחס OLTV ממוצע משוקלל (%)	63.08	64.6	50.65	57.4

פריט	קרדיטו הנפקות 2 בע"מ	קרדיטו הנפקות 3 בע"מ	קרדיטו הנפקות 1 בע"מ	ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ
יחס ELTV ממוצע משוקלל (%)	63.02	63.6	49.35	56.3
גיל ממוצע משוקלל (חודשים)	12.43	20.16	22.24	32
לווים עצמאיים (%)	30.72	47.66	44.0	28.71
הלוואות בשעבוד שני (%)	9.56	36.14	0	0
ריכוזיות גיאוגרפית (%)				
מרכז	18.09	14.92	11.21	16.75
חיפה	4.21	6.97	4.26	0
ירושלים	34.47	33.98	8.65	22.70
יהודה ושומרון (הגדה המערבית)	6.89	6.48	0	7.48
צפון	8.36	9.261	6.61	40.18
דרום	16.35	12.51	17.77	9.31
תל אביב	11.63	15.88	51.49	3.58
הערכת שווי מלאה של הנכס (%)	100	100	100	100
RMVD לדירוג 'AAA' (%)	57.25	57.25	57.25	57.25
סף הערכת שווי ג'מבו (%)	49.10	47.23	19.50	15.0

OLTV - LTV מקורי. ELTV - LTV בפועל.

ביצועים היסטוריים

קיבלנו נתוני ביצועים מאז תחילת פעילות ההלוואות של קרדיטו, ברבעון הרביעי של 2020. ביצועי הייזום היו חזקים, עם היקף מינימלי של פיגורים לאורך זמן. עם זאת, הבאנו בחשבון את הנתונים ההיסטוריים המוגבלים שהתקבלו. התיק אינו מכיל הלוואות בפיגור.

מאז השלמת העסקה, ביצועיה של קרדיטו הנפקות 1 בע"מ נותרו חזקים, עם פיגורים וחדלות פירעון קלים עד כה. עם זאת, התשלומים המוקדמים גדלו משמעותית מאז השלמת העסקה, כתוצאה מהקלות שונות שניתנו במהלך המלחמה, לא רק כדי לתמוך בלווים אלא גם כדי להפחית את עלויות המימון עבור מוסדות פיננסיים. אנו מצפים גם כי הפסקת האש והסכם השלום יהוו סימן חיובי ויטיבו עם הכלכלה הישראלית.

תפעול

קרדיטו משמש גם כמתפעל התיק. קיימת תקשורת פנימית רציפה עם הלווה לאורך כל התהליך, אך לאחר חודש הפיגור הראשון על ההלוואות, הגבייה מנוהלות על ידי 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 ידידותי, שכן 98% משיקום החוב מתרחש תוך 90 יום ממועד התשלום שלא נפרע. הליך העיקול מתחיל 90 יום לאחר מועד התשלום שלא נפרע.

ניתוח אשראי והנחות

ההנחות של תדירות העיקול הממוצע המשוקלל (WAFF) וחומרת ההפסד 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 8
תוצאות ניתוח אשראי

רמת דירוג	WAFF (%)	WALS (%)	כיסוי אשראי (%)
AAA	43.43	41.78	18.15
AA	30.46	35.34	10.76
A	24.00	24.95	5.99
BBB	17.52	19.03	3.33
BB	11.03	14.97	1.65
B	9.41	11.70	1.10

תחזית מקרו כלכלית וענפית

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A'.

