

לאומי קארד בע"מ

דירוג ראשוני | נובמבר 2018

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג - ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

לאומי קארד בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il(hyb)	כתבי התחייבות נדחים עם מנגנון חוזי לספיגת הפסדים (CoCo)

מידרוג קובעת דירוג מנפיק של Aa3.il ללאומי קארד בע"מ ("החברה"). בנוסף, קובעת מידרוג דירוג של A1.il(hyb) לכתב התחייבות נדחה עם מנגנון חוזי לספיגת הפסדים (CoCo) (סדרה ב'), שצפויה להנפיק החברה בהיקף של עד 200 מיליון ש"ח ע.ג. אופק הדירוג יציב.

התנאים העיקריים של כתבי ההתחייבות הנדחים (סדרה ב') הינם: 1. עומדים לפירעון בתשלום יחיד לאחר כ-10 שנים ועם אופציה של החברה לפירעון מוקדם לאחר כ-5 שנים; 2. מהווים מכשיר מוכר על-ידי הפיקוח על הבנקים כהון רובד 2 לצורך הכללתם בהון הפיקוחי של החברה; 3. נחותים לכל יתר ההתחייבויות שאינן מסוגן; 4. עומדים למחיקה מלאה או חלקית במקרה של ירידת יחס ההון העצמי רובד 1 מתחת ל-5%, ולמחיקה מלאה במקרה שיחליט המפקח על הבנקים על התקיימותו של אירוע מכונן לאי קיימות¹. במקרה של מחיקת קרן, קיימת אפשרות של ביטול מחיקת הקרן באופן חלקי או מלא, בהתאם לשיקול דעת החברה, עד לתקופה של 7 שנים ממועד המחיקה, בין אם חלף מועד הפירעון הסופי של כתב ההתחייבות הנדחה ובין אם לאו.

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, נקודת המוצא לדירוג ה-CoCo, הינו דירוג המנפיק אשר הינו עוגן לדירוג יתר התחייבויות ומשקף את הסיכון לכשל ולהערכתו מהווה אומדן טוב להסתברות ההגעה לטריגר החוזי וללא כל הנחה לתמיכה חיצונית. לאחר מכן מבוצעת התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים ומיקומו על סולם שבין חוב להון - בהתחשב במידת הנדחות המבנית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים על פי תנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הבנקים). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) מדירוג המנפיק של החברה לדירוג כתבי ההתחייבות הנדחים עם מנגנון ספיגת הפסדים (CoCo). הורדת הנוטש מגלמת את הנדחות המשפטית-חוזית ביחס ליתר התחייבויות החברה (למעט מכשירים שיוכרו ברובד 1 וההון העצמי) ומנגנון ספיגת הפסדים החוזי. בהתחשב בדירוג המנפיק, ברמת הלימות ההון הקיימת והצפויה להערכתנו גם ביחס לחסם הרגולטורי ובפרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית, אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נקודת אי הקיימות" הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

הדירוג ניתן למכשיר פיננסי שדורג לראשונה על ידי מידרוג.

אודות החברה

לאומי קארד בע"מ הינה חברת כרטיסי אשראי העוסקת בהנפקה, סליקה, תפעול כרטיסי אשראי ומתן פתרונות תשלום ומוצרים פיננסיים לרבות אשראי ללקוחות פרטיים ועסקיים. החברה הינה בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ ("בנק לאומי") (Aaa.il) באופק יציב) באמצעות לאומי שירותים פיננסיים בע"מ ולאומי אחזקות פיננסיות בע"מ, המחזיקות במאוחד 80% מהון המניות של החברה. יתרת הון המניות בשיעור של 20% מוחזקת על ידי קבוצת עזראלי בע"מ (Aa1.il באופק יציב). החברה הוקמה ביום 15 בפברואר 2000 והחלה את פעילותה העסקית ביום 15 במאי 2000. החברה מנפיקה כרטיסי אשראי במסגרת הסכמי הנפקה משותפת עם בנקים בישראל ("כרטיסים בנקאיים"). במסגרת הנפקת הכרטיסים הבנקאיים, לאומי קארד מנפיקה במשותף כרטיסי אשראי לבנק לאומי ולבנק מזרחי טפחות בע"מ ("בנק מזרחי טפחות"). בנוסף, מציעה החברה ללקוחות כל הבנקים ("לקוחות חוץ בנקאיים") כרטיסי אשראי ומוצרי אשראי שונים (כגון הלוואות לכל מטרה והלוואות ייעודיות למימון רכבים). חלק מכרטיסי האשראי ללקוחות חוץ בנקאיים מוצעים בשיתוף פעולה עם מועדוני צרכנות וגופים עסקיים שונים. כמו כן, החברה מציעה שירותי סליקה ומתן פתרונות פיננסיים לבתי עסק. החברה משקיעה משאבים משמעותיים לפיתוח פתרונות

¹ אירוע מכונן לאי קיימות: 1. הודעות המפקח על הבנקים שמחיקת הנייר הכרחית כדי להימנע מנקודת אי הקיימות. 2. מתן תמיכה חיצונית שבלעדיה החברה תגיע לנקודת אי הקיימות. נציין, כי המפקח על הבנקים טרם הגדיר את המונח "נקודת אי הקיימות".

בערוצים הדיגיטליים, בדגש על חדשנות טכנולוגית. חלק מהשירותים למחזיקי הכרטיס ולבתי עסק ניתנים באמצעות חברות הבנות: לאומי קארד אשראיים בע"מ, לאומי קארד פקדונות בע"מ ולאומי קארד ניכיונות בע"מ.

ביום 23 בינואר 2017 עבר במליאת הכנסת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל ("חוק שטרומ"). בהתאם להוראות החוק, בין היתר, בנק לאומי צפוי למכור בטווח הזמן הקצר את אחזקותיו בלאומי קארד. לחוק השלכות מהותיות על פעילותה של החברה, בין היתר בהיבטים של גיוס מקורות מימון (לרבות בקשר עם מגבלות בחוק הבנקאות (רישוי) ומגבלות מכוח הוראה 313 לעניין מגבלת לווה בודד בבנקים), ערוצי מכירה והפצה לפעילותה העסקית, התקשרות עם בנקים לצורך הנפקה והפצת כרטיסי חיוב ובתחום הסליקה בהיבט עבודה מול סולק מתארח ומאגדים.

