Maalot
S&P Global Ratings

מ.ל.ר.ן. פרויקטים ומסחר בע"מ

26 בנובמבר 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilBBB+', התחזית שלילית

אנליסט אשראי ראשי:

לב סנדלר 972-3-7539751 lev.sandler@spglobal.com

איש קשר נוסף:

מתן בנימין 972-3-7539716 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים 2
תחזית הדירוג 6
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
רשימת דירוגים 7

תמצית

- הביצועים התפעוליים של מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בע"מ ("מלרן" או "החברה"), נותרו יציבים בתשעת החודשים הראשונים של 2024, למרות תנאי השוק המאתגרים.
- איכות הנכסים של החברה התייצבה בשנה האחרונה, ובפרט מאז שנמכרה פעילות חברת הבת לוגאנו, שהסבה לה הפסדים משמעותיים, בסוף 2023. בנוסף, החברה העמיקה את מקורות המימון שלה עם גיוס סדרת אג"ח חדשה.
- למרות האמור, אנו סבורים שקיים סיכון שלהתגברות הסיכונים הגיאופוליטיים ולשחיקה בתנאים המקרו-כלכליים תהיה השפעה שלילית על ענף האשראי החוץ בנקאי המקומי לאורך זמן, בין היתר על היקף הביקוש לאשראי, היקף הפסדי האשראי ופרופיל הנזילות.
- אנו מאשררים את דירוג המנפיק לטווח ארוך של מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בע"מ, 'ilBBB+', ואת דירוג סדרות האג"ח שלה, 'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון שהיחלשות בתנאים המקרו-כלכליים בישראל ישפיעו לשלילה על פרופיל האשראי של החברה ב-12-18 החודשים הקרובים.

פעולת הדירוג

ב-26 בנובמבר 2024 אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק לטווח ארוך של מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בע"מ, 'ilBBB+'. תחזית הדירוג נותרה שלילית. בה בעת אשררה S&P מעלות את דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות של החברה, 'ilBBB+'.

