Maalot
S&P Global Ratings

מיכמן מימון בע"מ

6 במרץ 2025

עדכון דירוג

שינוי התחזית ליציבה משלילית על רקע התחזקות ביחסי ההון; אשרור דירוג המנפיק ואיגרות החוב, 'ilBBB+'

אנליסט אשראי ראשי:

אייל שלוש 972-37539737 eyal.chelouche@spglobal.com

איש קשר נוסף:

מתן בנימין 972-37539716 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים 2
דירוגי הנפקה 4
תחזית הדירוג 4
התרחיש החיובי 4
התרחיש השלילי 4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
רשימת דירוגים 5

תמצית

- חברת מיכמן מימון בע"מ ("מיכמן" או "החברה") חזרה למסלול צמיחה במחצית השנייה של 2024, לאחר ההתמתנות בצמיחת תיק האשראי של החברה בתחילת 2023 על רקע הצורך להתאים את מדיניותה לסביבה מקרו-כלכלית מאתגרת יותר. אנו מעריכים כי תיק האשראי של החברה יצמח בצורה הדרגתית בשנתיים הקרובות.
- חל שיפור ביחס ההון המותאם לסיכון (RAC) של החברה, שעלה לראשונה מעל 15%, ואנו צופים כי הוא יישאר מעל 15% ב-12-18 החודשים הקרובים על רקע מדיניות פיננסית תומכת.
- איכות תיק האשראי וביצועיה התפעוליים של מיכמן נותרו יציבים על אף הסביבה המאתגרת, כמשתקף בתשעת החודשים הראשונים של 2024 ברווח נקי של 26.3 מיליון ₪ ומרווח מימון נטו של כ-10.1%.
- להערכתנו, השינויים החיוביים שביצעה מיכמן ממתנים את הסיכונים הנובעים מהידרדרות פוטנציאלית בכלכלה המקומית.
- לפיכך אנו מאשררים את דירוגי המנפיק והחוב של מיכמן מימון בע"מ, 'ilBBB+', ומשנים את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שמיכמן תמשיך לפתח ולהרחיב את עסקיה ב-12-18 החודשים הקרובים למרות הסביבה המקרו-כלכלית המאתגרת, וכי יחס ההון המותאם לסיכון של החברה יישאר מעל 15% תוך שמירה על גישה טובה למקורות מימון יציבים ומגוונים הן משוק ההון והן מן המערכת הבנקאית.

פעולת הדירוג

ב-6 במרץ 2025 אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק לטווח ארוך של מיכמן מימון בע"מ, 'ilBBB+', ושינתה את תחזית הדירוג ליציבה משלילית. בה בעת אשררה S&P מעלות את דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות של החברה, 'ilBBB+'.

שיקולים עיקריים

בסיס ההון של החברה המשיך להתחזק, בין היתר בזכות רווחים שוטפים, אי חלוקת דיבידנדים וגיוס הון.

ב-30 בספטמבר 2024 עמד ההון העצמי של מיכמן על כ-167 מיליון ₪, לעומת כ-138 מיליון ₪ בסוף 2023 וכ-108 מיליון ₪ בסוף 2022. כתוצאה מחיזוק ההון, יחס ההון המותאם לסיכון של החברה עלה לראשונה מעל 15%, ואנו צופים כי הוא יישאר מעל 15% ב-12-18 החודשים הקרובים. בנוסף, בנובמבר 2024 השלימה מיכמן גיוס הון בסך 13.8 מיליון ₪ מהראל חברה לביטוח בע"מ ("הראל ביטוח", ilAA+/Stable) באמצעות הקצאת מניות המהוות כ-4.9% מהונה המונפק של החברה, כך שההון העצמי לפני תוצאות סוף 2024 עמד על

כ-181 מיליון ₪, וכן קיבלה החברה מהראל ביטוח מסגרת אשראי בסך של 50 מיליון ₪ על דרך של הנפקת אג"ח. כמו כן, ברבעון האחרון של 2024 מכרה מיכמן את כל החזקותיה במניות חברת הביטוח ליברה.