בהתאם להוראות חוק שטרומ, בנק לאומי נדרש למכור את החזקותיו בלאומי קארד וזאת עד ליום 1 בפברואר 2020. בתום תהליך שקיים בנק לאומי ובחינת חלופות שונות ובעקבות אישור דירקטוריון בנק לאומי מיום 26 ביולי 2018, בנק לאומי יחד עם קבוצת עזריאלי, התקשרו בהסכם למכירת מלוא החזקותיהן בלאומי קארד ל- Warburg Pincus Financial Holdings (Israel LTD), תאגיד בשליטת קרן ההשקעות Warburg Pincus המנהלת נכסים בהיקף של כ- 45 מיליארד דולר, מתוכם כ- 11 מיליארד דולר הושקעו בגופים פיננסים שונים, כולל בחברות שעוסקות בתחום התשלומים.

התמורה שתשולם למוכרים עבור מלוא מניות לאומי קארד הינה 2.5 מיליארד ש"ח. למעט התאמה לחלוקת דיבידנד אם וככל שלאומי קארד תחלק דיבידנד לבעלי מניותיה בתקופה שעד למועד השלמת העסקה, סכום התמורה הינו ללא התאמות. ההסכם כולל נספח המתאר את עיקרי תנאי המימון שהבנק יאות להעניק ללאומי קארד, לצורך פעילותה השוטפת, לאחר השלמת העסקה, וזאת בהתחשב, בין היתר, בהקלות הרגולטוריות שניתנו על ידי בנק ישראל למימון חברות כרטיסי אשראי שיופרדו מהבנקים. מתן המימון בפועל כפוף להתקשרות בהסכם נפרד בין לאומי קארד לבין הבנק. הסכם המכירה כולל מספר תנאים מתלים ובכללם קבלת האישורים הרגולטוריים הנדרשים על פי דין. בין הצדדים נקבעה תקופה של שלושה חודשים לקיום התנאים המתלים, עם אפשרות הארכה בשלושה חודשים נוספים לפי דרישת כל אחד מהצדדים שלאחריהם רק לבנק לאומי תוקנה הזכות להאריך את התקופה בעוד שלושה חודשים נוספים. נקבע גם מנגנון לקיצור התקופה וביטול ההסכם במקרה שיתברר שסביר שלא ניתן יהיה לקבל את האישורים הרגולטוריים. ביום 28 באוקטובר 2018 הוארך בשלושה חודשים המועד להתקיימות התנאים המתלים שנקבעו בהסכם.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב המשתקף בנתחי שוק משמעותיים בענף כרטיסי האשראי, במדיניות ניהול סיכונים וממשל תאגידי התומכים בפרופיל הסיכון ובפרופיל נזילות טוב אך ריכוזי טרם ההיפרדות מבנק לאומי, הנשען בעיקר על בנק לאומי ולאחרונה החלה את גיוון מקורות המימון שלה באמצעות שוק ההון. כמו כן, תיק האשראי מאופיין ברמת סיכון הולמת לדירוג הנתמכת בפיזור לווים רחב. מנגד, רווחיות החברה נמוכה יחסית לדירוג, מוגבלת ביעילות תפעולית נמוכה יחסית וצפויה להיות מושפעת לשלילה מהורדת העמלה הצולבת בשנת 2019 והסביבה העסקית המאתגרת. כרית ההון של החברה סופגת הפסדים בצורה טובה למרות הצפי לשחיקה משמעותית בה כתוצאה מחלוקת דיבידנד חד פעמי בגין מכירת החברה. כך, בתרחיש הקיצון שביצעה מידורג (פרופורמה לחלוקת הדיבידנד החד פעמי) הלימות הון עצמי רובד 1 של החברה צפויה לנוע בטווח שבין 10.5% בתרחיש הקל לבין 9.4% בתרחיש החמור, כאשר הכרית ההונית מאפשרת לחברה לספוג הפסדים לא-צפויים בצורה טובה ותומכת ביציבותה לאורך המחזור.

מבנה הבעלות העתידי כתוצאה מההיפרדות הצפויה מבנק לאומי עלול להכביד על פרופיל הסיכון של החברה ובפרט בקשר עם תיאבון הדיבידנדים של הבעלים החדשים, אולם ממותן גם בשל החסמים ודרישות רגולטוריות. נציין, כי הדירוג אינו לוקח בחשבון תמיכה חיצונית כלשהי.

להערכתנו, ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי- מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון ענפי נמוך יחסית ואילו בתחום האשראי ובפרט באשראי צרכני רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים ובפרט מערכת הבנקאות. בנוסף, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, בתיקים הקמעונאיים של גורמי המימון וחקיקה מקלה לאחרונה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. לדעתנו, הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת, למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול מחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של

תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון. רמת התחרות צפויה להתגבר כבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרם) אל מול חברות כרטיסי האשראי, שיובילו להרעה בתנאים המסחריים של השחקניות בענף. מנגד חברות כרטיסי האשראי נהנות מבסיס לקוחות קמעונאי רחב ומגוון ומבסיס נתונים משמעותי הן ברמת הלקוח והן ברמת בית העסק.

תרחיש הבסיס לשנים 2018 ו-2019 מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ-3.6% ו-3.7% בשנים 2018 ו-2019; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית התומך בגידול בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית. זו צפויה להערכתנו לגדול בשיעור של כ-3.8% בממוצע בשנים 2018-2019; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה לפחות עד לסוף שנת 2018 ועלייה איטית בלבד לאחר מכן; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה-SME.

בתרחיש זה צפוי גידול מצטבר של כ-4% בתיק האשראי של החברה בתקופת התחזית, עם שונות בין המגזרים לאור המיקוד העסקי של החברה, תוך המשך עליה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק אשר ינוע בטווח שבין 0.75%-0.85%. התשואה על הנכסים (ROA) צפויה להמשיך להישחק ולנוע בטווח שבין 1.0%-0.5%. חלוקת הדיבידנד הצפויה, כאמור עתידה לשחוק בצורה משמעותית את כרית ההון של החברה, כך שיחס הון עצמי רובד 1 יעמוד להערכתנו על כ-11.0% בתקופת התחזית, אולם עודנה תומכת בפוטנציאל הצמיחה של החברה ומהווה כרית בטחון הולמת ביחס לתרחיש הקיצון. האופק היציב משקף את הערכתנו כי הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה בטווח הבינוני לא יסנו באופן מהותי מתרחיש הבסיס שלנו.

