Maalot
S&P Global Ratings

מ.ל.ר.ן. פרויקטים ומסחר בע"מ

28 במאי 2025

עדכון דירוג

שינוי תחזית הדירוג לחיובית משלילית על רקע שיפור מהותי בפרופיל הסיכון; אשרור דירוג 'ilBBB+'

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

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

איילת מצוב 972-3-7539712 ayelet.matzov@spglobal.com

תוכן עניינים

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

תמצית

- איכות הנכסים של מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בע"מ ("מלרן" או "החברה"), השתפרה ב-18 החודשים האחרונים, במיוחד לאחר השלמת מכירת פעילות לוגאנו בדצמבר 2023.
- אנו צופים כי פרופיל הסיכון של החברה ימשיך להתייצב, וכי תחת ההנהלה הנוכחית החברה תמשיך להתמקד בעסקי הליבה שלה – מתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל.
- כתוצאה מכך אנו מאשררים את דירוגי החברה ומשנים את תחזית הדירוג לחיובית משלילית.
- תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו שהירידה בסיכון של החברה, ובמיוחד במדדי איכות הנכסים, צפויה להימשך. לפי תרחיש הבסיס שלנו, מלרן תמשיך להתמקד בפעילות הליבה שלה בישראל, עם גידול מתון בתיק האשראי וללא צפי להתדרדרות באיכות הנכסים ב-12-18 החודשים הקרובים.

פעולת הדירוג

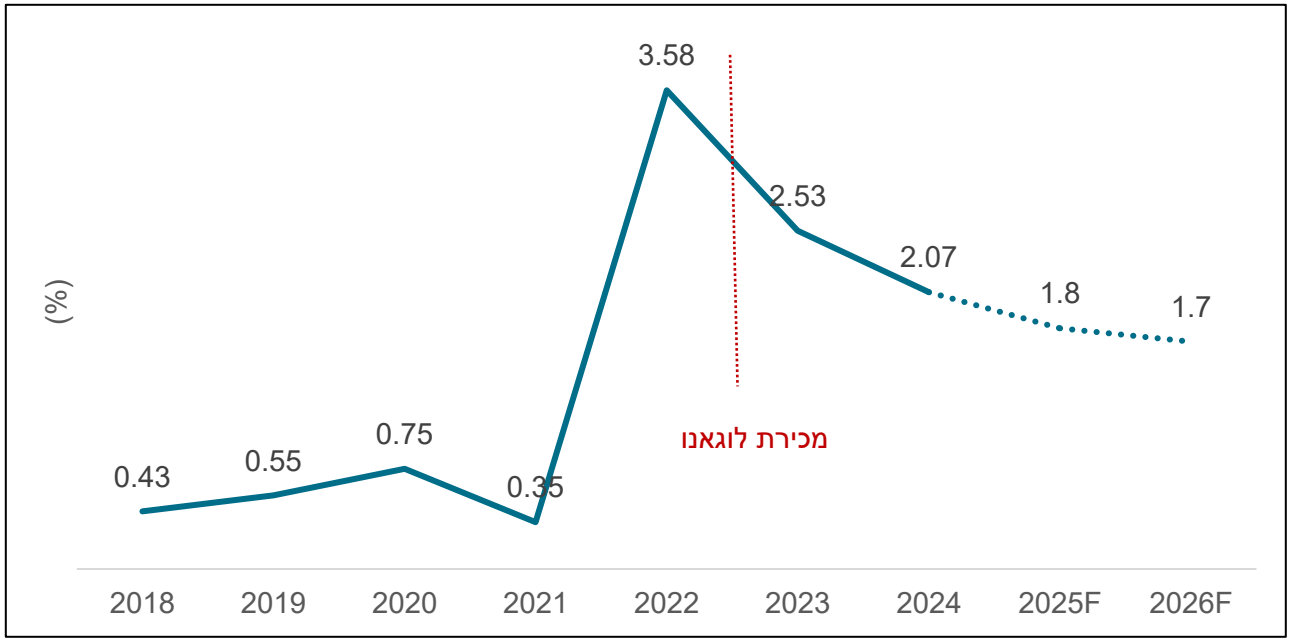
ב-28 במאי 2025 אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק לטווח ארוך של מ.ל.ר.ן פרויקטים ומסחר בע"מ, 'ilBBB+', ושנתה את תחזית הדירוג לחיובית משלילית. בה בעת אשררה S&P מעלות את דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות של החברה, 'ilBBB+'.