אנו רואים לחיוב את חזרת החברה לצמיחה בתיק האשראי לאחר שנתיים של יציבות יחסית. לאחר ההתמתנות בצמיחת תיק האשראי של החברה שהחלה בתחילת 2023 על רקע הצורך להתאים את מדיניותה לסביבה מקרו-כלכלית מאתגרת יותר, חזרה מיכמן למסלול צמיחה במחצית השנייה של 2024. ב-30 בספטמבר 2024 עמד היקף תיק האשראי ברוטו של מיכמן על כ-715 מיליון ₪, לעומת כ-655 מיליון ₪ בסוף 2023 וכ-721 מיליון ₪ ב-30 בספטמבר 2023. אנו מעריכים כי תיק האשראי של החברה יצמח בצורה הדרגתית בשנתיים הקרובות. רווחיות החברה נותרה יציבה, אם כי מרווח המימון נטו המשיך להישחק ועמד על כ-10.1% ב-30 בספטמבר 2024, לעומת 13% בסוף 2023. זאת על רקע המשך טיוב תיק האשראי של החברה תוך הגדלת החשיפה להלוואות המגובות בבטוחות קשיחות במגזר הנדל"ן, לצד המשך עלויות מימון גבוהות כתוצאה מסביבת הריבית הגבוהה. אנו צופים כי מרווח זה יעמוד בשנתיים הקרובות על כ-10%.

על אף הסביבה הכלכלית המאתגרת, שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך התיק נותר יציב ובהתאם לממוצע הענפי. ב-30 בספטמבר 2024 עמד שיעור זה על כ-1.2% על-פי חישובי S&P Global Ratings, לעומת כ-1.4% בסוף 2023 וכ-1.3% ב-30 בספטמבר 2023, ואנו צופים כי הוא יישאר דומה בשנתיים הקרובות. זאת הודות לטיוב המתמשך בתיק האשראי ולציפיותינו ליציבות בענפי הנדל"ן והבינוי, המהווים כ-64% מסך תיק האשראי של החברה. עם זאת, אם ההתאוששות בכלכלה הישראלית תהיה איטית מציפיותינו, וסביבת הריבית הגבוהה תימשך, ייתכן שנראה שיעור גבוה יותר של הוצאות להפסדי אשראי מתחזיותינו הנוכחיות. שיעור החובות הבעייתיים נותר יציב אף הוא, וב-30 בספטמבר 2024 עמד על כ-3.2% לעומת כ-3.4% בסוף 2023 וכ-3.2% ב-30 בספטמבר 2023, בעוד ששיעור המחיקות החשבונאיות ירד משמעותית לכ-1% בסוף הרבעון השלישי של 2024 מכ-1.8% בסוף 2023, על רקע הטיוב המתמשך בתיק האשראי.

מיכמן ממשיכה להגדיל את חשיפתה לענפי הנדל"ן והבינוי. כפועל יוצא מהמשך התמקדותה של החברה במתן הלוואות לענפי הנדל"ן והבינוי, חלקם מתיק האשראי ממשיך לגדול, וב-30 בספטמבר 2024 עמד על כ-64%, לעומת כ-45% בסוף 2023, ואנו מעריכים כי הוא ימשיך לעלות ויישאר גבוה מהממוצע הענפי. המח"מ הממוצע של תיק האשראי ממשיך להתארך, ועמד על כשמונה חודשים ב-30 בספטמבר 2024 לעומת כשישה חודשים שנה קודם לכן. עם זאת, המשך הגדלת היקף הבטוחות, שעמד על כ-63% ב-30 בספטמבר 2024, ממתן להערכתנו סיכון זה. בטוחות אלה כוללות משכנתאות מדרגה ראשונה ושנייה, ניירות ערך סחירים ובטוחות שונות נוספות.