לאומי קארד בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2015	2016	2017[1]	30/09/2017	30/09/2018	
11,731	12,618	14,127	14,076	14,290	סך כל הנכסים
11,340	12,222	13,721	13,634	13,795	חייבים בגין כרטיסי אשראי, נטו
5,715	5,734	5,912	5,830	6,093	מזה: בערבות בנקים ואחרים
10,070	10,823	12,239	12,208	12,394	סך כל ההתחייבויות
6,913	6,960	7,265	7,188	7,008	מזה: זכאים בגין פעילות בכרטיסי אשראי
1,661	1,795	1,888	1,868	1,896	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות
878	938	987	732	772	הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
173	188	225	163	225	הכנסות ריבית, נטו
14	37	71	49	76	הוצאות בגין הפסדי אשראי
180	184	143	123	158	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות
272	295	268	216	290	PPP [2]
25.5%	24.7%	22.2%	21.6%	21.7%	הון עצמי / סך כל הנכסים המותאמים [3]
16.9%	16.8%	15.8%	15.7%	15.7%	הלימות ההון ליבה
17.8%	17.8%	16.8%	16.7%	16.7%	הלימות הון כולל
1.2%	1.1%	1.0%	1.3%	1.4%	יתרות נזילות/סך הנכסים
1.6%	1.5%	1.1%	1.2%	1.5%	ROA (בגילום שנתי)
2.4%	2.4%	2.0%	2.2%	2.7%	PPP / סך הנכסים
0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	הוצאה להפסדי אשראי/חייבים בגין כרטיסי אשראי
1.9%	2.1%	2.4%	2.1%	2.6%	חובות בעייתיים/חייבים בגין כרטיסי אשראי
12.2%	13.5%	16.4%	14.9%	17.7%	חובות בעייתיים/(הון עצמי מיוחס לבעלי המניות + יתרת הפרשה להפסדי אשראי)

[1] הרווח הנקי בשנת 2017 הושפע בסך של 47 מיליון ₪ משני אירועים בעלי אופי חד פעמי * ברבעון הראשון של השנה חולק מענק מיוחד לעובדי החברה בגין מכירת ויזה אירופה וברבעון הרביעי של השנה נרשמה הוצאה בשל תכנית פרישה מרצון.

[2] רווח לפני מס + הוצאות להפסדי אשראי

[3] הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ומרכיב גבוה של עמלות תפעוליות תורמים ליכולת השבת הרווחים; צפי לסביבה עסקית מאתגרת יחסית בטווח הזמן הקצר והבינוני

החברה הינה אחת משלושת חברות כרטיסי האשראי הפעילות בישראל בנוסף לחברת כרטיסי אשראי לישראל ("כאל") וישראל כרטיס ("ישראלכרטיס"). לחברה נתח שוק של כ- 25% ממחזור ההנפקה ושיעור דומה מסך הכרטיסים התקפים ליום ה- 30 בספטמבר 2018 ולאורך זמן. כמו כן, לחברה נתח שוק של כ-28% מסך יתרת החייבים בגין פעילות בכרטיסי אשראי לאותה תקופה, מתוכה סך של כ-5.6 מיליארד ₪ הינה בגין אשראי לפרטיים ולעסקים אשר הינו הגבוה ביותר בענף.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך במותג חזק יחסית, בסיס לקוחות קמעונאי רחב ומפוזר, בסיס לקוחות עסקי משמעותי, בסיס נתונים רחב המאפשר הצעת ערך רחבה בתחום השירותים הפיננסיים ומיצוב טכנולוגי הולם, התומכים ביכולת השבת הרווחים של החברה לאורך המחזור. לחברה, בדומה לענף תמיהיל פעילות הכולל מרכיב גבוה של הכנסות תפעוליות² חוזרות (כ- 81% מסך ההכנסות בשנת 2017), החשופות פחות למחזור הכלכלי, גם לאור הודאות רגולטורית בנוגע למתווה הורדת העמלה הצולבת ותהליך משקי מתמשך של מעבר לאמצעי תשלום דיגיטליים וצמיחת סגמנט הקניות המקוונות. בנוסף, לחברה מרכיב צומח של הכנסות ממרווח פיננסי החשופות יותר למחזור ולגורמים אקסוגניים ובפרט לסביבת הריבית במשק.

עם זאת, הפרופיל העסקי מוגבל נוכח פיזור מקורות ההכנסה שאינו בולט לטובה ביחס לדירוג, המתבסס של שלושה מרכיבים- עמלות מבתי עסק (כ- 33% מסך ההכנסות³ בשנת 2017), עמלות ממחזיקי כרטיסי אשראי (כ- 48% מסך ההכנסות באותה תקופה) ומרווח פיננסי (כ- 19% מסך ההכנסות באותה תקופה).

להערכתנו, החברה צפויה לחוות שחיקה חד פעמית בפרופיל העסקי כתוצאה מהפסקת שת"פ מהותי עם שופרסל, המהווה מרכיב משמעותי מבסיס הלקוחות החוץ בנקאי של החברה, ממחזורי ההנפקה החוץ בנקאיים ומיתרת תיק האשראי הצרכני (ללא תיק הרכב). לסוף שנת 2017 הסתכם מספר כרטיסי האשראי התקפים בידי לקוחות המועדון בכ- 500 אלף כרטיסים, אשר היוו כ- 50% מתוך סך הכרטיסים החוץ בנקאיים התקפים, כאשר מחזור ההנפקה של שופרסל היווה שיעור דומה מתוך סך מחזור ההנפקה החוץ בנקאי. ההלוואות שניתנו לחברי מועדון שופרסל היוו כ-25% מתיק האשראי הצרכני בשנת 2017.

כתגובה לביטול ההסכם, החברה פעלה ופועלת לקיים שיתופי פעולה חדשים, כאשר בחודש ינואר 2018 נחתם הסכם להנפקה ותפעול כרטיסי אשראי של מועדון לקוחות עם קבוצת פוקס. המועדון הושק בחודש יולי 2018 ויתבסס על מועדון הלקוחות הקיים של קבוצת "פוקס" ("DREAMCARD"), המונה כ- 1.5 מיליון לקוחות. כמו כן החברה השיקה בחודש יולי 2018 מועדון משותף עם עמיתי "קרנות השוטרים" הכולל למעלה מ-75 אלף חברים.

