

בול מסחר והשקעות בע"מ

דירוג ראשוני | דצמבר 2021

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח

אנליסט - מעריך דירוג ראשי

amit.federman@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

itay.navarra@midroog.co.il

בול מסחר והשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2.il	דירוג מנפיק
------------------	---------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa2.il לבול מסחר והשקעות בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אודות החברה

בול מסחר והשקעות בע"מ התאגדה ונרשמה בישראל ביום 17 ביולי 1983 כחברה פרטית בעירבון מוגבל. ביום ה-15 ביוני 2021 ביצעה החברה הנפקה ראשונה לציבור ורישום למסחר וכעת הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ. למועד הדוח בעלי המניות בחברה הינם: בכור רונן (כ- 71.58%) אשר הינו בעל השליטה בחברה ומשמש כיו"ר הדירקטוריון, עשור אדזה (כ- 3.75%) המשמשת כמנכ"לית ודירקטורית בחברה והיתרה ע"י הציבור. החברה מתמחה בתחום הפיננסיים בדגש על מימון חוץ בנקאי. החברה מעניקה ללקוחותיה השונים מגוון פתרונות אשראי, בדגש על ניכיון ממסרים דחויים תמורת עמלה משתנה הנקבעת בין החברה ובין אותו לקוח בהתאם לפרמטרים שונים ובמתן הלוואות ללקוחות פרטיים ולחברות על דרך הניכיון של ממסרים דחויים, לכל מטרה, אשר מגובות לרוב בבטוחות נדל"ן. בחודש יולי 2020 הוענק לחברה רישיון מורחב למתן אשראי ע"י הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון. תוקפו של הרישיון הינו עד ליום 31 בדצמבר 2021. לפני קבלת הרישיון מרשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, פעילות החברה הייתה בכפוף להוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו 2016.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה; פרופיל עסקי אשר עודנו נמוך יחסית ומוגבל נוכח תיק אשראי קטן יחסית, ביחס למתחרות בענף. פרופיל הסיכון נתמך במח"מ תיק קצר יחסית, אולם עודנו מוגבל נוכח פיזור מושכים נמוך יחסית, ריכוזיות ענפית וסיכון אנשי מפתח; רווחיות החברה הינה בולטת לחיוב ביחס לדירוג ונתמכת בצמיחה המהירה בתיק האשראי ובמרווח פיננסי גבוה יחסית, וזאת למרות עלות מקורות גבוהה יחסית אך במגמת ירידה. עם זאת, ישנה שחיקה מתמשכת במרווח הפיננסי מעלייה ברמת התחרות בענף; איכות הנכסים סבירה לדירוג, אולם צפוי המשך לחץ מסוים על מדדי הסיכון בשל הסביבה העסקית המתגברת וריכוזיות גבוהה יחסית לענף הנדל"ן, בדומה לחברות דומות בענף, המהווה מוקד סיכון מרכזי בתיק, אשר עלול לפגום משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייני ההומוגניות; לחברה יחס מינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג נוכח הנפקת הון מחודש יוני 2021 ובנייה מתמשכת של כרית ההון התומכת בספיגת הפסדים בלתי צפויים, עם מרחק רחב יחסית מהקובצנטים הבנקאיים; לחברה מגוון מקורות מימון הולם לדירוג הנתמך בקווי אשראי חתומים משלושה תאגידים בנקאיים. עם זאת, פרופיל הנזילות של החברה הינו נמוך מאוד ביחס לדירוג. נציין כי מח"מ התיק הקצר, תומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר כרית נזילות משמעותית בעת הצורך, תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המשבר הכלכלי הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. עם זאת, לאור אסטרטגיית החברה, המינוף המאזני הנמוך והמרחק הרחב יחסית מיחס המינוף הנדרש על-ידי הגופים הבנקאיים, אנו צופים המשך שיעור צמיחה גבוה בתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 85%-45%. בנוסף, אנו צופים עלייה בשיעורי הכשל לצד גידול בשיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק אשראי ביחס לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים¹ לתיק אשראי ברוטו בטווח של 12%-11% ושיעור חובות אבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו אשר ינוע בטווח של כ- 0.3%-0.0%. לאור האמור לעיל, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2020, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה² ינועו בטווח שבין 4.8%-4.5% ו- 7.0%-5.9%, בהתאמה, אשר בולטים לטובה ביחס לדירוג ותומכים בהמשך בניית כרית ההון. אנו צופים כי היקף הכרית ההונית בשנתיים הקרובות ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים,

¹ המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת ההפרשה הכללית בגין תיק האשראי בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגין הפרשה ספציפית וכן חובות בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים.

² רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה יעמוד בטווח של 27%-33%. בנוסף לשיקולים לעיל, סיכון אנשי מפתח היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג.

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. נציין כי בשלב זה עדיין קיימת אי ודאות בנוגע להתאוששות המשק בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, ובכך על ההשלכות האפשריות על הסביבה הכלכלית, ענף המימון החוץ בנקאי והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות ותיק האשראי
- שיפור משמעותי באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה משמעותית בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגום ברווחיות החברה
- פגיעה בגמישות הפיננסית המתבטאת בנגישות למקורות המימון ובעליית מינוף מהותית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

בול מסחר והשקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪:

2019	2020	30.09.2020	30.09.2021	
456	1,493	1,726	6,532	מזומנים ושוי מזומנים
88,505	97,843	90,119	159,059	אשראי ללקוחות, נטו
542	715	601	951	יתרת הפרשה להפסדי אשראי
65,139	72,938	66,357	107,607	חוב פיננסי [1]
89,495	102,092	94,635	168,409	סך נכסים במאזן
22,817	27,831	26,834	59,913	הון עצמי

12,774	9,909	7,920	9,759	הכנסות מימון, נטו
(121)	(415)	(324)	61	הוצאות (הכנסות) להפסדי אשראי
7,456	3,881	3,168	4,587	רווח נקי
9,571	4,871	4,049	5,357	רווח לפני מס והוצאות (הכנסות) להפסדי אשראי

15.2%	8.7%	9.8%	8.5%	מרווח פיננסי [2]
25.5%	27.3%	28.4%	35.6%	הון עצמי / סך נכסים
9.8%	4.1%	4.6%	4.5%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
12.5%	5.1%	5.9%	5.3%	רווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי / נכסים ממוצעים
0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	יתרת הפרשה להפסדי אשראי / אשראי ללקוחות ברוטו*
(0.2%)	(0.4%)	(0.5%)	0.1%	הוצאות (הכנסות) הפרשה להפסדי אשראי / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

[1] חובות לבנקים, חובות לספקי מימון והתחייבות בגין חכירה החל משנת 2019
 [2] הכנסות מימון ביחס לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון ביחס לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה). על פי חישובי החברה, המרווח בפועל הינו גבוה יותר
 * תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל ריכוזיות ענפית ופרופיל הלקוחות וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, המאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה לרגולציה ולמגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיצבות בענף, כאשר לחברה קיים רישיון מורחב למתן אשראי, בכפוף לתנאים והגבלות המקובלים בענף, עד ליום 31 בדצמבר 2021. רמת התחרות מושפעת הן מהמערכת הבנקאית (כ- 95% מהתחום מממן ע"י המערכת הבנקאית, בדגש להלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME), והן ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בנוסף לכך, הענף מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה ונדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. כמו כן, הענף מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה אשר ממותן כאשר מועמדות בטוחות. התפרצות נגיף קורונה, הניסיונות למגרו והמשבר הכלכלי שנלווה לכך משליכים על עליית הסיכון העסקי בענף המימון החוץ בנקאי, נוכח פגיעה במחזוריות העסקית הן בצד הביקוש למוצרים ושירותים והן בצד ההיצע. הדבר ניכר לאור עלייה בשיעור השיקים החוזרים בשיא תקופת המשבר, ונוכח עלייה במספר אירועי חדלות פירעון. מנגד, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים כרית הון עצמי ונגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיצבות בענף. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת 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 ולחזוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. בנוסף, הקשחת התנאים לקבלת רישיון ע"י רשות שוק ההון עשויה להערכתנו להקטין את מספר הגופים הפועלים בענף (בפרט הקטנים), באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף בשנת 2019, צפוי להקטין אסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם

סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש מקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים, מגביר את שכיחות הכשלים ופוגע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה, אשר תגרום לפגיעה באיתנות הפיננסית והנזילות של לקוחות הענף ושל המושכים.

הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בקוטנו של תיק האשראי ובריכוזיות גבוהה בתמהיל התיק, יחד עם זאת תיק האשראי של החברה מציג צמיחה משמעותית

החברה פועלת בתחום פעילות שעיקרו מתן אשראי כנגד תשלום במסגרת דחויים עצמיים תוך שהאשראי כאמור מובטח לרוב בשעבודי נדל"ן וכן במתן אשראי כנגד קבלת מסגרת דחויים שנכתבו על ידי צדדים שלישיים המוסבים לטובת החברה (ניכיון שיקים) באופן ישיר או באמצעות נותני שירותי אשראי מורשים אחרים. היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בין השנים 2018-2019 (בשיעור של כ- 48% בתיק האשראי ברוטו³), כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2019, עמד תיק האשראי ברוטו על כ- 89 מיליון ₪. המשבר הכלכלי במשק על רקע התפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגר, וטיוב תיק הלקוחות של החברה במחצית הראשונה של שנת 2020 בשל עליית סיכון האשראי של הלקוחות, הובילו להאטת הצמיחה בשנת 2020 ואף לקיטון בשיעור של כ- 6% בתיק האשראי ברוטו, במחצית הראשונה של שנת 2020 ביחס ליום 31 בדצמבר 2019. יחד עם זאת, במהלך החציון השני של שנת 2020, הציגה החברה צמיחה בהיקף תיק האשראי של כ- 18% וצמיחה שנתית במהלך שנת 2020 של כ- 11%. בנוסף, במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 הציגה החברה צמיחה גבוהה של כ- 62% בתיק האשראי ברוטו כך שנכון ליום 30 בספטמבר 2021, עמד התיק על סך של כ- 160 מיליון ₪.

אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה עודנו מוגבל נוכח תיק אשראי קטן יחסית, ביחס למתחרות בענף, המשליך על פוטנציאל יצור ההכנסות. בנוסף, לחברה מודל פעילות ריכוזי הכולל בעיקר ניכיון שיקים מסחריים מובטח לרוב בשעבודי נדל"ן, תוך חשיפה משמעותית למרווח פיננסי וללא מרכיב הכנסות תפעוליות מהותי. מודל הפעילות של החברה כולל עבודה בעיקר מול לקוחות קצה נכון ליום 30 בספטמבר 2021, כאשר לאותו היום עשרת הלקוחות בעלי יתרות החוב הגדולים של החברה היוו כ- 30.1% מתיק האשראי (שיעור סביר ביחס לקבוצת השוואה⁴) וזאת לעומת שיעור של כ- 71.5% ליום 31 בדצמבר 2018. השבת ההכנסות של החברה מתבססת על נהלי חיתום קפדניים אשר מסננים לקוחות בעלי איכות אשראי ירודה, שיעור ניכר של בטוחות נדל"ן בגין מתן הלוואות ללקוחות פרטיים ולחברות על דרך הניכיון של מסגרת דחויים לכל מטרה, מוניטין שצברה החברה בשנות פעילותה בשוק, הכוללת ניסיון רב והיכרות רחבה עם הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המשבר הכלכלי הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. עם זאת, לאור אסטרטגיית החברה, המינוף המאזני הנמוך ומהרחק הרחב יחסית מיחס המינוף הנדרש על-ידי הגופים הבנקאיים, אנו צופים המשך שיעור צמיחה גבוה בתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 45%-85%.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ תיק קצר יחסית, אולם מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית ופיזור מושכים נמוך יחסית

לחברה פיזור מושכים נמוך יחסית, כך 10 המושכים בעלי יתרות החוב הגדולות ביותר מהווים כ- 27.1% מתיק המושכים ליום 30 בספטמבר 2021 וכ- 78.8% מההון העצמי לאותו מועד, אך במגמת שיפור לעומת ה- 31 בדצמבר 2020 (כ- 42.8% וכ- 150% בהתאמה). ניהול הסיכונים נתמך במספר מעגלי בקרה בהם מנגנון חיתום, ניטור ומעקב. כאשר הנהלת החברה דואגת, בין היתר, כי סך הלוואה למושך לא תעלה על 5% מיתרת תיק הלקוחות ושהלוואה ללקוח לא תעלה של שיעור של 7% מיתרת תיק הלקוחות. בנוסף, החברה דואגת כמדיניות כי במתן אשראי על דרך הניכיון המובטח בבטוחות נדל"ן סך המימון לא יעלה על 60% משווי הנכס (בהתאם לתשקיף החברה, לרוב, מקדם הביטחון הוא 50% עד 60% משווי הנכס). אולם, לחברה אין פונקציית ניהול סיכונים נפרדת ונכון למועד הדוח גם לא מכהן בחברה מבקר פנים. לדברי החברה, היא פועלת למנות דח"צ נוסף, בכפוף לאישור אסיפת בעלי המניות

³ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

⁴ בהתבסס על דו"חות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות בתחום מימון למגזר העסקים הקטנים והבינוניים

של החברה, ולאחר מכן תקום ועדת ביקורת וימונה מבקר פנים בחברה. נציין כי חברת אסדרה ליווי וייעוץ פיננסי בע"מ משמשת כקצין הציות בחברה.

תיק האשראי של החברה מאופיין בריכוז ענפי גבוה (בדומה לענף), כאשר, נכון ליום 30 בספטמבר 2021, החברה חשופה בעיקר לענף הנדל"ן (כ- 50%), המאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפע ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי הינו קצר, כ- 54% מתיק האשראי נפרע תוך 90 יום, וצפוי לאפשר גמישות ניהולית וחיתומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי עלות המימון.

רווחיות החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג ותומכת בפוטנציאל בניית כרית ההון

רווחיות החברה בולטת לחיוב ביחס לדירוג והינה הולמת לענף, והיא הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות וממרווח פיננסי גבוה יחסית. עם זאת, ישנה שחיקה מתמשכת בשיעור הכנסות המימון לתיק האשראי וכתוצאה מכך במרווח הפיננסי, הנובעת מעלייה ברמת התחרות בענף וכתוצאה מגידול חלקן של הלוואות על דרך ניכיון מובטחות בבטוחות נדל"ן מסך התיק לאורך השנים (כ- 83.8% ליום 31 בדצמבר 2020, לעומת כ- 47.3% ליום 31 בדצמבר 2018), כך שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ- 13.7% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 (כ- 17.8% בשלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2021) ועל כ- 15.7% בשנת 2020 (לעומת כ- 22.4% בשנת 2019 וכ- 23.9% בשנת 2018). עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ- 7.0% בשנת 2020 (כ- 5.2% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 וכ- 5.5% בשלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2021) ובספטמבר 2021, ונמצאת במגמת ירידה (לעומת כ- 7.1% בשנת 2019 וכ- 8.9% בשנת 2018). לפיכך, המרווח הפיננסי נשחק ועמד בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 על כ- 8.5% (כ- 12.3% בשלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2021) ועל כ- 8.7% בשנת 2020 לעומת ממוצע של כ- 15.1% בין השנים 2018-2019. כנגזר מכך, התשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה עמדו בשנת 2020 על כ- 4.1% וכ- 5.1%, בהתאמה, ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 בגילום שנתי על כ- 4.5% וכ- 5.3%, בהתאמה, והינם בולטים לחיוב ביחס לדירוג.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2020, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי ושמירה על המרווח הפיננסי של החברה. להערכתנו, המרווח הפיננסי יושפע הן מירידה מתונה בריבית ללקוחות החברה, נוכח רמת התחרות בענף, והן מהשפעת הוזלת מקורות המימון של החברה בתקופה האחרונה. כתוצאה מהאמור לעיל אנו צופים כי התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 4.5%-4.8% ו- 5.9%-7.0%, בהתאמה.