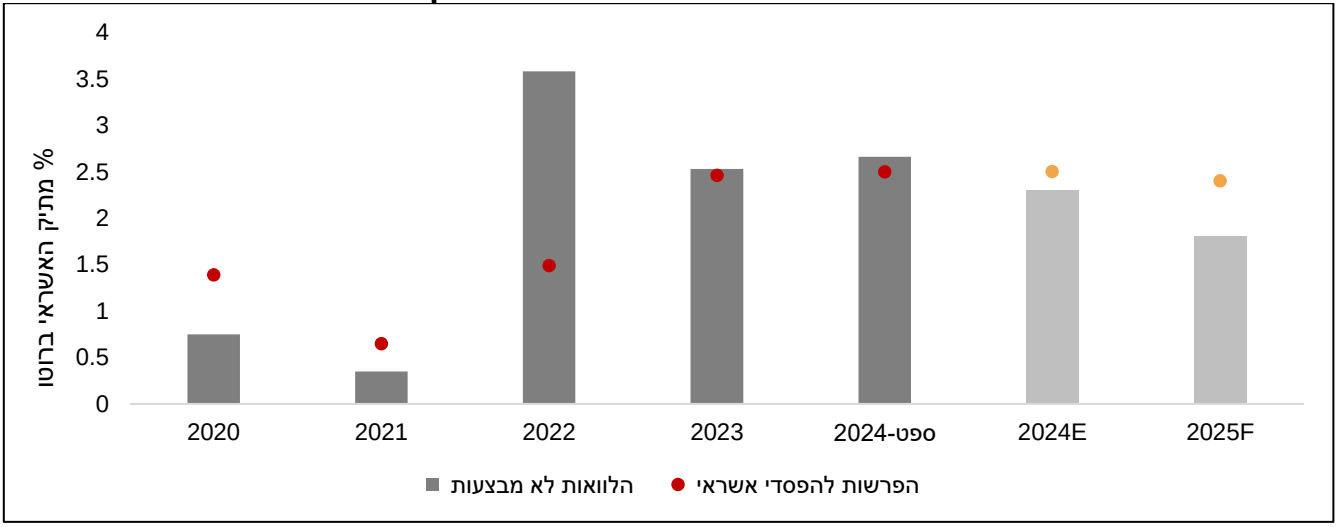
שיקולים עיקריים

אשרור הדירוג משקף את הערכתנו שלא חלה התדרדרות באיכות תיק הנכסים של מלרן בשנה האחרונה, והדירוג הנוכחי משקף את פרופיל הסיכון של פעילות החברה. בסוף 2023 מכרה מלרן את פעילות חברת הבת לוגאנו אשר הסבה לה הפסדים משמעותיים. להערכתנו, מכירת פעילות לוגאנו הובילה להתייצבות מסוימת באיכות תיק הנכסים, ומנעה שחיקה נוספת ועלייה משמעותית בפרופיל הסיכון של החברה. בשנה האחרונה התמקדה החברה בפעילות הליבה שלה, הלוואות בישראל לעסקים קטנים ובינוניים עם התמחות במתן הלוואות לאוכלוסייה ערבית וחרדית.

שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך התיק הממוצע של מלרן עמד על כ-2.6% בתשעת החודשים הראשונים של 2024, לעומת 2.8% בתקופה המקבילה אשתקד. אנו מעריכים כי ירידה מתונה זו במהלך השנה מצביעה על התייצבות מסוימת בפרופיל הסיכון של החברה. ההלוואות הלא מבצעות של החברה היוו כ-2.7% מסך תיק האשראי ליום 30 בספטמבר 2024, לעומת 2.4% בתקופה המקבילה אשתקד. בהקשר זה נציין כי העלייה

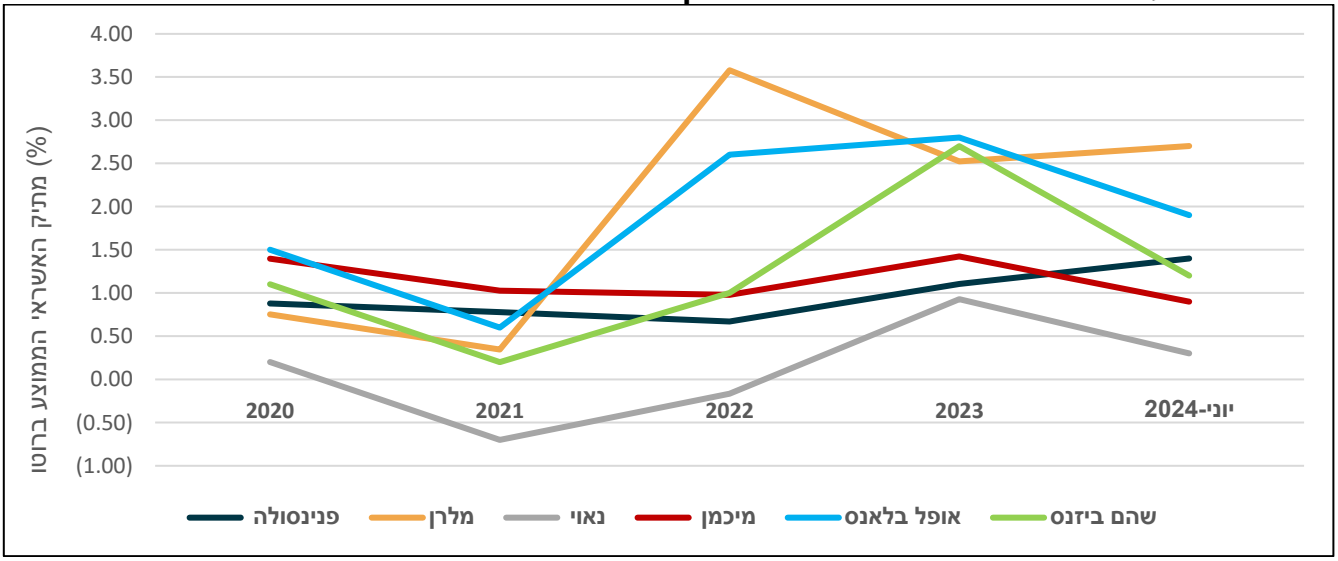
בשיעור ההפרשות הלא מבצעות מושפעת גם מקיטון בהיקף התיק. אנו צופים כי ההפרשות להפסדי אשראי ושיעור ההלוואות הלא מבצעות מסך התיק ימשיכו להתייצב ולא יעלו מרמתם הנוכחית ב-12 החודשים הבאים.