בתרחיש הבסיס של מידורג צפוי גידול מצטבר של כ-5%-4% במחזורי ההנפקה של החברה בשנים 2018-2019, לעומת ממוצע של כ-8% בשנים האחרונות, עם שונות בקצבי הצמיחה בכרטיסים בנקאיים וחוף בנקאיים. ההאטה בצמיחה נובעת בעיקר מהעובדה כי בשנת 2018 צפויה שחיקה מהותית של כ- 10% להערכתנו במחזורי ההנפקה בכרטיסים החוץ בנקאיים כתוצאה מהפסקת שיתוף הפעולה עם שופרסל כאמור, אשר תפוצה במידה מסוימת כתוצאה מכניסתם של המועדונים החדשים, כאמור. אנו צופים, המשך מיקוד בגידול בתיק האשראי הצרכני (בעיקר אשראי לכל מטרה) והעסקי בטווח הזמן הקצר והבינוני, לאור שחיקת הרווחיות המסתמנת בפעילות הסליקה והשינויים הרגולטורים בפעילות ההנפקה. עיקר פוטנציאל הגידול בתיק העסקי צפוי בעסקים זעירים ו-SME, בו נתח החברה קטן משמעותית ביחס למתחרותיה (כ-6% מסך האשראי לעסקים בחברות כרטיסי האשראי בישראל בשנת 2017).

נציין, כי החברה חתמה על הסכם חדש להנפקה ותפעול הנפקת כרטיסי חיוב עם בנק לאומי. ההסכם מתייחס, בין היתר, להנפקת כרטיסים חדשים וכן לכרטיסים קיימים שיחודשו החל מינואר 2019, ורוב הוראותיו יחולו משנת 2019 (כניסתו לתוקף של ההסכם מותנית בין היתר בהשלמת עסקת המכירה לידי Warburg Pincus Financial Holdings ובקבלת אישורים רגולטוריים). כמו כן, החברה חתמה על הסכם הנפקה משותפת עם בנק דיסקונט והגיעה להסכמות עם בנק הפועלים (טרם נחתם הסכם מפורט בין

² הכנסות מעסקאות בכרטיסי אשראי
³ ללא הכנסות אחרות

הצדדים). לאור זאת, אנו צופים כי חלקם של הכרטיסים אשר יוסטו מבנק לאומי, כתוצאה מחוק שטרם, לחברות כרטיסי אשראי אחרות יפוצה ברובו דרך שיתופי הפעולה של החברה עם בנקים נוספים, הצפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה ובבסיס ההכנסות התפעוליות.

מדיניות ניהול הסיכונים תומכת בפרופיל הסיכון של החברה; מבנה הבעלות החדש (בכפוף לאישורים רגולטוריים) עלול להכביד על פרופיל הסיכון, אולם ממותן בשל החסמים ודרישות רגולטוריות

מערכי ניהול הסיכונים של החברה מקיפים ותומכים בהתוויית מדיניות ניהול הסיכונים, קביעת תיאבון הסיכון התואם את אסטרטגית החברה, ניטור ובקרת סיכונים. תרבות ניהול הסיכונים בחברה הושפעה לחיוב גם בשל השתייכותה לקבוצת בנק לאומי וגם בשל הפיקוח ודרישות ניהול הסיכונים של הרגולטור, אשר צפויות להיוותר גם בעתיד ומהוות נקודה חיובית לפרופיל הסיכון של החברה. בתוך כך, נציין כי גם לאחר ההיפרדות מבנק האם החברה תמשיך להידרש לכללי באזל 3, לניהול הון ולתהליך ה-ICAAP ולאישורו ע"י הפיקוח על הבנקים, למעט בנושא ניהול סיכון הנזילות⁴. החברה מעצם פעילותה הפיננסית והתפעולית חשופה למספר סיכונים ובהם סיכונים אשראי, תפעול ומוניטין ובמידה פחותה להערכתנו חשיפה לסיכונים שוק ונזילות. סיכונים האשראי הצרכני מנוהלים באמצעות מודלי דירוג סטטיסטיים הן עבור לקוחות קיימים והן עבור לקוחות חדשים.

סך תיק האשראי הכולל הלוואות למשקי בית ולעסקים של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (כ- 20% בממוצע בשנים 2015-2017) העלול להעיד על תיאבון לסיכון גבוה ושחיקה באיכות החיתום. גורמים ממתנים לסיכון זה הינו הפיזור הגבוה של התיק ללא חשיפות לריכוזיות לווים וענפית, מח"מ התיק הקצר יחסית, תהליכי החיתום ותיק רכב משמעותי מגובה בבטוחות ביחס LTV סביר. בנוסף, לחברה בדומה לחברות כרטיסי אשראי אחרות בענף חשיפה משמעותית למערכת הבנקאות המקומית בגין הכרטיסים הבנקאיים (כ- 40% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי ל-30 בספטמבר 2018), אולם זו מאופיינת בסיכון נמוך להערכתנו, כפי שמשתקף גם בדירוגי הבנקים המקומיים.

אנו סבורים, כי החברה תידרש לפיתוח מודל נזילות לניהול והתאמת מח"מ הנכסים וההתחייבויות כבר בטווח הזמן הקצר ועבור תרחישים שונים. להבנתנו החברה פועלת להטמעת מודל נזילות פנימי לניטור פרופיל הנזילות בטווח הזמן הקצר. פרופיל הנזילות של החברה הולם, כאשר עיקר התחייבויות החברה הינן לטווח קצר, אולם ככל שהחברה תגדיל את פעילות האשראי לשם מתן הלוואות לפרטיים והלוואות לבתי עסק עלולים להיווצר פערי מח"מ, כך שהחברה תידרש לגוון את מקורות המימון הקצרים והארוכים שיתמכו גם בהתאמת מח"מ טובה יותר. צעד ראשון לגיוון מקורות המימון ביצעה החברה עם הנפקת חוב בכיר בהיקף של כ- 1.13 מיליארד ₪ ובהנפקת ה-CoCo הצפויה, אשר תומכים בנגישות וגיוון מקורות המימון ובהתאמת מח"מ טובה יותר ביחס למנועי הצמיחה של החברה.

ההיפרדות מבנק לאומי ומבנה הבעלות החדש (בכפוף לאישורים רגולטוריים) עלולים להציב לחץ מסוים על פרופיל הסיכון של החברה כתלות באסטרטגיה החדשה שתקבע לחברה ובתיאבון הדיבידנדים. להערכתנו, סיכון זה ממותן בשל ממשל תאגידי הולם, שצפוי להימשך להערכתנו ורמת הפיקוח ההדוקה, אשר צפויים להמשיך ולתמוך בפרופיל הסיכון של החברה ובכריות הספיגה שלה. בהקשר זה יש לציין כי לחברה מערכות IT ותפעול נפרדות מבנק לאומי.

