

מכלול מימון בע"מ

דירוג ראשוני מותנה | מאי 2022

אנשי קשר:

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

שלום (שלי) זנזורי
אנליסט, מעריך דירוג משני
shalom.z@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

מכלול מימון בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	(P)A3.il	דירוג סדרה

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A3.il באופק יציב למכלול מימון בע"מ (להלן: "החברה"). בנוסף, קובעת מידרוג דירוג מותנה (P)A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שתנפיק החברה בסך של עד 100 מיליון ₪ ערך נקוב.

עם התקיימות התנאים/הנסיבות כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

1. קבלת שטר נאמנות סופי וחתום

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל, ביום 28 בדצמבר 2017, כחברה פרטית בעירבון מוגבל. כיום, החברה עוסקת ב: (א) העמדת מימון לזמנים מתחום הנדל"ן למגורים באמצעות מכלול נדל"ן אשר הינה חברת בת בבעלות מלאה של החברה (ב) העמדת אשראי לתאגידים עסקיים בינוניים וקטנים מתחומים שונים (לרבות תעשייה, טכנולוגיה ושירותים), בארץ ובעולם, באמצעות מכלול צמיחה אשר הינה חברת בת בבעלות מלאה של החברה. ביום 22 לאוגוסט 2021, השלימה החברה את הנפקת מניותיה לציבור והפכה לחברה ציבורית. בעלי השליטה בחברה הינם: אוריאל פז (19.71%), איילת רוסק (13.03%) וירון בלנק (13.03%). בעלי מניות נוספים בחברה הינם, בין היתר, כלל ביטוח (24.9%), נוקד קפיטל (5.73%) והחזקות הציבור (22.12%). פעילות החברה מתבצעת בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016 התקנות והצווים שהותקנו מכוחו (להלן: "חוק הפיקוח"). לחברה רישיון למתן אשראי מורחב, כך שתוקפו הינו עד ליום 31 בדצמבר 2023, וזאת בהתאם לדרישות החלות על נתן שירותי אשראי על פי הוראות חוק הפיקוח¹.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים והיצירות בענף ופרופיל עסקי הולם נוכח גודלה היחסי של החברה, אולם מושפע לשלילה נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית ולקוחות. מרבית ההלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה הינן לתקופה של שנתיים עד שבע שנים וזאת כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים, המעמידים אשראי לטווח קצר, ומגוף מוסדי המעמיד אשראי לחברה לטווח בינוני. לאור זאת, להערכתנו, מח"מ מקורות מימון של החברה אינו תואם את מח"מ התקבולים של החברה. אנו סבורים, כי מח"מ העסקאות הבינוני עד ארוך של החברה עלול להגביל את הגמישות הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, ובפרט בתקופת משבר. רווחיות החברה הינה הולמת לדירוג, כך יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה² עמדו ברבעון הראשון של שנת 2022 על כ- 4.2% וכ- 5.6%, בהתאמה, ובשנת 2021 על כ- 1.2% וכ- 2.5%, בהתאמה. נכון ליום 31 במרץ 2022, שיעור החובות הבעייתיים³ לסך תיק אשראי ברוטו, עמד על כ- 5.3% והינו סביר לדירוג. אולם, לאותו מועד, יחס כיסוי יתרת ההפרשה כנגד חובות בעייתיים עמד על כ- 4.5%, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון בתיק. נציין כי, נכון ליום 31 במרץ 2022, מאז הקמתה, לחברה אין חובות אבודים, נתון אשר משפיע לחיוב על הדירוג. על פי נתוני החברה, נכון ליום 31 במרץ

¹ מכלול נדל"ן שהנה חברה פרטית מחזיקה ברישיון למתן אשראי מורחב מטעם רשות שוק ההון. מכלול צמיחה שהנה חברה פרטית נמצאת בתהליך להנפקת רישיון למתן אשראי

² רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

³ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי לקוחות בגינו נעשתה הפרשה בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ונתוני קרן תמוז, בתוספת אשראי בפיגור וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס על נתוני ההנהלה ונתוני קרן תמוז שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