טבלה 9
נתונים כלכליים של ישראל

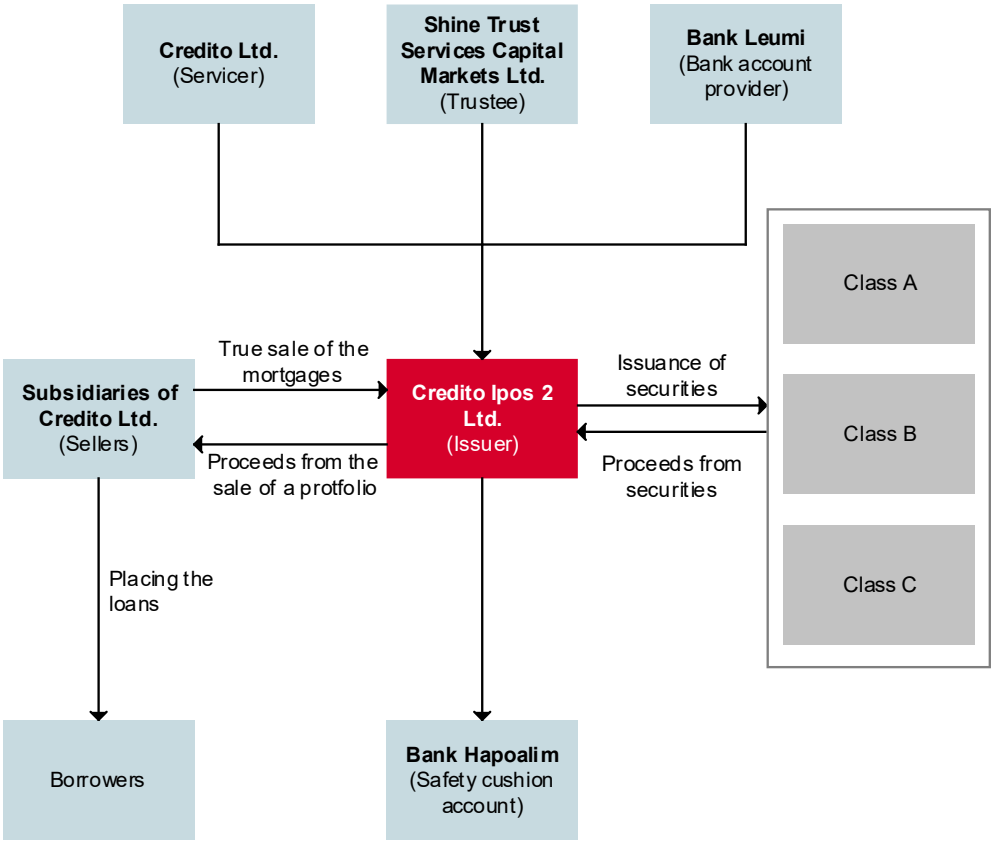
נתון	2024	2025f	2026f	2027f
תמ"ג ריאלי, אחוז שינוי	1.0	3.3	3.9	3.7
אינפלציה (%)	3.1	2.9	2.1	2.0
שיעור אבטלה (%)	3.0	3.0	3.0	3.0

מקורות: S&P Global Ratings. f-חזוי

מבנה העסקה

המנפיק הוא ישות ישראלית ייעודית (SPE), שאנו מניחים שהוא bankruptcy remote לפי הניתוח המשפטי שלנו.

תרשים 1
מבנה העסקה



Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC . All rights reserved.

מידול וניתוח תזרים מזומנים

מבנה ההון כולל איגרות בכירות מסדרה א' ו-ב' ושכבה נחותה, סדרה ג'. כל איגרות החוב מגובות חלקית בנכסים, בהתחשב בכך שהן ישמשו גם למימון קרן הרזרבה וההוצאות הראשוניות בעת השלמת העסקה. יתרת איגרות החוב סדרה א' מייצגת 87.5% מסך הבטוחות, איגרות החוב סדרה ב' מייצגות 6.2% ואיגרות החוב סדרה ג' מייצגות 6.3%. לא תתבצע החלפה (swap) שכן הן הנכסים והן ההתחייבויות צמודים למדד. הן הנכסים והן ההתחייבויות ישלמו מדי חודש. תוקם קרן רזרבה עבור סדרות א' ו-ב', ובעת השלמת העסקה תהיה לעסקה מרווח עודף חיובי.

קרן נזילות

בעת השלמת העסקה יוקמו שתי קרנות רזרבה - א' ו-ב'. שתיהן יהיו זמינות לכיסוי חוסרים בעמלות הבכירות ובחלויות סדרה א', אך רק קרן הרזרבה ב' תוכל לכסות חוסרים בחלויות סדרה ב'. המימון הראשוני של קרן א' יהיה שווה ל-120,000 ₪ בתוספת 1.5% מיתרת סדרה א', ויופחת בהתאם ליתרת סדרה א' החל ממועד

התשלום הראשון לאחר השלמת העסקה. המימון הראשוני של קרן ב' יהיה שווה ל-1.5% מיתרת סדרה ב', בתוספת 120,000 ₪ כאשר היא תהפוך לשכבה הבכירה ביותר שנשארה. ניתן יהיה להשתמש בסכומים עודפים כדי לפרוע כל תשלום בהתאם לסדר עדיפויות התשלומים.