תיק האשראי מאופיין ברמת סיכון הולמת לדירוג הנתמכת בפיזור לווים רחב; צפי ללחץ מסוים על מדדי הסיכון לאור מאפייני הצמיחה הצפויים והשפעות חוקיות ורגולטוריות

החברה מאופיינת בתיק אשראי איכותי, הנתמך גם בריכוזיות אשראי נמוכה, הנובעת מפעילותה הקמעונאית של החברה וגוזרת יכולת השבת רווחים טובה לאורך המחזור.

מדדי הסיכון בתיק האשראי הולמים לדירוג, אם כי נמצאים במגמה שלילית בשנים האחרונות, עם שיעור חובות בעייתיים מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי של 2.6% ליום ה-30 בספטמבר 2018 (2015: 1.9%), ועם שיעור חובות בעייתיים ביחס להון העצמי והפרשה

⁴ חברות כרטיסי אשראי ידרשו לנהל את סיכון הנזילות שלהן על פי מודל פנימי, אך לא יחויבו לעמוד ביחס כיסוי הנזילות הפיקוחי

להפסדי אשראי של כ- 17.7% באותה תקופה (2015: 12.2%). כרית ההון צפויה להישחק משמעותית פרופורמל לחלוקת דיבידנד חד פעמית בסכום של כ- 500 מיליון ₪ (זאת בנוסף לסכום של 208 מיליון ₪ שכבר חולק ב- 2018), כך שזו נמוכה מעט ביחס לדירוג. ההוצאות בגין הפסדי אשראי נמצאות במגמת גידול מתמשכת לאורך השנים האחרונות, בעיקר כתוצאה מגידול בפעילות האשראי לאנשים פרטיים והשפעות אקסוגניות שצפויות גם להימשך קדימה ובהן חקיקה מקלה בדבר כניסה ויציאה מחדלות פירעון (חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי) ועליה מתמשכת במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, למרות שהאחרון עדיין בגבולות הסביר בהשוואה לעולם המערבי. כך, החברה הציגה עלייה בהוצאה להפסדי אשראי מתוך סך החייבים בגין כרטיסי אשראי לכ- 0.54% בשנת 2017 (2016: 0.31%), עם המשך הרעה ביחס בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 (0.73%), גם לאור רכישת הסיכון בחלק מתיק ההלוואות הכלולות בהתקשרות עם מימון ישיר לצד קיטון יזום בתיק הרכבים שהינו בעל סיכון נמוך.

להערכתנו בשל אופיו הקמעונאי של התיק, המיקוד הצפוי בהלוואות בפרופיל סיכון גבוה יותר ובהן אשראי לכל מטרה ומימון עסקים זעירים והימשכותם של התנאים האקסוגניים שצוינו, צפויה המשך שחיקה במדדי הסיכון בתקופת התחזית, אולם אלו יוותרו בקיבולת הדירוג. עם זאת, נציין כי התיק מאופיין בפיזור לוויים רחב, כאשר חלקו גם מגובה בטחונות כלי רכב ומתאפיין בחשיפה לריכוזיות לוויים וענפית בולטת לטובה להערכתנו. בנוסף, חלק מתיק האשראי העסקי נתמך בזכות קיזוז בגין שוברים של בתי עסק אותם סולקת החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו, תיק האשראי של החברה אשר עמד לסוף שנת 2017 על כ- 5.6 מיליארד ₪ וצמח בקצב גבוה בשנים האחרונות, צפוי להיות מושפע מחד מהפסקת הנפקת כרטיסים למועדון שופרסל ופירעון ההלוואות שניתנו לחברי המועדון (היוו כ- 25% מתיק האשראי הצרפני בשנת 2017), אשר צפויות להיפרע ברובן בשנים 2018-2019 להערכתנו מאידך, קיטון זה יפוצה חלקית מהמשך התמקדות באשראי קמעונאי, בין היתר באמצעות שיתופי פעולה עם מועדונים חדשים, וכן לאור תנאי המאקרו התומכים ובהם צפי להמשך עלייה בשכר הריאלי, בסיס הלקוחות הרחב והגדלה משמעותית של האשראי העסקי (ביחס לגודלו) ובעיקר באשראי לעסקים קטנים וזעירים. לאור זאת, אנו מעריכים כי תיק האשראי יצמח במצטבר ב- 4% בתקופת התחזית, עם שונות בין המגזרים לאור המיקוד העסקי של החברה. נציין, כי במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 לא צמח תיק האשראי של החברה, לאור קיטון בתיק הרכב של החברה ומנגד המשך צמיחה של התיק העסקי והצרפני (ללא רכב).

להערכתנו, לחברה פוטנציאל צמיחה גבוה מול בסיס הלקוחות הקיים, אשר מהווה נקודה חיובית לפרופיל הסיכון ולאיכות התיק. פוטנציאל הצמיחה של החברה נובע גם מגמישות עסקית טובה בשל מרחק גבוה מאוד מיעדי הלימות ההון הרגולטוריים על אף שנשחק בשלוש השנים האחרונות, בשל הצמיחה הגבוהה בתיק האשראי. למרות הצפי לשחיקה מהותית בטווח התחזית בעקבות חלוקת הדיבידנד הצפויה, המרחק אל מול החסם הרגולטורי צפוי להיות רחוק יותר ולתמוך בפוטנציאל צמיחת תיק האשראי של החברה.

תרחיש הבסיס שלנו לגבי איכות תיק האשראי מבוסס על מספר השפעות אקסוגניות מאקרו-כלכליות, ובהן: (1) צמיחה של כ- 3.6% ו- 3.7% בשנים 2018 ו-2019; (2) המשך שיעור אבטלה נמוך ויציב יחסית התומך בגידול בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית. זו צפויה להערכתנו לגדול בשיעור של כ- 3.8% בממוצע בשנים 2018-2019; (3) המשך סביבת ריבית נמוכה לפחות עד לסוף שנת 2018 ועלייה איטית בלבד לאחר מכן; (4) גידול בתחרות ובהיצע האשראי במגזר הקמעונאי וה- SME.

בתרחיש הבסיס ל-18-12 חודשים הקרובים אנו צופים המשך עליה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי לסך התיק אשר ינוע בטווח שבין 0.75%-0.85%, לאור עליית רמת המינוף והקלה בהליכי חדלות פירעון, כאמור וכן נוכח רכישת הסיכון בחלק מתיק ההלוואות הכלולות בהתקשרות מול מימון ישיר.