תרשים 1: התפתחות ההלוואות הלא מבצעות והפסדי האשראי של מלרן



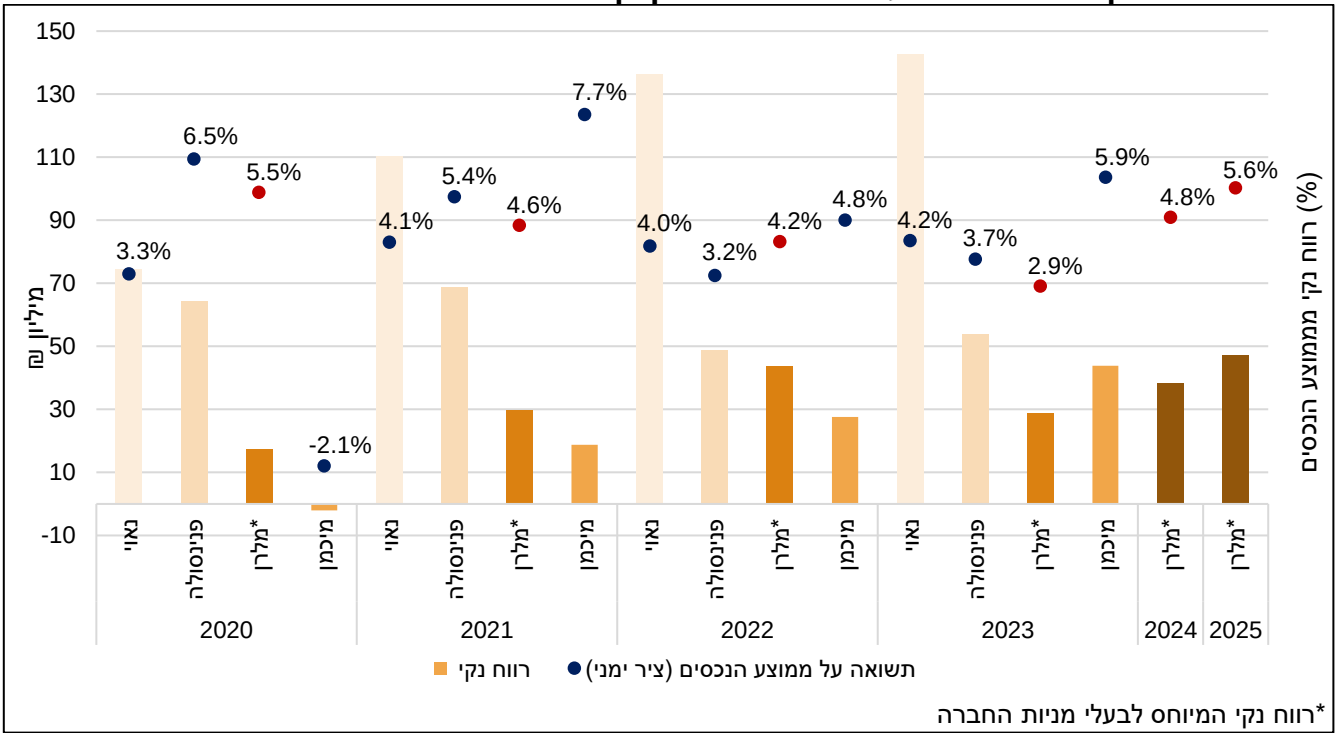
אף שלא נרשמה התדרדרות נוספת באיכות הנכסים של החברה, כפי שעולה מיציבות ההפרשות להפסדי אשראי ושיעור ההלוואות הלא מבצעות בתשעת החודשים הראשונים של השנה, רמת ההפרשות נותרה גבוהה, גם ביחס לרמות ההיסטוריות של החברה וגם ביחס למתחרותיה המקומיות. זאת להערכתנו בשל סביבה מקרו-כלכלית מאתגרת יותר הכוללת ריבית גבוהה לאורך זמן, סיכונים גיאופוליטיים והימשכות המלחמה, אך גם בגלל גורמים פנימיים בחברה המשפיעים על פרופיל הסיכון של החברה ותיק ההלוואות שלה. עם זאת, אנו מעריכים לחיוב את האסטרטגיה היותר שמרנית שנקטה בשנה האחרונה ההנהלה, שהחליטה להתמקד בפעילות הליבה ולא הגדילה את תיק האשראי. אנו מעריכים כי רמת ההפרשות שנותרה גבוהה משקפת גישה שמרנית וניהול קפדני.