2022, לטובת החברה עומדים בטחונות מטריאליים, לרוב שעבודים מדרגה ראשונה, בשיעור ניכר מסך תיק האשראי ברוטו⁴, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים, אשר תומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים. כמו כן, החברה מתאפיינת במינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן ליום 31 במרץ 2022, אשר עמד על כ- 24.7%, ובמגוון מקורות מימון הולם ופרופיל נזילות בולט לחיוב ביחס לדירוג. יחד עם זאת, כפי שצוין כאמור, מקורות המימון של החברה משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר העלול להעיב על הגמישות הפיננסית של החברה ויכולת ההתאמה של מח"מ הנכסים שלה עם מח"מ מקורות המימון.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי לעליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. יחד עם זאת, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית וזאת על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודות בקצב מכירת דירות וכתוצאה מכך צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, כאשר עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות. אנו מעריכים כי אף שצפויה להיות האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקרוב, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום למגורים לאורך זמן. כמו כן, אנו מניחים שיפור משמעותי בהיקף ההכנסות של החברה ביחס לשנת 2021, וזאת תחת הנחה של צמיחה בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווח שבין 3.4%-3.8%, ו-5.0%-5.6%, בהתאמה, בשנות התחזית. בנוסף, אנו מעריכים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי, אשר ינוע בטווח של 0.7%-0.9%, זאת לאור הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענפי הפעילות ועלייה ביתרת הפרשה לתיק אשראי. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי אשר ינוע בטווח של 6%-7% ובשיעור החובות האבודים מסך התיק שינוע בטווח של 0.6%-0.8%. זאת כאשר, הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 30% מסך הרווח הנקי, לצד צמיחה בפעילות החברה, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה יעמוד בטווח של כ-22%-23%.

שיקול נוסף המשפיע לשלילה על הדירוג הינו סיכון הפעילות של מכלול צמיחה המוערך על ידנו כגבוה. יחד עם זאת, החברה נשענת על שיעור בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי מסך תיק האשראי של החברה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. מידרוג תמשיך לבחון את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי.

גורמים אשר יכולים להעלאת הדירוג :

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות בתיק האשראי
- שיפור משמעותי בשיעור החובות הבעייתיים
- התאמה טובה יותר של מח"מ מקורות המימון למח"מ תיק האשראי

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג :

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית ומתמשכת ביחסים הפיננסיים, לרבות יחס המינוף, יחסי הנזילות והגמישות הפיננסית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

⁴ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) ונכס פיננסי בשווי הון בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים

מכלול מימון בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

2019	2020	2021	31/03/2022	
1,822	4,768	6,306	6,421	מזומנים ושווי מזומנים
71,836	267,988	673,044	667,858	תיק אשראי, נטו*
150	270	1,744	1,605	יתרת הפרשה לירידת ערך
68,425	244,682	513,047	497,464	חוב פיננסי [1]
74,168	274,748	716,467	710,552	סך נכסים במאזן
(2,236)	12,415	166,864	175,598	הון עצמי

1,957	759	28,613	14,335	הכנסות מימון, נטו
150	120	1474	(139)	הוצאות (הכנסות) להפסדי אשראי חזויים
(1,198)	(1,743)	5,946	7,520	רווח (הפסד) נקי
(997)	(2,778)	12,459	9,990	רווח (הפסד) לפני מס והוצאות להפסדי אשראי חזויים

5.1%	(0.3%)	5.5%	7.6%	מרווח פיננסי [2]
(3%)	5%	23.3%	24.7%	הון עצמי / סך נכסים
(3.2%)	(1.0%)	1.2%	4.2%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
(2.7%)	(1.6%)	2.5%	5.6%	רווח (הפסד) לפני מס והוצאות להפסדי אשראי חזויים / נכסים ממוצעים
0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	יתרת הפרשה לירידת ערך / תיק אשראי ברוטו**
0.4%	0.1%	0.3%	(0.1%)	הוצאות (הכנסות) להפסדי אשראי חזויים / ממוצע תיק אשראי ברוטו**

[1] חובות לבנקים, צדדים קשורים, הלוואות לבעלי מניות והתחייבות בגין חכירה החל משנת 2019
 [2] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב פיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)
 * תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) ונכס פיננסי בשווי הון
 ** תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) ונכס פיננסי בשווי הון בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים והיצבות בענף

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי לענף הנדל"ן באמצעות מכלול נדלן המעמידה אשראי ליזמי נדל"ן בעסקאות בנייה למגורים, לרבות בעסקאות תמ"א 38 עסקאות פינוי ובינוי, ועסקאות קומבינציה. כמו כן, החברה מעמידה באמצעות מכלול צמיחה אשראי לתאגידים עסקיים בינוניים וקטנים מתחומים שונים (לרבות תעשייה, טכנולוגיה ושירותים), בארץ ובעולם.

