

בול מסחר והשקעות בע"מ

מעקב | יוני 2023

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים, מעריך דירוג משני
moty.c@midroog.co.il

בול מסחר והשקעות בע"מ

דירוג מנפיק	Ca.il	בחינת דירוג ללא כיוון ודאי
דירוג סדרות	Ca.il	בחינת דירוג ללא כיוון ודאי

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה בול מסחר והשקעות בע"מ (להלן: "החברה") מ-Baa3.il ל-Ca.il ומציבה את הדירוג תחת בחינה (CREDIT REVIEW) עם השלכות ללא כיוון ודאי. הורדת הדירוג והצבתו תחת בחינה משקפים את הערכת מידרוג לכשל פירעון¹, נוכח החלטת החברה לפעול לגיבוש הסדר חוב עם מחזיקי אגרות החוב (סדרות א' ו-ב'), בשל הערכה לא-יכולת לעמוד בתשלומי האג"ח במועדם, בשל קשיים תזרימים צפויים, עקב פערים בין מועדי הפירעון של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') לבין מועדי התקבולים הצפויים מלקוחות החברה². דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב נקבע בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים, ונקבע על פי הערכתנו לאומדן שיעור השיקום לאגרות החוב בהינתן כשל פירעון, ולמידת אי-הוודאות בהערכה זו. בד בבד, מידרוג מציבה את דירוג החברה תחת בחינה עם השלכות לא ודאיות, בשל הימצאות החברה בראשיתו של תהליך הסדר חוב, כאשר רמת הוודאות בקשר עם שיעור השיקום אינה ברורה, ותושפע מהסדר החוב אל מול המממנים, זאת לצד איכות הנכסים, היקף הבטוחות, שיעורי הגבייה של החברה וכיו"ב. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה א'	1183862	Ca.il	בחינת דירוג ללא כיוון ודאי	31/12/2024
סדרה ב'	1187061	Ca.il	בחינת דירוג ללא כיוון ודאי	30/06/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב'), נובעת מהערכת מידרוג לכשל פירעון באגרות החוב (סדרות א' ו-ב') של החברה, נוכח הצעת החברה לפעול לגיבוש הסדר חוב עם מחזיקי אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') במסגרת אסיפת מחזיקי האג"ח שהתקיימה ביום 21.06.2023, זאת בשל הערכת החברה לא-יכולתה לעמוד בתשלומי האג"ח במועדם, בשל קשיים תזרימים צפויים, עקב פערים בין מועדי הפירעון של אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') לבין מועדי התקבולים הצפויים מלקוחות החברה.

עובר למועד הדוח, החברה טרם עדכנה את היקף החשיפה לחובות בעייתיים, הכוללים, בין היתר, חובות שמועד פרעונם שונה מההסכם המקורי ואינם בפיגור, כאשר על פי דיווחי החברה מיום 31 במרץ 2023, יתרת הלקוחות בגינם בוצעה הפרשה ספציפית עומדת על סך של כ-105 מיליון ₪, ולהערכתנו, נכון למועד הדוח צפויה להיות גבוהה יותר, בשל העובדה כי תיק האשראי של החברה נמצא ב-Run-off, דהיינו החברה אינה מעמידה אשראים חדשים.

הערכת מידרוג לכשל פירעון עבור דירוג המנפיק ובעבור דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') של החברה, מתבססת על המתודולוגיה "דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים", ונקבעת על-פי אומדן שיעור השיקום לאגרות החוב. מידרוג מעריכה את שיעור השיקום לאגרות החוב (סדרות א' ו-ב') בטווח שבין 35%-65%. הדירוג נקבע בהתאם לטבלת שיעורי השיקום המפורטת במתודולוגיה, על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, כמפורט להלן, ובהתחשב באי-הוודאות הכרוכה בתרחיש הבסיס.

¹ בהתאם להגדרות מידרוג לכשל פירעון.

² לפירוט נוסף, [הנך מופנה לדיווח החברה מיום 21.06.2023](#).

- תרחיש הבסיס של מידרוג בוחן את הנזלת נכסי החברה בהעדר מידע אחר בדבר הצעת הסדר קונקרטי. כמו כן, בשלב זה אנו רואים סבירות נמוכה מאוד לתרחיש של הזרמת הון לחברה.
- עובר למועד הדוח, סך החוב בגין אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') עומד על כ-140 מיליון ₪ (קרן וריבית צבורה למועד הדוח), כאשר סדרות אג"ח אלו אינן מגובות בבטוחות.
- תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, את התאמת החוב הפיננסי של החברה באמצעות צבירת ריבית למשך 12 חודשים, לרבות תוספת תשלום ריבית כתוצאה מאי-עמידה באמות המידה הפיננסיות, מהורדת דירוג אגרות החוב ומריבית פיגורים.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב הפיננסי של החברה צפוי להסתכם בסך של כ-192 מיליון ₪ בעוד 12 חודשים, וכולל חוב לתאגידים בנקאיים בסך של כ-46 מיליון ₪, כאשר להבטחת אשראי זה משועבדות בטוחות (נדל"ן והמחאות), זאת לצד חוב בגין אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') בסך של כ-146 מיליון ₪.
- בתרחיש הבסיס נלקח בחשבון המשך צמצום האשראי הבנקאי, כך שכלל ויווצרו מזומנים כתוצאה מפירעון תיק האשראי על ידי הלווים, אלו יהיו להערכתנו מוגבלים לשימוש החברה, משום שרובן המוחלט של ההמחאות מופקד בתאגידים הבנקאיים המממנים את החברה, כאשר אשראי זה מגובה בבטוחות כאמור (נדל"ן והמחאות).
- תיק האשראי של החברה מהווה את הנכס העיקרי במאזנה. נכון ליום 30 במאי 2023 יתרת תיק האשראי של החברה עמדה על כ-260 מיליון ₪, בהשוואה לכ-315 מיליון ₪ ביום 31 במרץ 2023. בשל היקף החובות הבעייתיים בתיק האשראי, אשר בולט לשלילה ביחס לענף, וכן בהתאם למאפייני הנכסים של החברה, זאת לצד אי-ודאות גבוהה באשר לשיעור הגבייה של תיק האשראי, בין היתר, עקב הידרדרות במצבה הפיננסי והעסקי של החברה, מידרוג ערכה תרחיש רגישות בו יתרת תיק האשראי של החברה הופחתה בטווח של 50%-60% ובנוסף לכך, נלקחו הנחות שונות בקשר עם עלויות ניהול ותפעול תיק האשראי, הוצאות הקשורות לשימוש הנכסים, הוצאות הסדר החוב וכן התחייבויות שוטפות אחרות.
- בהתאם לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את שיעור השיקום לאגרות החוב (סדרות א' ו-ב') בטווח שבין 40%-50%. הדירוג נקבע בהתאם לטבלת שיעורי השיקום המפורטת במתודולוגיה, על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, כמפורט להלן, ובהתחשב באי-הוודאות הכרוכה בתרחיש הבסיס. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