אנו רואים לחיוב את הנפקות החוב שביצעה החברה בשוק ההון ב-2024, ואת יכולתה לשמור על פרופיל מימון מגוון ויציב. ב-2024 הנפיקה מיכמן איגרות חוב בכירות לא מובטחות בהיקף של כ-550 מיליון ₪,

באמצעות הרחבת סדרות קיימות (סדרות א' ו-ב') והנפקה של שתי סדרות חדשות (סדרות ג' ו-ד'), והגדילה מסגרת בנקאית קיימת מ-18 מיליון ₪ ל-50 מיליון ₪, בנוסף לקבלת מסגרת בנקאית חדשה מבנק נוסף בסך של 50 מיליון ₪. בנוסף האריכה החברה את תוקף ההלוואה שנטלה מ"עמיתים", ובכך דחתה את מועד הפירעון של חוב בכיר בסך של 120 מיליון ₪ ממרץ 2024 למרץ 2026 ופרעה מיידית כמחצית מהחוב הנחות, בהיקף של 15 מיליון ₪ מתוך 30 מיליון ₪, והיתרה תיפרע בהדרגה עד למועד הפירעון הסופי בתחילת 2027. במסגרת הנפקת ההון שבוצעה עם הראל ביטוח, ביצעה מיכמן הנפקה פרטית של איגרות חוב (סדרה ג') בהיקף של 50 מיליון ₪ לחברה. אנו מעריכים כי פעולות אלו הפחיתו משמעותית את סיכוני מחזור החוב של מיכמן, וסבורים שמבנה המימון של החברה יישאר מגוון ויציב. מבנה זה כולל גם קווי אשראי משלושה בנקים (אחד מהם מובטח), הלוואה נחותה נוספת מגוף מוסדי ומסגרות אשראי מגופים חוץ-בנקאיים פרטיים.

דירוגי הנפקה

דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות של החברה, הזהה לדירוג המנפיק, משקף את הנחתנו שב-12-18 החודשים הקרובים החוב המועדף (priority debt) לא יעלה על 30% מסך הנכסים המתואמים, וששווי הנכסים הלא משועבדים יישאר גבוה מהחוב המובטח.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שמיכמן תמשיך לפתח ולהרחיב את עסקיה ב-12-18 החודשים הקרובים למרות הסביבה המקרו-כלכלית המאתגרת, וכי יחס ההון המותאם לסיכון של החברה יישאר מעל 15% תוך שמירה על גישה טובה למקורות מימון יציבים ומגוונים הן משוק ההון והן מן המערכת הבנקאית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית ב-12 החודשים הקרובים אם החברה תמשיך להגדיל את תיק האשראי ולחזק את מעמדה בענף האשראי החוץ-בנקאי, מבלי שבסיס ההון או איכות הנכסים תיפגע. על אלה להיות מלווים בשמירה על מבנה מימון יציב ומגוון הכולל מימון לטווח בינוני משוק ההון וקווי אשראי מבנקים, ועל כרית נזילות מספקת, בדומה למצב הנוכחי.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג המנפיק של מיכמן מימון ב-12-18 החודשים הקרובים אם יתרחשו אחד או יותר מהאירועים הבאים:

- עלייה משמעותית בסיכונים הגיאופוליטיים וירידה נוספת של דירוג מדינת ישראל.
- היחלשות בתנאים המקרו-כלכליים שתשפיע לרעה על ביצועי החברה, בין היתר אם תחול עלייה משמעותית בהיקף הפסדי האשראי.

- נוריד את דירוג האג"ח אם החוב המועדף (priority debt) יעלה על 30% מסך הנכסים המתואמים לאורך זמן, כלומר אם החברה לא תצליח לגייס חוב לא מובטח חדש.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג הון היברידי, 10 בפברואר, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings , 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

מיכמן מימון בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB+\Stable	08/06/2021	23/05/2024
טווח קצר	ilA-2	04/08/2022	23/05/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilBBB+	08/06/2021	23/05/2024
סדרה ב	ilBBB+	25/01/2022	23/05/2024
סדרה ג	ilBBB+	09/04/2024	23/05/2024
סדרה ד	ilBBB+	08/12/2024	08/12/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מרץ 06, 2025	ilBBB+\Stable		
דצמבר 21, 2022	ilBBB+\Negative		
יוני 21, 2022	ilBBB+\Stable		
יוני 08, 2021	ilBBB\Positive		
טווח קצר			
אוגוסט 04, 2022	ilA-2		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/03/2025 12:31
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/03/2025 12:31
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.