מכלול נדל"ן מתקשרת עם יזמים בהסכמי מימון ביחד עם חברת ביטוח (להלן: "המבטח"), בהם מעניקה מכלול נדל"ן ליזמים מסגרת ליווי מלאה, הכוללת אשראי לבנייה (חוב בכיר), כשהמבטח מעמיד פוליסות לפי חוק המכר וערבויות אחרות הנדרשות לשם ביצוע הפרויקט, לרבות לטובת בעלי קרקע ורשויות, וכן יכולה לכלול גם אשראי (קצר מועד) לרכישת קרקע ו/או אשראי להשלמת הון עצמי (חוב נחות). נכון למועד פרסום הדוח, כלל ביטוח הנה המבטח היחיד שהעמיד פוליסות חוק מכר וערבויות כאמור בקשר להסכמי המימון של החברה. תקופת המימון המקובלת בתחום פעילות מימון נדל"ן למגורים נגזרת ממאפייני הפרויקט הממומן, והינה בין 42-24 חודשים, כאשר תקופת מסגרת האשראי הממוצעת בתיק הקיים של מכלול נדל"ן עומדת על כ- 24 חודשים. בתמורה להתחייבות להעמדת האשראי כאמור והעמדתו בפועל, מקבלת מכלול נדל"ן ריבית קבועה או משתנה וכן עמלות שונות. להבטחת האשראי המועמד על ידי מכלול נדל"ן במסגרת תחום פעילות זה, משעבדים היזמים לטובת מכלול נדל"ן את מקרקעי הפרויקט נשוא הסכם המימון, את מלוא זכויותיהם בפרויקט המוקם על גבי המקרקעין כאמור, וכל זכות נוספת בקשר למקרקעין והפרויקט המוקם עליהם (לרבות של צדדי ג' - בעלי הקרקע, ככל שמדובר בעסקה בה היזם אינו בעל הקרקע עליה נבנה הפרויקט). נכסים אלו משועבדים במקביל גם למבטח, להבטחת פוליסות חוק המכר והערבויות. בין החברה לכלל ביטוח קיים הסכם בין מממנים המגדיר את אופן מימוש הבטחות במקרים של הפרת הסכם המימון ע"י היזמים. הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו כלכליים המשפיעים על הביקושים, רמת התחרות והיצבות בענף.

הענף מורכב ממגוון גופים המעניקים אפשרויות מימון שונות למגזר ייזום נדל"ן למגורים, וכולל בין היתר, קרנות מימון מוסדיות ופרטיות, בנקים, חברות ביטוח וחברות מימון המספקות ליווי פיננסי מלא לפרויקט וכן מימון על ידי גיוסי חוב משוק ההון. נציין, כי במוצר המרכזי של מכלול נדל"ן, העמדת ליווי פיננסי מלא, ישנה תחרות מצומצמת של גורמים חוץ בנקאים (מרבית הגופים החוץ בנקאים עוסקים

רק בהשלמת הון (מזנין) ולא בליווי פיננסי מלא) ובתחום ליווי פיננסי מלא בתחום של תמא 38 חיזוק, התחרות אף מצומצמת עוד יותר מאחר וחלק מהבנקים אינם פעילים בתחום.

מכלול צמיחה מעמידה אשראי לחברות (בארץ ובעולם) באמצעות חוב מורכב, בעיקר למטרות צמיחה וניצול הזדמנויות של החברה הלווה, כגון מימון רכישת אמצעי שליטה, מימון מגובה נכסים, שינוי ואופטימיזציה מבנה הון/חוב הקיים בתאגיד הלווה ועוד. על פי רוב, המימון המועמד בתחום פעילות זה הינו מימון לטווח בינוני-ארוך, ומהווה מבחינת החברה הלווה בדרך כלל תחליף לגיוס אקוויטי ולא תחליף לאשראי בנקאי, אם כי הוא מגובה בבטחונות (חלקיים על פי רוב), כגון שיעבוד שוטף על פעילות הלווה, שיעבוד ספציפי על נכסי הלווה ו/או נכסים פרטיים של בעלי שליטה בלווה, שיעבוד על מניות החברה הלווה וכיוצ"ב. תקופת המימון המקובלת בפעילות מימון חוב מורכב הינה 3-7 שנים, כאשר המח"מ הממוצע בתיק הקיים של פעילות זו עומד על כשנתיים. בתמורה להתחייבות להעמדת האשראי כאמור והעמדתו בפועל, מקבלת מכלול צמיחה ריבית קבועה או משתנה וכן עמלות שונות, לרבות תשלומים המכונים "קיקר" המשולמים בקרן אירועים חייביים ו/או השגת יעדים אשר נקבעו בסכם ההלוואה. בחלק מהמקרים מקבלת מכלול צמיחה גם אופציות לרכישת מניות בחברה הלווה בתנאים מסוימים. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון גבוה נוכח פרופיל תיק הלקוחות המאופיין בחברות בצמיחה אשר, לרוב, במועד ההלוואה קיים סיכון גבוה ליכולת החברות לשרת את לוח הסילוקין של האשראי המועמד עבורן על ידי מכלול צמיחה.