רווחיות נמוכה יחסית לדירוג, המוגבלת נוכח יעילות תפעולית נמוכה יחסית. צפי להמשך לחץ על הרווחיות נוכח השחיקה הצפויה בעמלה הצולבת בשנת 2019 והסביבה העסקית המתגברת

ענף כרטיסי האשראי מושפע כאמור מתחרות גוברת בכלל מגזרי הפעילות. התחרות מתבטאת בירידה עקבית בעמלות הסליקה לבתי העסק ובגין כרטיסים מונפקים, הגוזרים שחיקה מתמשכת בתשואה על הנכסים הענפית. החברות בענף פועלות תחת מבנה

הוצאות קשיח יחסית הגוּזר יעילות תפעולית נמוכה (יחס הוצאות להכנסות⁵ ממוצע ענפי של כ-70% בשנים 2015-2017) המגבילה את פוטנציאל ייצור הרווח. בנוסף, הענף כולו מאופיין בתחרות גוברת בתחום מועדוני הלקוחות, הלוחצת את רווחיות החברות. החברה הציגה ירידה עקבית ברווחיות בשנים האחרונות, כך שיחס התשואה לנכסים (ROA) נשחק מכ-2.1% בשנת 2013 לכ-1.5% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018. החברה מציגה פערי ריבית ושיעור עמלות שירות⁶ נמוכות ביחס למתחרותיה- כאל וישראל. מרווח הריבית מושפע לשלילה מהרכב התיק הכולל רכיב משמעותי של הלוואות מובטחות ברכבים שמשתקף גם בשיעורי הוצאות להפסדי אשראי נמוכים יותר. מסקנותיה הסופיות של ועדת שטרם, אשר בשנת 2017 הפכו לדבר חקיקה ואשר מצטרפות למסקנות של ועדות אחרות הרלוונטיות לפעילות החברה, השפיעו וימשיכו להשפיע על תוצאות החברה בשנים הקרובות. להערכתנו, חקיקת שטרם, כמו גם דברי חקיקה אחרים, מייצרת הן הזדמנויות והן איומים לפעילות החברה. בנוסף, בחודש פברואר 2018 פרסם בנק ישראל את המתווה הסופי להורדת העמלה הצולבת בקצב מדורג החל משנת 2019 מ-0.7% ל-0.6% ובהמשך עד ל-0.5% בשנת 2023, אשר יש בו משום לפגוע בהיקף הכנסות החברה מעמלות פעילות כרטיסי האשראי ולהמשיך ולשחוק את הרווחיות בפעילות זו.

להערכתנו מקורות הרווח העתידיים של החברה מצויים בתחום האשראי לפרטיים וכן באשראי לעסקים קטנים בהם נתח האשראי של החברה ביחס למתחרותיה בענף נמוך משמעותית. החברה צפויה לנצל את פריסתה בבתי העסק אותם היא סולקת, תוך שימוש במידע שנאסף מחיובי כרטיסי האשראי בעסקים אלו ומתן הצעות ערך נוספות כדי להגדיל את מקורות ההכנסה והרווח מתחום זה. הפסקת השת"פ עם שופרסל צפויה לשחוק באופן חד פעמי בטווח הקצר את היקף העסקאות בגין כרטיסים מונפקים, אך מנגד יאפשר לחברה להגדיל את המרווח הפיננסי שבו חלקה עם שופרסל. לחברה אתגר מהותי בהמשך שיפור היעילות התפעולית, נוכח הצורך בהמשך הוצאות הקשורות בהמשך פיתוח מערכות טכנולוגיות מתקדמות ומרכיב מהותי של הוצאות שכר המאופיינות בטייס אוטומטי אפקטיבי של כ-3.25%-3.75% בהתאם להסכם הקיבוצי החדש שנחתם ל-5 שנים.

בתרחיש הבסיס שלנו ל-18-12 חודשים הקרובים התשואה על הנכסים (ROA) צפויה להמשיך להישחק ולנוע בטווח שבין 1.0%-0.5%. ההנחות המרכזיות ביחס לרווחיות החברה עליהן מבוסס תרחיש זה הן כדלקמן: (1) אנו מעריכים כי תיק האשראי יצמח במצטבר ב-4% בתקופת התחזית, עם שונות בין המגזרים לאור המיקוד העסקי של החברה; (2) המשך סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות לפחות עד לסוף שנת 2018 ועלייה איטית בלבד לאחר מכן; (3) התמקדות באשראי קמעונאי בפרופיל סיכון גבוה יותר וללא בטחונות ובאשראי לעסקים זעירים וקטנים, המאופיינים במרווח גבוה יותר; (4) הוצאות להפסדי אשראי בשיעור של 0.75%-0.85%; (5) עלייה מסוימת בעלות גיוס המקורות לאחר ההיפרדות מהבנק והרכב המקורות הכולל מכשירים היברידיים; (6) שחיקה צפויה בתנאים המסחריים אל מול הבנקים; (7) המשך עלייה איטית בבסיס ההוצאות בשל "טייס אוטומטי" אפקטיבי בשכר לצד השפעה מקזזת של תכנית הפרישה מרצון והמשך השקעות נרחבות בתשתיות טכנולוגיות; (8) הוצאות חד פעמיות הנובעות מגיוס מועדונים חדשים ומיתוג מחדש.

כרית ההון צפויה להישחק מהותית פרופורמה לחלוקת דיבידנד חד פעמית, אולם קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון עודנה טובה יחסית

החברה שימרה יחסי הלימות הון בולטים לחיוב ובמרווח גבוה מאוד מעל החסם הרגולטורי, עקב צבירת רווחים ותמהיל הנכסים המורכב משיעור גבוה של אשראי קמעונאי ויתרות חייבים בערבות בנקים. עם זאת, הלימות ההון של החברה נמצאת במגמת שחיקה בשנתיים האחרונות בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי בהיקף הפעילות, כאשר הכרית ההונית נבנתה בקצב נמוך יותר. ליום ה-30 בספטמבר 2018 הלימות ההון עצמי רובד 1 של החברה (הון ליבה), כרית ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים המרכזית, עמדה על כ-15.7% ובפער גבוה הן ביחס ליעד הלימות ההון הרגולטורי (8.0%) והן ביחס לסף המינימלי שנקבע על ידי הדירקטוריון של 10.5%.

⁵ בנטרול הוצאות בגין הפסדי אשראי ותשלומים לבנקים

⁶ כוללות בעיקר הכנסות מדמי כרטיס ובנוסף עמלות תפעוליות על פי תעריפון עמלות של מחזיקי כרטיס

⁷ על פי הנחיית המפקח על הבנקים, במכתבו לבנק לאומי מחודש פברואר 2017, חברות הבנות של בנק לאומי, לרבות החברה, נדרשות לאמץ בשלב זה, יעדי הלימות הון שיהיו לכל הפחות בגובה יעדיה של החברה האם (10.5%).