טריגרים בהלוואות

במקרה של הפרה של אחד מהטריגרים הבאים, לא תשולם ריבית על איגרות החוב הנחותות. לכן, עם הפרת הטריגר, כל התקבולים הזמינים יופנו לפירעון חלויות סדרה א'. אי תשלום הריבית על סדרות ב' או ג' אינו מהווה טריגר לאירוע כשל פירעון. תשלומי הריבית עבור החוב הנחות תלויים בעמידה בכל התנאים הבאים:

- היחס בין (א) יתרת קרן סדרה א' והריבית המצטברת בניכוי מזומן מכל חשבון, ו-(ב) קרן המשכנתאות ויתרת הריבית המצטברת בניכוי קרן וריבית שלא שולמו על הלוואות יותר מ-90 יום לאחר מועד התשלום, אינו עולה על 94%.
- היחס בין (א) סכומי הריבית שהתקבלו, ו-(ב) הריבית לתשלום על סדרה א' (בתוספת סדרה ב' בטריגר של סדרה ג') אינו נמוך מ-1.15x.
- עבור הטריגר של סדרה ב' - סכום קרן הרזרבה א' עומד על הסכום הנדרש (120,000 ₪ ועוד 1.5% מהקרן של סדרה א'). עבור הטריגר של סדרה ג' - סכום שתי קרנות הרזרבה עומדות על הסכום הנדרש.

בנוסף, הטריגר יופעל גם אם יחול אירוע כשל פירעון ובמקרה של הורדת דירוג.

טבלה 10
קדימות תשלומים

פריט	מקור תשלום 1: ריבית	מקור תשלום 2: קרן רזרבה א'	מקור תשלום 3: קרן רזרבה ב'	מקור תשלום 4: קרן
הוצאות שוטפות של החברה	כן	כן	כן	כן
תשלומי ריבית על החוב הבכיר	כן	כן	כן	כן
תשלומי קרן על החוב הבכיר	לא	לא	לא	כן
הפקדה לחשבון הרזרבה	כן	לא	לא	לא
תשלומי ריבית על חוב המזנין	כן (בכפוף לטריגרים)	לא	כן	כן*
הפקדה לקרן הרזרבה של חוב המזנין	כן	לא	לא	לא
תשלומי ריבית על חוב נחות	כן (בכפוף לטריגרים)	לא	לא	כן*
תשלום נוסף לקרן החוב הבכיר	כן	לא	לא	כן
תשלום לקרן חוב המזנין	לא	לא	לא	כן

פריט	מקור תשלום 1: ריבית	מקור תשלום 2: קרן רזרבה א'	מקור תשלום 3: קרן רזרבה ב'	מקור תשלום 4: קרן
תשלום נוסף לקרן חוב המזנין	כן	לא	לא	כן
תשלום לקרן החוב הנחות	לא	לא	לא	כן

*רק אם רוב הסדרה הבכירה טרם נפרעה.

סיכון עירוב

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

צמצום מרווחים

התשואה על הנכסים במאגר עשויה לפחות במקרה של כשלי פירעון או פירעונות מוקדמים בנכסים הרווחיים יותר. ניתוח תזרים המזומנים משקף סיכון זה באמצעות ההנחה שהתשואה הממוצעת המשוקללת על התיק פוחתת ב-0.51% עבור הלוואות מובטחות בשעבוד ראשון וב-0.37% עבור הלוואות מובטחות בשעבוד שני בדירוגי 'AAA'.

עמלות

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

בפרט, הבאנו בחשבון עמלת שירות של 0.79%, כולל מע"מ, בתרחיש קיצון, על מנת לשקף את האפשרות להחלפת שרת, וכללנו במודל עמלות קבועות שנתיות של 200,000 ₪ 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 11). 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 השלמת העסקה. 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.

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.

טבלה 11
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

פיגורים של יותר מ-30 יום

על מנת לדמות את השפעתם של פיגורים 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.

בנוסף ביצענו תרחישי רגישות הכוללים התארכות תקופת שיקום החוב, גידול בכשלי פירעון או תרחישים שונים של פירעון מוקדם. בפרט, שקלנו בניתוח שלנו הנחות על תשלומים מוקדמים מוגברים בהיקף של 30%.