חסמי הכניסה העיקריים לענף זה כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון וידע בפעילות מימון חוב מורכב על שלל צורותיו, הבנה עסקית ויכולות לבצע קבלת החלטות נכונה ביחס להעמדת ההלוואות, לגלות גמישות בניהול העסקה תוך הכרה של המצבים המשתנים בשוק ובחיי הלוואה, ניהול תיקי הלוואות ויכולת להתמודד עם סיטואציות של כשל אשראי.

הענף מורכב ממגוון גופים העשויים לשמש תחליף לשירות אותו מעמידה מכלול צמיחה, ובפרט, קרנות השקעה פרטיות המעניקות מימון מסוג זה, זרועות ההשקעה הריאליות של הבנקים, גופי מימון חוץ בנקאיים ומימון על ידי גיוס חוב משוק ההון. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף.

בשנים האחרונות עבר ענף המימון החוץ-בנקאי אסדרה שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, אשר חלקים ממנו נכנסו לתוקף ביולי 2017. במסגרתו, בין היתר, נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי וחוק מוסדי בישראל, הכולל משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקח על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון. הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה יובילו לייצוב ולחיזוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. מנגד, חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, לצד השלכות משבר הקורונה, עלולים להערכתנו להוות גורם שלילי על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהמשבר הכלכלי.

פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודלה של החברה

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות, כפי שמשתקף בצמיחת תיק האשראי ברוטו⁵ של כ- 206% בממוצע שנתי בין השנים 2019-2021. גידול זה נבע, בין היתר, מרכישת תיק האשראי של קרן תמוז בחודש אוגוסט 2021. כך, נכון ליום 31 בדצמבר 2021 עמד תיק האשראי ברוטו על כ- 675 מיליון ₪. יחד עם זאת, תיק האשראי ברוטו של החברה ירד במעט במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022, כתוצאה מהיקף פירעונות בתיק, כך שנכון ליום 31 במרץ 2022, עמד תיק האשראי ברוטו על כ- 669 מיליון ₪, המשקף קיטון של כ- 1% ביחס ליום 31 בדצמבר 2021. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה הולם לדירוג נוכח גודלה של החברה, כפי שמשתקף בהיקף תיק האשראי.

יתרת תיק האשראי של תחום פעילות הנדלן של החברה (העמדת חוב בכיר ו/או חוב נחות) ליום 31 במרץ 2022 הינה כ- 382 מיליון ₪, וזאת באמצעות מימון של כ- 130 פרויקטים, כאשר לקוחותיה הינם יזמים. כמו כן, לאותו היום, היקף תיק האשראי וההשקעות של מכלול צמיחה עמד על כ- 282 מיליון ₪, וזאת באמצעות העמדת מימון לכ- 23 לקוחות שונים.

⁵ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי ונכס פיננסי בשווי הון

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי לעליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. יחד עם זאת, אנו מניחים צמיחה בתיק האשראי בשנות התחזית וזאת על אף חשיפה להאטה אפשרית בפעילות העסקית במשק ולתנודות בקצב מכירת דירות וכתוצאה מכך צפי לירידה בהתחלות בנייה חדשות, כאשר עליית הסיכון תוביל לשמרנות גבוהה יותר באישור עסקאות. אנו מעריכים כי אף שצפויה להיות האטה בקצב מכירת דירות בטווח הקרוב, הביקוש הקשיח ימשיך להוביל את חוזק ויציבות ענף ייזום למגורים לאורך זמן. כך, תיק האשראי נטו יצמח להערכתנו בקצב גבוה יחסית, בטווח שבין 17%-20% בשנה.