פרופורמה לחלוקת הדיבידנד צפויה שחיקה מהותית בכרית ההון של החברה (שחיקה של כ- 25% ביחס להיקף ההון העצמי ליום ה-30 בספטמבר 2018), כך שיחס הון עצמי רובד 1 יעמוד להערכתנו על כ- 11.0% בתקופת התחזית. רמת המינוף של החברה, הנמדדת כיחס שבין ההון העצמי לסך הנכסים בנטרול חייבים בגין כרטיסי אשראי בערבות בנקים, עמדה על כ- 22% ליום ה-30 בספטמבר 2018, אולם בשל החלוקה צפויה להישחק גם כן, ולעמוד להערכתנו על כ- 17% בתקופת התחזית. נציין, כי רמת מינוף זו עודנה תומכת בפרופיל הסיכון של החברה.

מידרוג בחנה מספר תרחישי לחץ בדרגות חומרה משתנות לגבי כריות ספיגת ההפסדים של החברה ביחס לפרופיל הסיכון שלה, תוך הנחת שיעורי PD ו-LGD משתנים בענפי המשק השונים. הלימות הון עצמי רובד 1 של החברה נעה בטווח שבין 10.5% בתרחיש הקל לבין 9.4% בתרחיש החמור, כאשר הכרית ההונית מאפשרת לחברה לספוג הפסדים לא-צפויים בצורה טובה ותומכת ביציבותה לאורך המחזור.

מידרוג צופה כי לאחר השחיקה המשמעותית ביחסי הלימות ההון כאמור, צפויה יציבות מסוימת ביחסי הלימות ההון כתוצאה מהגורמים הבאים: (1) רווחים צבירים; (2) המשך ניהול היקף נכסי הסיכון, תוך המשך מיקוד בפעילות הקמעונאית ובעסקים זעירים ו-SME. נכסי הסיכון צפויים לנוע במקביל להנחותינו לגבי שיעורי הצמיחה הצפויים בתיק האשראי; (3) שיעור דיבידנד גבוה יותר מהרווח הנקי מבעבר תחת הבעלים החדשים; (4) גיוס כתבי התחייבות נדחים (CoCo) לתמיכה ביחס ההון הכולל.

פרופיל נזילות טוב המתבסס על מסגרות בנקאיות, אולם ריכוזיות המקורות גבוהה; צפי לגיוון המקורות בטווח הזמן הקצר-בינוני התומך בגמישות הפיננסית ביחד עם מרחק מספק מחסם הלימות ההון הרגולטורי

בדומה לשאר חברות כרטיסי האשראי, מבנה המקורות מתבסס בעיקר על הלוואות און-קול (on-call) ומסגרות לזמן קצר לצורך מימון הפעילות השוטפת ("מסגרות האשראי"). לחברה מסגרות אשראי מהותיות בעיקר מבנק לאומי, אשר היקפן גבוה ביחס ליתרת הניצול המקסימלית בחברה.

חלק מדרישת הנזילות בחברה נובעת מפער עיתוי קצר שבין מועד העברת תמורת העסקה לבית העסק (בעיקר מה-2 עד ה-8 לכל חודש) לבין מועד חיוב לקוח מחזיק כרטיס האשראי (ב-2, ב-10 או ב-15 לכל חודש). בנוסף, החברה עושה שימוש במסגרות האשראי גם לשם מתן הלוואות לפרטיים, לרבות למימון כלי רכב והלוואות לבתי עסק, אשר עלולות ליצור פערי מח"מ למרות שמתאפיינות לרוב במח"מ קצר יחסית. לאור ההפרדות הצפויה מלאומי ואסטרטגית החברה להרחיב את פעילות האשראי ולצורך התאמת מח"מ טובה יותר, החברה פועלת לגיוון מקורות המימון, גייסה חוב בכיר מוסדי בהיקף של כ- 1.13 מיליארד ₪ כאמור וצפויה לגייס גם CoCo. בנק ישראל פרסם עדכון לפיו ייערך שינוי בהסדר העברת הכספים בין בנקים לבין חברות כרטיסי אשראי בגין כרטיסים בנקאיים החל מה-1 בפברואר 2019. צעד זה צפוי לצמצם את צורכי הנזילות של חברות כרטיסי האשראי במהלך החודש ולתמוך בפרופיל הנזילות של החברה. בנוסף, בהתאם לאותה הוראה בנקים יקצו נכסי סיכון במשקולות מופחתים בגין חשיפות לחברות כרטיסי אשראי (משקולות שבין 20%-50%), הוראה אשר צפויה לתמוך גם כן בגמישות הפיננסית של החברה ובעלויות המימון שלה.

נציין, כי ההסכם למכירת החברה ל-Warburg Pincus קובע גם את עיקרי תנאי המימון שהבנק יעניק ללאומי קארד לצורך פעילותה השוטפת לאחר השלמת העסקה, ובהתאם לכך מהווה את עיקר צרכי המימון של החברה לשנים הקרובות. לאור האמור, להערכתנו לחברה כרית נזילות טובה יחסית כנגד השימושים השוטפים הצפויים להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני ולמרות שיתרות המזומנים והפיקדונות בחברה מהוות כ-1% בלבד מסך הנכסים ומשמשות ככרית תפעולית בעיקר. הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת גם מהמרחק ההולם ביחס לחסם הלימות ההון הרגולטורי.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידורג, דירוג החובות הנחותים מתבסס על דירוג המנפיק, אשר הינו העוגן לדירוג התחייבויות החברה ומשקף את הסיכון לכשל ויכולתו לשרת את התחייבויותיו על בסיס עצמאי וללא כל הנחה לתמיכה חיצונית. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים ומיקומו על סולם שבין חוב להון - בהתחשב במידת הנדחות המבנית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הבנקים). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) מדירוג המנפיק לדירוג כתבי ההתחייבות הנדחים עם מנגנון ספיגת הפסדים (CoCo). הורדת הנוטש מגלמת את הנדחות המשפטיות-חוזית ביחס ליתר התחייבויות הבנק (למעט מכשירים ברובד 1 וההון העצמי) ומנגנון ספיגת ההפסדים החוזי. בהתחשב בדירוג המנפיק ברמת הלימות ההון הקיימת והצפויה להערכתנו גם ביחס לחסם הרגולטורי ובפרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית, אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נקודת אי הקיימות" הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

