Maalot
S&P Global Ratings

פאגאיה טכנולוגיות בע"מ

23 ביולי 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג מנפיק 'ilBBB+', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

Shravy Kandra, ניו יורק, 212-438-0985 shravya.kandra@spglobal.com

איש קשר נוסף:

Igor Koyfman, ניו יורק, 1-212-438-5068 igor.koyfman@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 4
תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן: 4
יחסים עיקריים 4
נזילות 5
ניתוח שיקום חוב 5
שיקולים עיקריים 5
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 5
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
רשימת דירוגים 7

תמצית פעולת הדירוג

- אחד או יותר הדירוגים בדוח זה נקבעו בדרך של החרגה מהמתודולוגיה.
- פאגאיה טכנולוגיות בע"מ ("פאגאיה" או "החברה"), חברת פינטק הממנפת טכנולוגיית בינה מלאכותית לשיפור החלטות אשראי והשקעה, דיווחה על ביצועים יציבים מתחילת השנה, כולל רווח נקי חיובי לפי כללי החשבונאות המקובלים (GAAP) וצמצום בהפרשות לירידות ערך.
- ב-23 ביולי 2026 אשררנו את דירוג המנפיק 'ilBBB+' לפאגאיה טכנולוגיות בע"מ. כמו כן אשררנו את הדירוג 'ilBBB+' לאיגרות חוב לא מובטחות שהנפיקה החברה ואת דירוג שיקום החוב '4' לאג"ח אלו, המשקף את הערכתנו כי שיעור שיקום החוב במקרה של כשל פירעון היפותטי יהיה בטווח של 30%-50%.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפאגאיה תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס חוב ל-EBITDA של כ-3.5x-4.5x ועל יחס EBIDTA להוצאות מימון גבוה מ-2.0x.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אנו צופים שהכנסותיה של פאגאיה ימשיכו לצמוח בשנתיים הקרובות, לאחר צמיחה ניכרת של 26% בשנת 2025. פאגאיה מרוויחה את רוב הכנסותיה מעמלות, בתוספת הכנסות מריבית ותשואה על השקעות. ברבעון הראשון של 2026, 94% מסך ההכנסות הגיעו מעמלות, 6% מריבית, ופחות מ-1% מהשקעות. כתוצאה מכך, צמיחת ההכנסות קשורה בעיקר לנפח הפעילות ברשת, המשקפת את הגידול במספר ההלוואות שמקורן ברשת המלווים השותפים של פאגאיה.

אנו רואים בחיוב את המודל העסקי הייחודי של פאגאיה ואת מערכות היחסים האסטרטגיות שלה עם מלווים וממנים שותפים. לפאגאיה אין מתחרים ישירים, והיא נהנית מגישה לבסיס לקוחות רחב ללא צורך בשיווק או פרסום ישירים. בנוסף, מודל ההכנסות מבוסס העמלות של החברה, הקשור בעיקר לייזום הלוואות, מספק לה זרם רווחים יציב שניתן להתאימו לכל קנה מידה.

פאגאיה שיפרה את גיוון מקורות המימון שלה ב-2025, אך תלותה בשוק ניירות הערך המגובים בהלוואות צרכניות (ABS) עדיין מהווה סיכון. בשנת 2024, כ-90% מהמימון נבע מהנפקות של ניירות ערך מסוג זה. שיעור זה פחת ב-2025 לכ-60%, היות שהחברה השתמשה יותר בהסכמי תזרים עתידי (forward-flow), העברה ישירה (pass-throughs) ואמצעי מימון פרטי אחרים. השינוי תומך במודל תפעולי יעיל יותר בהון ומכביד פחות על המאזן, ומגביר את הגמישות הפיננסית בתקופות בהן שוקי ה-ABS אינם תומכים.

היקף ירידת ערך ההלוואות של פאגאיה הצטמצם ב-2025, אך החשיפה שלה לסיכון אשראי, הנובעת מהתחייבותה לספוג את פוזיציות ההפסד הראשון בהתאם לכללי שימור הסיכונים, ממשיכה להוות פוטנציאל לפגיעות במודל התפעולי שלה. נכון ל-31 במרץ 2026, פאגאיה החזיקה בספריה הלוואות בשווי הוגן של 941 מיליון דולר. החברה רשמה במאזן שלה ירידות משמעותיות בערך ההלוואות ב-2023 (134

מיליון דולר) וב-2024 (412 מיליון דולר), בשל ירידה בשווי ההוגן של הנכסים המוחזקים. אולם ירידות הערך הללו פחתו ל-95.4 מיליון דולר ב-2025. אף שבתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים שירידות הערך יתמתנו, החשיפה לריבית שיורית עדיין מהווה סיכון, במיוחד במקרה של התפתחויות מקרו-כלכליות שליליות או היחלשות בביצועי ההלוואות הצרכניות.