פרופיל הסיכון מוגבר נוכח ריכוזיות ענפית ולקוחות ומח"מ תיק אשראי ארוך יחסית

מרבית ההלוואות שמעמידה החברה ללקוחותיה הינן לתקופה של שנתיים עד שבע שנים וזאת כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים, המעמידים אשראי לטווח קצר, ומגוף מוסדי המעמיד אשראי לחברה לטווח בינוני. לאור זאת, להערכתנו, מח"מ הנכסים של החברה אינו תואם את מח"מ ההתחייבויות של החברה. אנו סבורים, כי מח"מ הנכסים הבינוני עד ארוך של החברה עלול להגביל את הגמישות הפיננסית והחיתומית כנגד השינוי בסיכון הלקוחות, ובפרט בתקופת משבר. כמו כן, פרופיל הסיכון מושפע מריכוזיות ענפית גבוהה, עם חשיפה לענף הנדל"ן המאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה ונתון לחשיפה גבוהה למשתנים מאקרו כלכליים ולפעילות הכלכלית במשק. כמו כן, להערכתנו, לחברה תיק לקוחות ריכוזי עם פיזור נמוך יחסית המתבטא בשיעור החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה שעמד על כ-40.8% מהיקף תיק האשראי של החברה ליום 31 בדצמבר 2021, כאשר הלקוח הגדול ביותר היווה כ-6.4% מתיק האשראי לאותו המועד.

רווחיות החברה הולמת לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנה האחרונה, לאור גידול משמעותי בהיקף הפעילות. כך, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ-11.2% ברבעון הראשון של שנת 2022 (כ-9.1% בממוצע לשנים 2020-2021). כמו כן, שיעור עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמד על כ-3.6% ברבעון הראשון של שנת 2022 (כ-6.5% בממוצע לשנים 2020-2021). כנגזר, חל שיפור במרווח הפיננסי שעמד על כ-7.6% ברבעון הראשון של שנת 2022 (לעומת כ-2.6% בממוצע לשנים 2020-2021). יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה עמדו ברבעון הראשון של שנת 2022 על כ-4.2% וכ-5.6%, בהתאמה, ובשנת 2021 על כ-1.2% וכ-2.5%, בהתאמה. בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו מניחים שיפור משמעותי בהיקף ההכנסות של החברה ביחס לשנת 2021, וזאת תחת הנחה של צמיחה בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בתרחיש זה בטווח שבין 3.4%-3.8%, ו-5.0%-5.6%, בהתאמה, בשנות התחזית.

צפי ללחץ על מדדי הסיכון ואיכות הנכסים בשל עלייה בסיכון בשל הסביבה העסקית המאתגרת

נכון ליום 31 במרץ 2022, שיעור החובות הבעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו, עמד על כ-5.3% והינו סביר לדירוג. כמו כן, מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי של כ-0.2% בממוצע בין השנים 2020-2021 והכנסה של כ-0.1% (ברמה שנתית) ברבעון ראשון של שנת 2022. יתרת הפרשה מתיק האשראי עמדה על כ-0.2% ליום 31 במרץ 2022, וגוזרת יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים של כ-4.5% בלבד לאותו יום, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון בתיק. נכון ליום 31 במרץ 2022, מאז הקמתה, לחברה אין חובות אבודים, נתון אשר משפיע לחיוב על הדירוג. על פי נתוני החברה, נכון ליום 31 במרץ 2022, לטובת החברה עומדים בטחונות מטריאליים, לרוב שעבודים מדרגה ראשונה, על נכסים בשיעור ניכר מסך תיק האשראי ברוטו, לצורך הבטחת חובם של לקוחות שונים, אשר תומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובאיכות הנכסים.

אנו סבורים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של לקוחותיה של החברה, וזאת על רקע ההשלכות הכלכליות כתוצאה ממשבר הקורונה ומהסביבה המאקרו כלכלית השוררת במשק, כאשר האטה אפשרית בפעילות העסקית ותנודתיות בקצב מכירות הדירות והתחלת בנייה עלולה להוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של היזמים למגורים הפועלים בענף. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי נובע מריכוזיות ענפית גבוהה, העלולה לפגוע בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח המאפיינים ההומוגניים של ענף זה.