תרשים 2: שיעור ההוצאות להפסדי אשראי של מלרן ומתחרותיה



שווי תיק האשראי נותר יציב ועמד על כ-794 מיליון ₪ ב-30 לספטמבר 2024, לעומת 813 מיליון ₪ שנה קודם לכן (בנטרול התיק של לוגאנו שנמכר ברבעון הרביעי של 2023). אנו מעריכים כי היציבות בתיק האשראי נובעת מהגישה השמרנית יותר של ההנהלה. אנו צופים כי התיק לא יצמח בשיעור גבוה עד סוף 2024 ויחל לגדול מאמצע 2025, אם לא תחול הרעה משמעותית בתנאים המקרו-כלכליים ובסביבה הגיאו-פוליטית. הערכתנו מתבססת על העמקת מקורות המימון של החברה, שבאוקטובר 2024 הנפיקה סדרה חדשה של איגרות חוב תמורת כ-173 מיליון ₪. בנוסף יש למלרן קו אשראי מובטח מתאגיד מוסדי בהיקף של כ-100 מיליון ₪ שמתוכו כ-50 מיליון ₪ לא מנוצלים, וקווי אשראי לטווח קצר לא מנוצלים מבנקים בהיקף של כ-160 מיליון ₪. אנו צופים כי שווי תיק האשראי יעמוד על כ-850-950 מיליון ₪ בסוף 2024 ועל כ-950-1,100 מיליון ₪ בסוף 2025. אנו צופים גם כי הרווח הנקי של מלרן יעמוד על 35-40 מיליון ₪ בשנים 2024-2025.

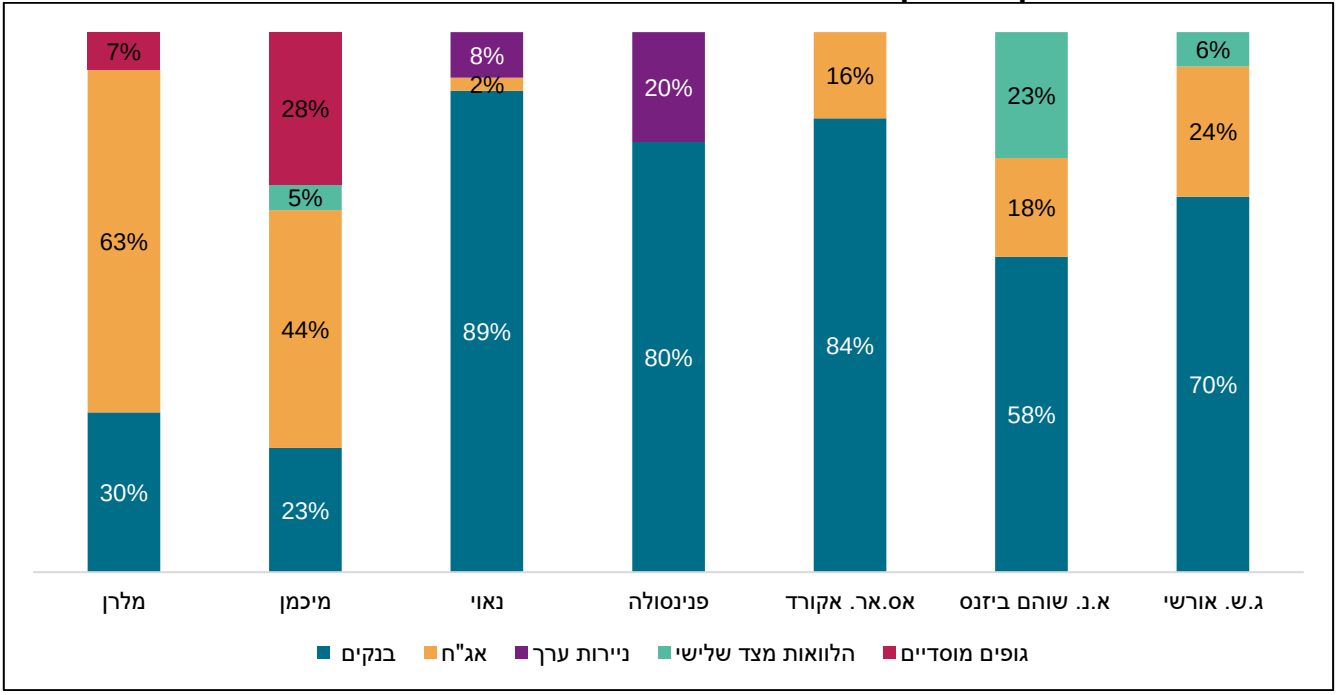
תרשים 3: רווח נקי שנתי ותשואה על הנכסים של מלרן וקבוצת ההשוואה



*רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה

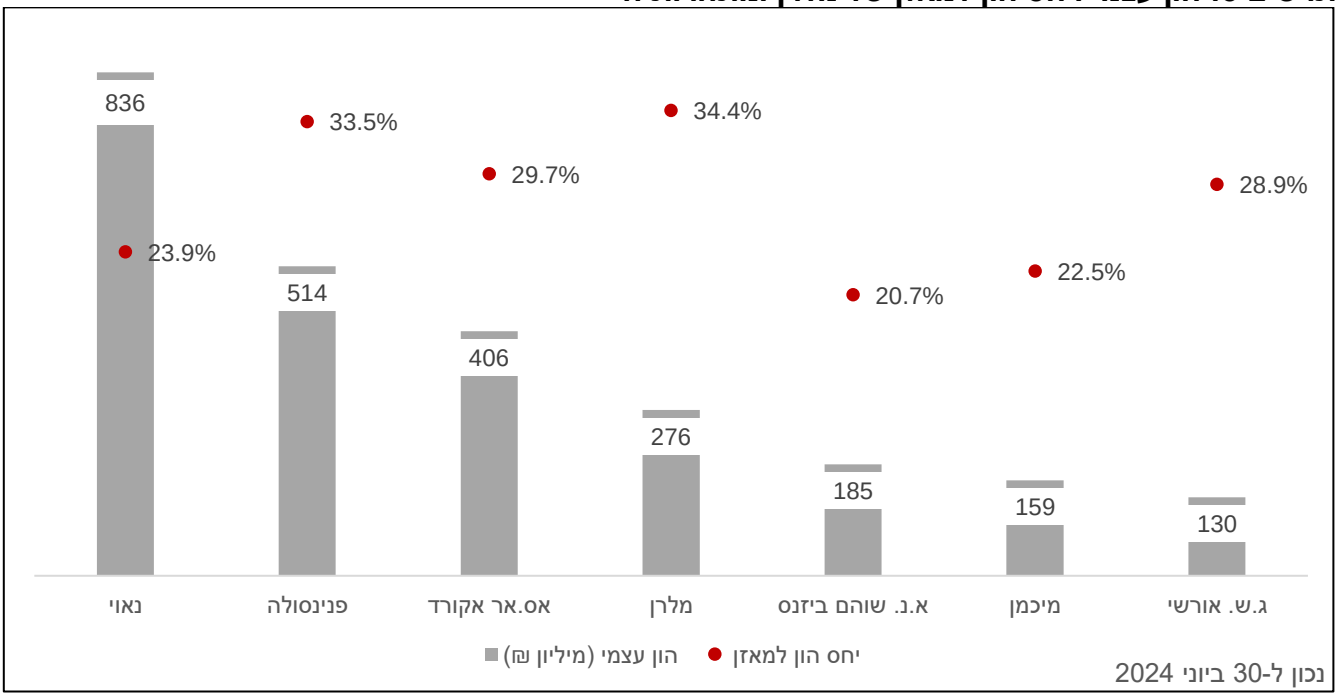
נזילותה של מלרן נתמכת ביתרות לא מנוצלות בבנקים ובמח"מ נכסים קצר. בנוסף יש לחברה גמישות להנזיל חלק מהתיק במידת הצורך על מנת לתמוך בצורכי החוב ולנהל את חשיפותיה, היות ששיעור הנכסים בתיק הנפרעים תוך תקופה של עד 120 יום עומד על כ-40%. אנו רואים לחיוב את יכולתה של החברה להנפיק סדרת אג"ח מובטחת, לאחר כמעט שנתיים בהן הייתה לרוב הענף גישה מוגבלת בלבד לשוק ההון בשל אירועי עבר של ממשל תאגידי לקוי שאינם קשורים לחברה. אנו מעריכים כי גישה מחודשת זו לשוק ההון תתמוך בצמיחה הדרגתית מתונה של תיק האשראי החל מאמצע 2025. בשנת 2025 צפויות להיפרע איגרות חוב בהיקף של כ-170 מיליון ₪.