על רקע משבר הקורונה חלה עלייה במדדי הסיכון, אולם בעקבות התמתנות בסיכון, איכות הנכסים צפויה להיות טובה ביחס לדירוג

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון סבירה לדירוג, אולם בשנת 2020 חלה הרעה באיכות הנכסים על רקע המשבר הכלכלי שנבע מהתפשטות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגר, כפי שמשקף ביחס בין סך החובות הבעייתיים לסך תיק אשראי הלקוחות ברוטו אשר שיעורו עמד על כ- 12.8% ליום 31 בדצמבר 2020, לעומת כ- 6.6% ליום 31 בדצמבר 2019. עם זאת, נכון ליום 30 בספטמבר 2021, חלה ירידה ביחס סך החובות הבעייתיים לסך תיק אשראי הלקוחות ברוטו ושיעורו עמד על כ- 11.2%. יחס זה הינו בולט לשלילה ביחס לדירוג וביחס לחברות בענף. עם זאת, מאפייני תיק האשראי גוזרים יחס בין ההוצאה להפסדי אשראי לסך תיק אשראי הלקוחות ששיעורו נמוך בתשעת החודשים הראשונים של 2021 ומסתכם בכ- 0.1% (בגילום שנתי) ואף הכנסות בגין הפסדי אשראי ביחס לסך תיק אשראי הלקוחות בשנים 2019-2020 בשיעור ממוצע של כ- 0.3%, לאור גביית חוב אשר נמחק בשנת 2016. נכון ליום 30 בספטמבר 2021, יתרת הפרשה לתיק האשראי עמדה על כ- 0.6% בלבד, וכנגזר מכך, יחס כיסוי יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים כנגד חובות בעייתיים בולט לרעה ביחס לדירוג, ועומד על כ- 6% לאותו יום, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון הצפוי בתיק. עם זאת, נציין כי החברה דואגת כמדיניות כי במתן אשראי על דרך הניכיון המובטח בבטוחות נדל"ן סך המימון לא יעלה על 60% משווי הנכס (בהתאם לתשקיף החברה, לרוב, מקדם הביטחון הוא 50% עד 60% משווי הנכס). בנוסף, אנו בוחנים את היחס בין סך החובות האבודים לסך תיק אשראי הלקוחות ברוטו, כאשר לחברה לא היו חובות אבודים בשנים האחרונות. לפיכך, יחס זה הינו בולט לטובה ביחס לדירוג ומהווה גורם תומך לאיכות תיק האשראי של החברה. אנו סבורים כי מוקד סיכון מרכזי בתיק, נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענף הנדל"ן (כ- 50% מיתרת הלקוחות וכ- 133% מהון העצמי של החברה, נכון ליום 30 בספטמבר 2021), בדומה

לחברות דומות בענף, העלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסדים בלתי צפויים נוכח המאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת לצד אי וודאות אודות השלכות התפשטות נגיף הקורונה על הפעילות הכלכלית, ומצב התעסוקה במשק. כך, אנו צופים המשך גידול בשיעור יתרת ההפרשה ביחס לתיק האשראי שתנוע בטווח של 0.7%-0.8% בטווח התחזית, לצד שיעור הוצאות להפסדי אשראי מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 0.3%-0.7% בשנים אלו. כמו כן, אנו צופים עלייה בשיעור החובות האבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו אשר ינוע בטווח של כ- 0.3%-0.0% ושיעור חובות בעייתיים אשר ינוע בטווח של 11%-12%.

מינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים ובקצב בצמיחה המואץ של החברה

החברה מתאפיינת במינוף מאזני בולט לחיוב לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ- 35.6% ליום ה-30 בספטמבר 2021 ונתמך על ידי בניית כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים בניכוי חלוקת דיבידנדים של החברה בשנים האחרונות (לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה החברה תחלק מדי שנה, דיבידנד לבעלי מניותיה בשיעור של עד 50% מהרווח הנקי של החברה, לאחר מס, בגין השנה שנסתיימה) והנפקת הון מחודש יוני 2021. למרות מדיניות החלוקה לעיל, לצורך המשך הגדלת הכרית ההונית ותמיכה ביכולת המשך הצמיחה הגבוהה של החברה, החברה לא חילקה דיבידנדים החל מהרבעון האחרון של שנת 2019. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות בגין המימון ובהן יחס הון למאזן, כאשר לחברה מרחק רחב יחסית מהקובנט⁵. אנו צופים כי היקף הכרית ההונית בשנתיים הקרובות ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים, כאשר יחס המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה יעמוד בטווח של 27%-33%.