אופק הדירוג

דירוג החברה הוצב תחת בחינה עם השלכות לא ודאיות בשל הימצאות החברה בראשיתו של תהליך הסדר חוב, כאשר רמת הוודאות בקשר עם שיעור השיקום אינה ברורה, ותושפע מהסדר החוב אל מול המממנים, זאת לצד איכות הנכסים, היקף הבטוחות, שיעורי הגבייה של החברה וכיו"ב. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנידון ותעדכן את תרחיש הבסיס, במידת הצורך.

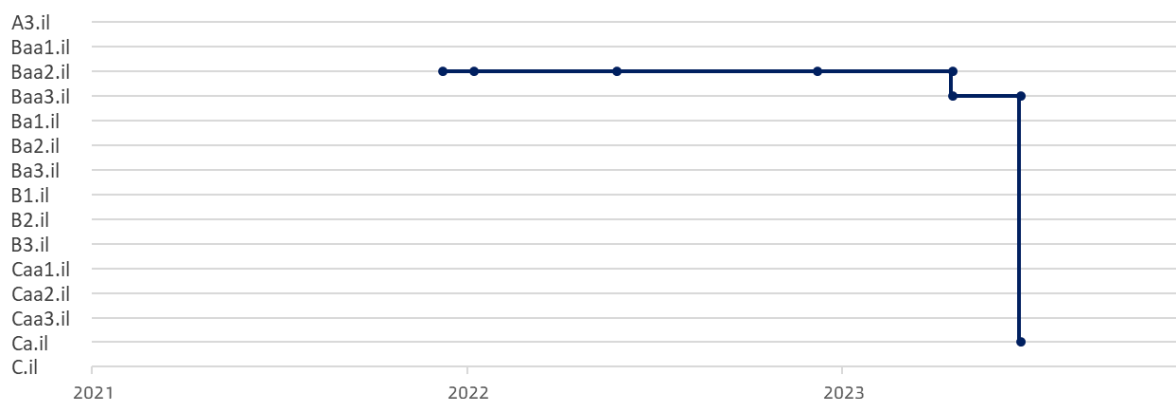
גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שינוי חיובי בתרחיש הבסיס של מידרוג ביחס לשיעור השיקום, שיוביל לשיעור שיקום הגבוה מ-65% ברמת ודאות גבוהה.
- שיפור משמעותי בנזילות החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי שלילי בתרחיש הבסיס של מידרוג ביחס לשיעור השיקום, שיוביל לשיעור שיקום הנמוך מ-35%.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

בול מסחר והשקעות בע"מ התאגדה ונרשמה בישראל ביום 17 ביולי 1983 כחברה פרטית בעירבון מוגבל. ביום 15 ביוני 2021 ביצעה החברה הנפקה ראשונה לציבור ורישום למסחר וכיום הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ. למועד הדוח בעלי המניות בחברה הינם: בכור רונן (כ-69.17%) אשר הינו בעל השליטה בחברה ומשמש כיו"ר הדירקטוריון, עשור אדוה (כ-3.61%) המשמשת כמנכ"לית ודירקטורית בחברה והיתרה מוחזקת ע"י הציבור (כ-27.22%). החברה מתמחה בתחום הפיננסיים, בדגש על מימון חוץ בנקאי, ומעניקה ללקוחותיה השונים מגוון פתרונות אשראי, בדגש על ניכיון ממסרים דחויים תמורת עמלה משתנה, ובמתן הלוואות ללקוחות פרטיים ולחברות על דרך הניכיון של ממסרים דחויים, לכל מטרה, אשר מגובות לרוב בטוחות נדל"ן. בחודש דצמבר 2021 קיבלה החברה רישיון מורחב למתן אשראי ע"י הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון. תוקפו של הרישיון הינו עד ליום 31 בדצמבר 2026.

דוחות קשורים

[בול מסחר והשקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)

[שחיקה באיכות הנכסים ונגישות נמוכה לשוק ההון מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד יוני 2023](#)

[חולשות בממשל התאגידי וניהול הסיכונים מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד אוגוסט 2022](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	22.06.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	19.04.2023
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	06.12.2021
שם יוזם הדירוג:	בול מסחר והשקעות בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	בול מסחר והשקעות בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

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

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

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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