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי, אשר ינוע בטווח של 0.7%-0.9%, זאת לאור הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענפי הפעילות ועלייה ביתרת הפרשה לתיק אשראי. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי אשר ינוע בטווח של 6%-7% ובשיעור החובות האבודים מסך התיק שינוע בטווח של 0.6%-0.8%.

רמת מינוף בולטת לטובה ביחס לדירוג, התומכת ביכולת ספיגת ההפסדים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן ליום 31 במרץ 2022, אשר עמד על כ-24.7% (לעומת כ-23.3% ליום 31 בדצמבר 2021) ונתמך על ידי גיוס הון במהלך שנת 2021 וכן בניית כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים. חברות הבנות (מכלול נדלן ומכלול צמיחה) נדרשות לעמוד באמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף בהן התחייבו לשמור, בין היתר, על יחסי מינוף מול הגופים הממנים, כאשר אלו שומרות על מרווח סביר מדרישות אלו. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות בשנות התחזית כתוצאה מצבירת רווחים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 30% מסך הרווח הנקי, לצד צמיחה בפעילות החברה, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה יעמוד בטווח של כ-22%-23%.

לחברה מגוון מקורות מימון הולם ופרופיל נזילות בולט לחיוב ביחס לדירוג; מנגד, קיימת אי התאמה בין מח"מ הנכסים

למח"מ מקורות המימון

מבנה המימון הקיים מתאפיין בהעמדת מימון ליזמים ולחברות בצמיחה לטווח בינוני עד ארוך (שנתיים עד שבע שנים), כאשר מקורות המימון של החברה נתמכים על ידי מסגרות חתומות משלושה בנקים בהיקף כולל של כ-720 מיליון ₪, המעמידים אשראי לטווח קצר, ומגוף מוסדי בסך של כ-130 מיליון ₪, המעמיד אשראי לחברה לטווח בינוני. מקורות מימון אלו משקפים מח"מ קצר יותר ממח"מ התיק של החברה, דבר העלול להעיב על הגמישות הפיננסית של החברה ויכולת ההתאמה של מח"מ הנכסים שלה עם מח"מ מקורות המימון.

כמו כן, מידורג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 במרץ 2022, לחברה אין נכסים מטריאליים משועבדים ועל כן פרמטר זה בולט לחיוב ביחס לדירוג.

בנוסף, אנו מעריכים, כי החברה וחברות הבנות ישמרו מרווח סביר ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות, בין היתר, לרמת המינוף ולהיקף ההון.

שיקולים נוספים לדירוג

חלק ניכר מתמהיל פעילות החברה הינו הלוואות לעסקים עם סיכון מוגבר; מנגד, שיעור בטוחות מהותי מתיק האשראי

מהווה גורם תומך ביכולת השבת הכנסות של החברה

אנו מביאים בחשבון בדירוג את פרופיל סיכון הפעילות של מכלול צמיחה המוערך על ידנו כגבוה. יחד עם זאת, החברה נשענת על שיעור בטוחות מדרגה ראשונה בשיעור מהותי מסך תיק האשראי של החברה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידורג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. כמו כן, מידורג אינה מניחה חשיפה מהותית לסיכונים מממשל תאגידי.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2022			
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]	תת פרמטר	פרמטר
Baa.il	-	Baa.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות
Baa.il	-	Baa.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי
Ca.il	-	Ca.il	-	ריכוזיות תיק האשראי	פרופיל סיכון
Baa.il	-	Baa.il	-	ניהול סיכונים	
Aa.il	3.8%-3.4%	Aa.il	4.2%	רווח נקי לממוצע נכסים	רווחיות
A.il	5.6%-5.0%	Aa.il	5.6%	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	
A.il	7.0%-6.0%	A.il	5.3%	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	איכות נכסים
Aa.il	0.8%-0.6%	Aaa.il	0.0%	חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	
Aa.il	23%-22%	Aa.il	24.7%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון
Aaa.il	>300%	Aaa.il	-	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות
Aaa.il	0%	Aaa.il	0%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	
A.il	7	A.il	6	מגוון מקורות מימון	
Ba.il	-	Ba.il	-	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

דוחות קשורים

[דירוג חברות מימון - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2021](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

25.05.2022

שם יוזם הדירוג:

מכלול מימון בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מכלול מימון 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 וליסכנוי 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>