תרשים 4: פרופיל המימון של מלרן ומתחרותיה



יחס ההון העצמי למאזן צפוי להישאר מעל 20%, הערכה שמביאה בחשבון גם את דרישות הגופים המממנים את החברה וגם את יכולתה לייצר תזרים חיובי שוטף מפעילותה. יחס זה צפוי לספק למלרן את הגמישות הנדרשת כדי לשמור על יחס הון מותאם לסיכון (RAC) גבוה משמעותית מ-15%, ותואם את הערכת ההון שלנו.

תרשים 5: הון עצמי ויחס הון למאזן של מלרן ומתחרותיה



בהתאם למתודולוגיה שלנו, דירוג איגרות החוב של החברה עשוי לרדת אם נסבור ששיעור החוב המועדף (priority debt) שלה יעלה על 30% מסך הנכסים המותאמים, ושהיקף הנכסים הלא משועבדים יעלה על היקף החוב הלא מובטח ב-12-18 החודשים הבאים.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות הגבירה משמעותית את הסיכון לפגיעה נוספת באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל (ראו הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A' מ-'A+' עקב התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית, 1 באוקטובר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון להורדה נוספת של דירוג מדינת ישראל ולשחיקה בפרופיל האשראי של מלרן ב-12-18 החודשים הקרובים. התחזית השלילית משקפת גם את הסיכון שפרופיל המימון של החברה ייחלש תחת תנאי שוק מאתגרים יותר.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג ב-12-18 החודשים הקרובים אם יתרחשו אחד או יותר מהאירועים הבאים:

- יתגברו הסיכונים הגיאופוליטיים ו-S&P Global Ratings תוריד שוב את דירוג מדינת ישראל.
- תחול היחלשות בתנאים המקרו-כלכליים שתשפיע לרעה על ביצועי החברה, בין היתר אם תחול הרעה משמעותית באיכות הנכסים שלה.
- נגישותה של מלרן למקורות מימון חיצוניים תיפגע ונחשוש כי היא חשופה לסיכוני מחזור חוב.
- הון החברה יישחק בשל מחיקות גדולות בתיק האשראי או שינוי במדיניות ההון של החברה שתקטין את יחס ההון למאזן.

התרחיש החיובי

נעדכן את תחזית הדירוג ליציבה אם ניווכח שלא חלה התדרדרות משמעותית בפרמטרים המקרו-כלכליים ושביצועי החברה לא נשחקו מהותית. על אלה להיות מלווים בשמירה על איכות הנכסים, במבנה מימון יציב ומגוון הכולל מימון לטווח בינוני משוק ההון וקווי אשראי מבנקים, ובשמירה על כרית נזילות מספקת.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג מוסדות פיננסיים, 9 בדצמבר, 2021

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון ענף הבנקאות, 9 בדצמבר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הלימות הון מותאם סיכון של מוסדות פיננסיים, 30 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 15 באוקטובר, 2024

רשימת דירוגים

מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB+\Negative	17/12/2019	23/05/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ה	ilBBB+	22/09/2024	22/09/2024
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ב	ilBBB+	09/11/2020	23/05/2024
סדרה ג	ilBBB+	12/08/2021	23/05/2024
סדרה ד '	ilBBB+	18/05/2022	23/05/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
נובמבר 15, 2023	ilBBB+\Negative		
דצמבר 29, 2022	ilA-\Negative		
יולי 29, 2021	ilA-\Stable		
דצמבר 17, 2019	ilBBB+\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	26/11/2024 10:40
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	26/11/2024 10:40
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.