לחברה מגוון מקורות מימון הולם לדירוג; מנגד, פרופיל הנזילות נמוך ביחס לדירוג

נכון למועד הדוח, לחברה מגוון מקורות מימון הכוללים מסגרות אשראי חתומות משלושה בנקים, קווי אשראי מספקי מימון חוץ בנקאי, וכן היא עשויה לגייס אג"ח בעתיד. נכון ליום 30 בספטמבר 2021, המימון מהתאגידים הבנקאיים כולל מסגרות אשראי חתומות והלוואות בהיקף כולל של כ- 50 מיליון ₪ (150 אלף ₪ בלבד אינם מנוצלים לאותו היום ואשראי מספקי מימון חוץ בנקאיים בהיקף כולל של כ- 55 מיליון ₪ (אשר מנוצלים במלואם).

אנו מעריכים כי גיוס עתידי של אגרות החוב יאפשר לחברה לגוון את מקורות המימון שלה, לפרוע את קווי האשראי בעלי עלויות מימון יקרות ובכך להוזיל את עלות המימון הכוללת של החברה. יחד עם זאת, מדיניות שמירה על נזילות של החברה אינה מספקת, היא שומרת על היקף זניח של יתרות פנויות במסגרות האשראי החתומות שלה מול הגופים הבנקאיים וכן יתרות המזומן שהיא שומרת הינן מינימאליות ועל כן צרכי שירות החוב בעקבות גיוס האג"ח הצפוי, עלולים להערכתנו, להעיב על פרופיל הנזילות של החברה, כפי שמשקף באמצעות יחס היתרות הנזילות⁶ לתשלומי החוב (קרן) ל-12 חודשים הקרובים, אשר הינו נמוך מאוד ביחס לדירוג. מנגד, נציין, כי תיק הלקוחות מאופיין במח"מ קצר יחסית כאמור (נכון ליום 30 בספטמבר 2021 כ- 54% נפרע תוך 90 ימים), התומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם לתקופה מוגבלת בזמן ותוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. 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 30 בספטמבר 2021, יחס זה עמד על כ- 39% והינו הולם ביחס לדירוג. בנוסף, המרחק הרחב יחסית של החברה מאמת המידה הפיננסית הבנקאית של יחס הון למאזן, תומך גם הוא בגמישות הפיננסית של החברה.

⁵ סכום ההון העצמי המוחשי של החברה לא יפחת בכל עת שהיא מסכום השווה לשיעור של 20% מסך המאזן המוחשי של החברה
⁶ יתרות הנזילות כוללות מזומנים ושוי מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופנויות מול המערכת הבנקאית

שיקולים נוספים לדירוג

תלות מהותית באנשי מפתח

אנו סבורים כי לחברה מבנה הנהלה ודירקטוריון צר וכי לחברה תלות בבעל השליטה של החברה המתפקד גם כיו"ר הדירקטוריון. בנוסף, אנו סבורים כי לחברה ישנה תלות במנכ"לית החברה, אשר משמשת גם כדירקטורית ואשר הינה הבעלים של משרד עו"ד המספק שירותי גבייה לחברה. אנו סבורים כי המבנה לעיל, ותלות החברה באנשי המפתח עלול להשפיע על הממשל התאגידי, פרופיל הסיכון והפרופיל העסקי של החברה. שיקול זה היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג.

מטריצת הדירוג:

תחזית מידרוג [1]		ליום 30.09.2021			
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה
פרופיל עסקי	ענף פעילות	סיכון ענפי	-	Baa.il	-
	פרופיל עסקי	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	-	Ba.il	-
	פרופיל סיכון	ריכוזיות תיק האשראי	-	B.il	-
		ניהול סיכונים	-	Ba.il	-
פרופיל פיננסי	רווחיות	רווח נקי לממוצע נכסים	4.5%	Aa.il	4.5%-4.8%
		רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	5.3%	A.il	5.9%-7.0%
	איכות נכסים	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	11.2%	B.il	11%-12%
		חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	0%	Aaa.il	0.0%-0.3%
דירוג נגזר	הלימות ההון	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	35.6%	Aaa.il	27%-33%
	מימון ונזילות	יחס כיסוי הנזילות	-	B.il	0%-10%
		נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	39%	A.il	~39%
	מדיניות פיננסית	מגוון מקורות מימון	3	Baa.il	3
דירוג בפועל		מדיניות פיננסית	-	Baa.il	-
דירוג נגזר		Baa2.il			
דירוג בפועל		Baa2.il			

[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

[חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

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 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 נגרם 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>