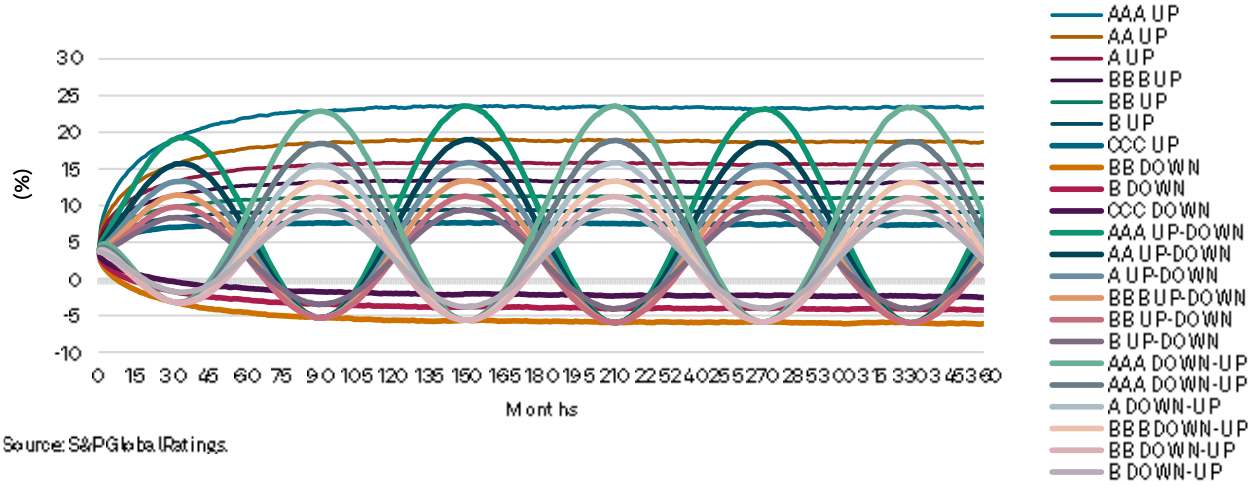
טבלה 12
הנחות פירעון מוקדם

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

עקומות אינפלציה

בניתוח שלנו מידלנו ארבעה תרחישי אינפלציה: עלייה במדד, ירידה במדד, ושני דפוסים דמויי גל (עלייה-ירידה וירידה-עלייה) (ראו תרשים 2). בהתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות עבור ישראל, הגבלנו את העקומות מלמטה ב-(6%-).

תרשים 2
עקומות אינפלציה בתרחיש קיצון



Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

סיכום

השילוב בין תזמון כשלי הפירעון, תזמון המיתון, שיעורי הריבית ושיעורי הפירעון המוקדם שתיארנו לעיל יצר שמונה תרחישים שונים בכל רמת דירוג (ראו טבלה 13).

טבלה 13
תרחישי קיצון

מספר כולל של תרחישים	שיעור פירעונות מוקדמים	עקומות אינפלציה	תזמון כשלי פירעון
8	גבוה ונמוך	עקומות דמויות גל	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 ההפסד.

להערכתנו, יכולתם של הלווים לשלם את המשכנתאות שלהם תהיה במתאם גבוה עם התנאים המקרו-כלכליים, במיוחד עם שיעור האבטלה, האינפלציה והריבית. אנו צופים שיעור אבטלה של 3.0% בישראל ב-2025 וב-2026, בדומה ל-2024. התמ"ג בישראל צפוי לצמוח ב-3.3% ב-2025 וב-3.9% ב-2026.

בהתחשב בתחזית המקרו-כלכלית הנוכחית שלנו ובהסתכלות צופה פני עתיד שלנו על השוק הישראלי, תרחישי הרגישות שלנו מביאים בחשבון, כשכל שאר התנאים שווים, 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 ההפסד) של עד 30% בכל רמת דירוג.

טבלה 14
תרחישי רגישות

	WALS		
WAFF	**0**	**1.1x**	**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 15).