אנו צופים שהחברה תשמור על רווח נקי חיובי ועל EBITDA חיובי בשנים 2026 ו-2027.פאגאיה ייצרה רווח נקי חיובי לפי כללי GAAP ב-2025 ורווחיות מתואמת של 19%, שיפור משמעותי לעומת הפסד של 23.7% ב-2024. השיפור נבע בעיקר מהצמצום בירידות הערך ומצמיחה חזקה בהכנסות. אנו צופים רווחיות של 15%-20% ב-2026 ו-2027, בתמיכת יציבות בירידות הערך וצמיחה בהכנסות.

אנו צופים שהיחסים הפיננסיים של החברה יישארו יציבים, בהתאם לציפיותינו להמשך צמיחה בהכנסות, רווחיות יציבה וגישה ניתנת לצפייה לשוקי ABS, עם פוטנציאל להתחזקות הדרגתית אם ירידות הערך יישארו ברמות נורמליות והיקפי המלווים המשותפים יגדלו. אנו צופים שפאגאיה תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס מינוף חוב ל-EBITDA של 3.5x-4.5x ועל יחס EBITDA להוצאות מימון של 2.5x-3.5x. עם זאת, הפוטנציאל לתנודתיות ביחסים אלה בתקופות לחץ משפיע לשלילה על הערכת הפרופיל הפיננסי.

בחישוב החוב המתואם אנו כוללים את מניות הבכורה, היות שמשקיע יחיד מחזיק בכולן. אנו מוסיפים לחישוב החוב גם התחייבויות חכירה. בחישוב ה-EBITDA המתואם אנו מוסיפים בחזרה תגמול מבוסס-מניות, אך לא את החיובים בגין ירידת ערך ההלוואות.

אנו מבצעים החרגה למתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, על מנת לשקף טוב יותר את המינוף של פאגאיה. במסגרת החרגה זו, איננו כוללים בחישוב המינוף נכסים מאוגחים מחוץ למאזן שנמכרו באמצעות מבנה מכירה אמיתית שבו איננו מניחים שפאגאיה סיפקה תמיכה מפורשת או משתמעת.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שפאגאיה תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס מינוף חוב ל-EBITDA של כ-3.5x-4.5x ועל יחס EBIDTA להוצאות מימון גבוה מ-2.0x.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג ב-12 החודשים הקרובים אם יתקיימו אחד או יותר מהתנאים הבאים:

- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ירד מתחת ל-2.0x.
- יחס המינוף יישאר מעל 5.0x.
- תחול התדרדרות משמעותית בפרופיל הנזילות.
- איכות תיק האשראי תיחלש, מה שיוביל לירידות ערך משמעותיות.

התרחיש החיובי

אנו עשויים להעלות את הדירוג אם תפחת התנודתיות בירידות הערך וברווחים, בעוד שיחס המינוף יישאר נמוך משמעותית מ-4.0x לאורך זמן.