נספח- הענף והסביבה העסקית

להערכתנו, ענף כרטיסי האשראי (בחלקו התפעולי- מגזרי ההנפקה והסליקה) מאופיין בסיכון ענפי נמוך יחסית. זאת נוכח יתרון משמעותי לגודל, חסמי כניסה גבוהים הכוללים צורך בהשקעות הוניות משמעותיות בתשתית IT וחדשנות טכנולוגית, בסיסי נתונים רחבים, רישיונות רגולטוריים ורישיונות מצד ארגונים בינלאומיים, עמידה בדרישות רגולטוריות ובפרט בהוראות באזל 3, ודאות רגולטורית בדבר מתווה העמלה הצולבת, נגישות לגורמי מימון ושיטותי פעולה מול שחקנים משמעותיים הן בנקאיים והן גורמים עסקיים אחרים בעלי יתרונות לגודל. מנגד, למרות מיעוט מתחרים בענף רמת התחרות גבוהה יחסית ומתבטאת בשחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות ובתחרות גוברת על לקוחות ובפרט על מועדוני לקוחות גדולים, שצפויה להימשך להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני. בתחום האשראי ובפרט באשראי צרכני, רמת הסיכון גבוהה יותר, נוכח ריבוי מתחרים משמעותיים הן מצד המערכת הבנקאית והן מגורמי מימון שאינם בנקים. בנוסף, קצב הגידול המהיר במינוף של משקי הבית בשנים האחרונות, בתיקים הקמעונאיים של גורמי המימון וחקיקה מקלה לאחרונה בדבר כניסה ויציאה מהליך חדלות פירעון מהווים אתגר לשימור איכות הנכסים. ככלל, הענף מאופיין באיכות נכסים טובה, כאשר תיק האשראי המצרפי מפורז ובעל מח"מ קצר-בינוני עם חשיפה גבוהה לסיכון אשראי של המערכת הבנקאית המאופיינת באיכות אשראי טובה (כ-50% מסך החייבים בגין כרטיסי אשראי), כאשר הכרית ההונית המצרפית משמעותית וסופגת הפסדים בצורה טובה, להערכתנו. בנוסף, חשוף הענף לרגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, לשת"פ מול שחקנים משמעותיים, לסיכונים תפעוליים ולחדשנות טכנולוגית, בפרט בסגמנט מערך התשלומים. עם זאת נציין, כי לאחרונה הפיקוח על הבנקים הצהיר כי הוא רואה חשיבות רבה בהצלחת הרפורמה בשוק כרטיסי החוב ובפרט חשיבות גדולה בהפרדת חברות כרטיסי האשראי משני הבנקים הגדולים באופן שייצר שתי חברות יציבות ואיתנות, בעלות מודל עסקי בר קיימא, המאפשר לחברות כרטיסי האשראי להתחרות באופן מוצלח בתחומים הפיננסיים ולתת ערך למשקי הבית ולעסקים הקטנים, הן בתחום אמצעי התשלום והן בתחום האשראי ובהמשך גם בתחומים פיננסיים נוספים.

להערכתנו, הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת יחסית עבור חברות כרטיסי האשראי בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת, למרות סביבה כלכלית התומכת בהמשך גידול במחזורי ההנפקה, בשיעורי החדירה של תשלומים דיגיטליים וירידה באמצעי תשלום במזומן, תוך המשך גידול במחזורי המסחר המקוון. רמת התחרות צפויה להתגבר כבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך גידול בכוח המיקוח של לקוחות גדולים והבנקים (גם כתוצאה מחוק שטרם) אל מול חברות כרטיסי האשראי, שיובילו להרעה בתנאים המסחריים של השחקניות בענף. ביטוי לכך ניתן לראות במעבר של מועדון לקוחות משמעותי (שופרסל) מהחברה לכאל, תוך שיפור בהסכם המסחרי ולעדכון תנאים צפוי במועדוני לקוחות גדולים נוספים. בנוסף, העצמה נוספת ברמת התחרות צפויה עם כניסתם של מאגדים וסולקים מתארחים נוספים בעידוד הרגולטור. להערכתנו, הפרדת שתי חברות כרטיסי האשראי הצפויה מהבנקים השולטים בהם - החברה מבנק לאומי וישראכרט מבנק הפועלים בע"מ, תוך השארת כאל תחת מעטפת בנקאית בשנים הקרובות יוצרת יתרון תחרותי מובנה לכאל, נוכח נגישות ועלות מקורות זולה יותר. בנוסף, המתווה היורד בעמלה הצולבת, למרות שמייצר ודאות רגולטורית לאורך זמן,

צפוי להוסיף לחץ נוסף על מרכיב ההכנסות החוזרות. יחד עם זאת, השארית החברות תחת פיקוחו של בנק ישראל צפויה לשמר את פרופיל הסיכון שלהן ואת הממשל התאגידי, גם נוכח אי הודאות בנוגע לתיאבון הסיכון של הבעלים החדשים. בנוסף, אמירות מפורשות של הרגולטור בדבר חשיבות החברות, איתנותן הפיננסית, הגנות ינוקא (לפי שטרם) והקלות צפויות בהיבטים פיננסיים שונים תומכים בגמישותן העסקית והפיננסית ומהווים גורם חיובי בסיכון הענפי.

בטווח הזמן הארוך אנו צופים כי מחולל התחרות העיקרי יהיה חדשנות ומעבר ממיקוד במוצר ובשירות למיקוד בלקוח ובסל המוצרים והשירותים הרלוונטיים האופטימאליים לו, כאשר מוסדות פיננסיים בכלל ובחברות כרטיסי אשראי בפרט שלא יתאימו את המודל העסקי לאורך זמן עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- פיזור וחיזוק משמעותי של מקורות ההכנסה
- שיפור משמעותי ברמת הרווחיות ויציבותה לאורך זמן
- שיפור בכרית ההונית והלימות ההון מעבר לתרחיש הבסיס

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה במיצוב החברה בענף ושינויים רגולטוריים העלולים להכביד על הפרופיל העסקי ויכולת התחרות
- שחיקה משמעותית בכרית ההונית כתוצאה מחלוקת דיבידנדים מעבר להנחתנו בתרחיש הבסיס
- שחיקה בפרופיל הסיכון כתוצאה ממבנה הבעלות החדש
- הרעה משמעותית באיכות תיק האשראי

דוחות קשורים

[דירוג חברות כרטיסי אשראי - דוח מתודולוגי, נובמבר 2018](#)

[מתודולוגיה לדירוג בנקים - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

21.11.2018

תאריך דוח הדירוג:

לאומי קארד בע"מ

שם יוזם הדירוג:

לאומי קארד בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 שאלה 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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>