טבלה 15
תרחישי רגישות

סדרה	**דירוג**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**
א'	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A

סיכון צדדים לעסקה

המנפיק חשוף לבנק הפועלים ולבנק לאומי לישראל כספקי חשבונות העסקה (ראו טבלה 16). חשבון הנאמנות, המוחזק בבנק הפועלים, מכיל את יתרת המזומנים. חשבון תאגיד האיגוח הייעודי, המוחזק בבנק לאומי, מכיל את תקבולי המשכנתאות. בהתאם למתודולוגיית צדדים לעסקה, אנו מסווגים את שני החשבונות כבעלי חשיפה נמוכה לא-נגזרת, מכיוון שסביר להניח שחדלות הפירעון הפוטנציאלית שלהם לא תשבש את התשלומים על איגרות החוב המדורגות עקב מעורבותם של שני ספקי חשבונות בנק נפרדים, עם חשיפה כוללת נמוכה. מנגנוני ההחלפה המתועדים עבור ספקי חשבונות העסקה מצמצמים בצורה נאותה את חשיפת העסקה לסיכון צדדים לעסקה בהתאם למתודולוגיה שלנו בדירוגים הנוכחיים.

טבלה 16
דירוגים תומכים

מוסד/תפקיד	**דירוג צד לעסקה**	**דירוג מינימלי של צד לעסקה**	**תקופת תיקון (ימים קלנדריים)**	**הדירוג המקסימלי הנתמך**
בנק לאומי לישראל, כספק חשבון העסקה (חשבון SPE).	BBB+/Stable	BBB-	90	AA-
בנק הפועלים, כספק חשבון העסקה (חשבון נאמנות)	BBB+/Stable	BBB-	90	AA-

מגבלת דירוג מדינה

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A'. לכן, דירוג העסקה אינו מוגבל על ידי דירוג המדינה (ראו "מתודולוגיה ומאמרים קשורים")

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.

מעקב

נמשיך לעקוב אחר העסקה עד מועד הפירעון הסופי של איגרות החוב או עד שאלה יצאו משימוש 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 מנת להבטיח שהוא שומר על סטנדרטים מינימליים וששינויים מהותיים בפעילותו מדווחים ומוערכים.

נספח

משתתפים בעסקה

תפקיד	משתתף
יזמים	חברות בנות של קרדיטו בע"מ
מנפיק	קרדיטו הנפקות 2 בע"מ
נאמן	שיין שירותי נאמנות שוק הון בע"מ
מוכרים	חברות בנות של קרדיטו בע"מ
קונה	קרדיטו הנפקות 2 בע"מ
מתפעל	קרדיטו בע"מ
בעלים	קרדיטו בע"מ
ייעוץ משפטי	הרצוג פוקס נאמן
מחזיק איגרות החוב הנחותות	קרדיטו בע"מ

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- 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 להערכת הלוואות לרכישת נדל"ן למגורים, 25 בינואר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לשקלול דירוג המדינה בדירוג עסקאות מימון מובנות, 30 בינואר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לגזירת שיעורי ריבית במצבי קיצון, המשמשים להערכת סיכוני האשראי בעסקאות מובנות, 18 באוקטובר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה גלובלית לניתוח מפל תשלומים ואנליזה של תזרימי מומנים 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה גלובלית להערכת סיכוני אשראי של עסקאות איגוח הלוואות לרכישת נדל"ן מגורים - נספח אירופה, 4 באפריל, 2024

- מתודולוגיה: קריטריונים להפרדת נכסים בדרך של חברות מימון ייעודיות - עסקאות מובנות, 29 במאי, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה, 25 ביולי, 2025
- מתודולוגיה: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

מאמרים נוספים

- עדכון תחזית הדירוג של מדינת ישראל ליציבה משלילית, אשרור דירוג 'A/A-1', 7 בנובמבר, 2025
- House Price Overvaluation Moderates For Europe's RMBS And Covered Bond Markets,4 באפריל, 2025
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל , 27 בינואר, 2025
- ESG Industry Report Card: Residential Mortgage-Backed Securities, March 31, 2021
- EMEA RMBS Scenario And Sensitivity Analysis, July 6, 2017 2017
- Global Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five Macroeconomic Factors, Dec. 16, 2016
- European Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five Macroeconomic Factors, Dec. 16, 2016

רשימת דירוגים

קרדיטו הנפקות 2 בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה חוב בכיר מובטח סדרה ב	ilA+ (sf) prelim	28/12/2025	28/12/2025

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	28/12/2025 11:47
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	28/12/2025 11:47
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.