תיאור החברה

פאגאיה היא חברת פינטק העושה שימוש בבינה מלאכותית כדי לתמוך במלווים ומשקיעים בייזום ומימון של הלוואות צרכניות והלוואות לרכב. החברה משתפת פעולה עם נותני אשראי קמעונאי ("מלווים שותפים"), באמצעות בחינת בקשות אשראי שנדחו על ידם. באמצעות שימוש בפרמטרים מוגדרים מראש, שקובעת פאגאיה בסיוע מידע מהמלווים השותפים, המודלים של פאגאיה מעריכים את הסיכון בבקשת האשראי ומספקים החלטה תוך מספר שניות. לאחר מכן, מימון ההלוואות מתאפשר דרך רשת המשקיעים המוסדיים של פאגאיה ("מממנים שותפים"), והמלווה השותף המקורי רשום כיזם ההלוואה ומתפעל אותה. החברה נוסדה בשנת 2016 בישראל, שבה ממוקמים כמחצית מעובדיה.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה של 2.1% בתמ"ג בארה"ב ב-2026 ושל 1.9% ב-2027 ו-2028.
- יציבות בריבית הפדרל ריזרב עד סוף השנה, שיבטלו את קיצוצי הביטוח בשנה שעברה.
- גידול שנתי של כ-10% בהכנסות ב-2026 וב-2027.
- שיעור EBITDA מתואם של 15%-20% ב-2026 ו-2027.
- משקלות של 20%, 40% ו-40% לשנים 2025, 2026 ו-2027, בהתאמה, ביחסי הליבה המתואמים וביחסים המשלימים המתואמים.
- הימנעות מהוספה בחזרה של ירידות הערך בחישוב ה-EBITDA המתואם.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2024A	2025A	2026F	2027F
חוב/EBITDA	(3.11x)	3.6x	4.5x-3.5x	4.5x-3.5x
הוצאות מימון/EBITDA	(2.6x)	2.8x	3.5x-2.5x	3.5x-2.5x
שיעור EBITDA	(23.7%)	19.2%	20%-15%	20%-15%

A-בפועל. F-חזוי.

נזילות

אנו סבורים שרמת הנזילות של פאגאיה הולמת. אנו צופים שהיחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים, ויעלה על 1x גם במקרה של ירידה של 15% ב-EBITDA.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-318 מיליון דולר.
- יתרה שלא נוצלה במסגרת אשראי מתחדשת בסך 132 מיליון דולר (נוצלה במלואה נכון ל-31 במרץ 2026)
- FFO (Funds from operations) תזרימי.
- תמורה ממכירת השקעות בהלוואות ובניירות ערך.

הנחותינו לגבי שימושי החברה באותה תקופה הן:

- רכישת השקעות בהלוואות ובניירות ערך.
- הוצאות הוניות מתונות בהיקף של 20-25 מיליון דולר.
- חלוקת דיבידנדים שנתית בהיקף של 20-30 מיליון דולר.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- ניתוח שיקום החוב כולל את מסגרת האשראי הבכירה המתחדשת של החברה בהיקף של 132 מיליון דולר שמועד פירעונה ב-2029, את איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות בהיקף של 450 מיליון דולר שמועד פירעונן ב-2030, את איגרות החוב הבכירות להמרה בהיקף של 149 מיליון דולר שמועד פירעונן ב-2029 ואת מסגרות האשראי הבכירות. אנו מניחים שבמועד כשל הפירעון ההיפותטי יימשכו 85% ממסגרת האשראי המתחדשת.
- בתרחיש כשל הפירעון ההיפותטי שלנו אנו מניחים כשל פירעון בשנת 2029 עקב ביצועים פיננסיים חלשים כתוצאה מקיטון בהכנסות מעמלות או מירידות ערך גדולות. אנו מניחים כי כשל פירעון או הכרזה על פשיטת רגל עשויים להתרחש עקב כלכלה חלשה שתשפיע לשלילה על ביצועי הלוואות סאב-פריים קמעונאיות.
- אנו מעריכים את החברה על בסיס עסק חי.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- EBITDA בעת יציאה מכשל פירעון: 111.8 מיליון דולר
- מכפיל EBITDA: 5x (בהתאם לקבוצת ההשוואה)

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (נטו) לאחר הוצאות הנהלה וכלליות: 531 מיליון דולר
- חוב מועדף: 287 מיליון דולר
- שווי כולל לכיסוי חוב לא מובטח: 244 מיליון דולר
- חוב בכיר לא מובטח: 650 מיליון דולר.
- הערכת שיקום חוב לא מובטח: 30%-50%, אומדן מעוגל: 35%

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה:, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 7 ביולי, 2025
- מתודולוגיה - כללי: דירוג הון היברידי, 13 באוקטובר, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 31 במרץ, 2026

- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

פאגאיה ארהב אחזקות	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB+\Stable	23/07/2025	23/07/2025
טווח ארוך	ilBBB+\Stable	23/07/2025	23/07/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	+ilBBB	23/07/2025	23/07/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 23, 2025	ilBBB+\Stable		

פאגאיה טכנולוגיות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB+\Stable	23/07/2025	23/07/2025
דירוג(י) הנפקה			
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 23, 2025	ilBBB+\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	23/07/2026 12:47
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	23/07/2026 12:47
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.