שיקולים עיקריים

שינוי התחזית לחיובית משקף שיפור מהותי במדדי איכות הנכסים של החברה ב-18 החודשים האחרונים, ובמיוחד מאז נובמבר 2023 – מועד השלמת מכירת פעילות לוגאנו. זאת במקביל למינוי הנהלה חדשה, שלהערכתנו נקטה בגישה שמרנית ושתיאבון הסיכון שלה נמוך יותר, מה שהוביל לייצוב משמעותי של החברה ולגיוון פרופיל המימון על רקע השלמה של מספר הנפקות חוב וגידול במסגרות האשראי. אנו רואים לחיוב את ההחלטה האסטרטגית של מלרן להתמקד מחדש בתחום הליבה – מתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים ואוכלוסיות נישה בישראל – תוך שמירה על רמת החיתום.

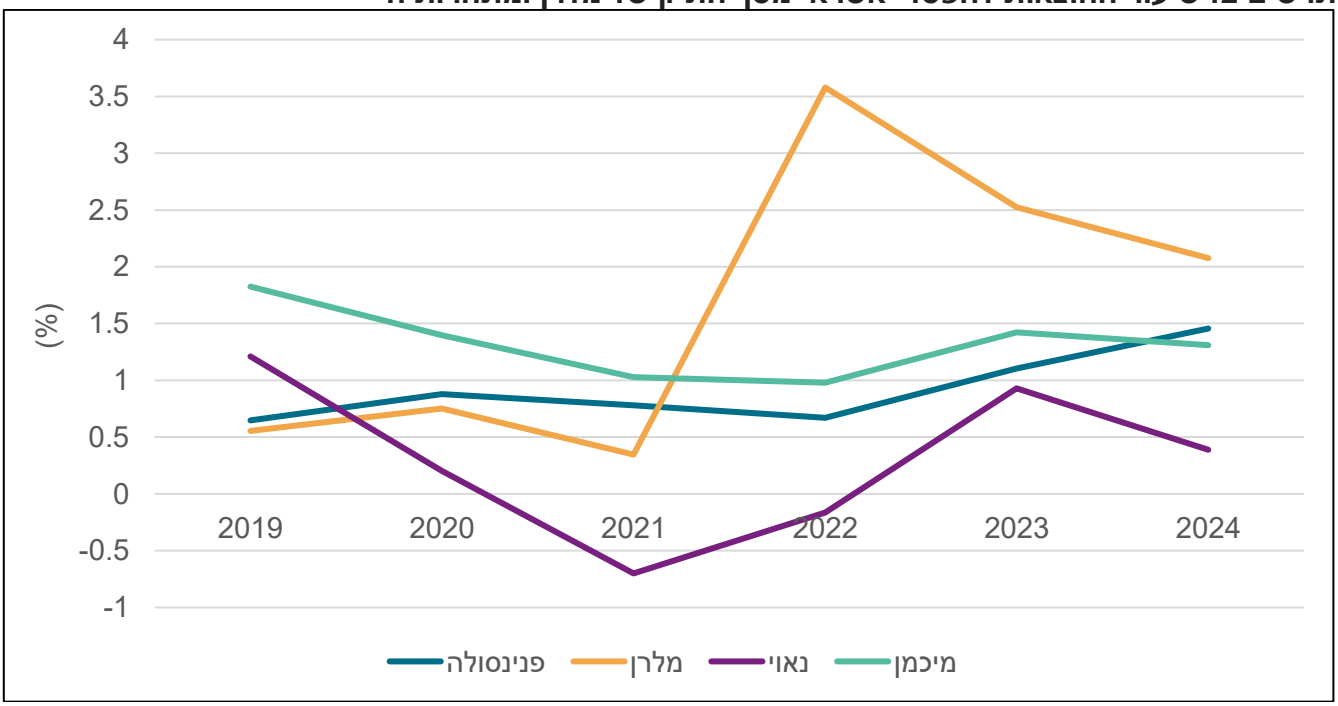
השיפור באיכות הנכסים התבטא בירידה בהוצאות להפסדי אשראי, אשר לדעתנו משקפת ירידה בסיכון. ההפרשות להפסדי אשראי ב-2024 היוו 2.07% מהתיק ברוטו, לעומת 3.58% ב-2022. השיפור התבטא גם בתוצאות הרבעון הראשון של 2025, המצביעות על הוצאות שנתיות להפסדי אשראי של 1.7% מהתיק ברוטו. בתחזית שלנו אנו צופים כי מלרן תשמור על הוצאות שנתיות להפסדי אשראי בטווח של 1.7%-1.9% בשנים 2025-2027. בשלב זה איננו רואים תיאבון סיכון מוגבר שיוביל להתדרדרות.

תרשים 1: ירידה משמעותית בהפרשות להפסדי אשראי מאז מכירת פעילות לוגאנו



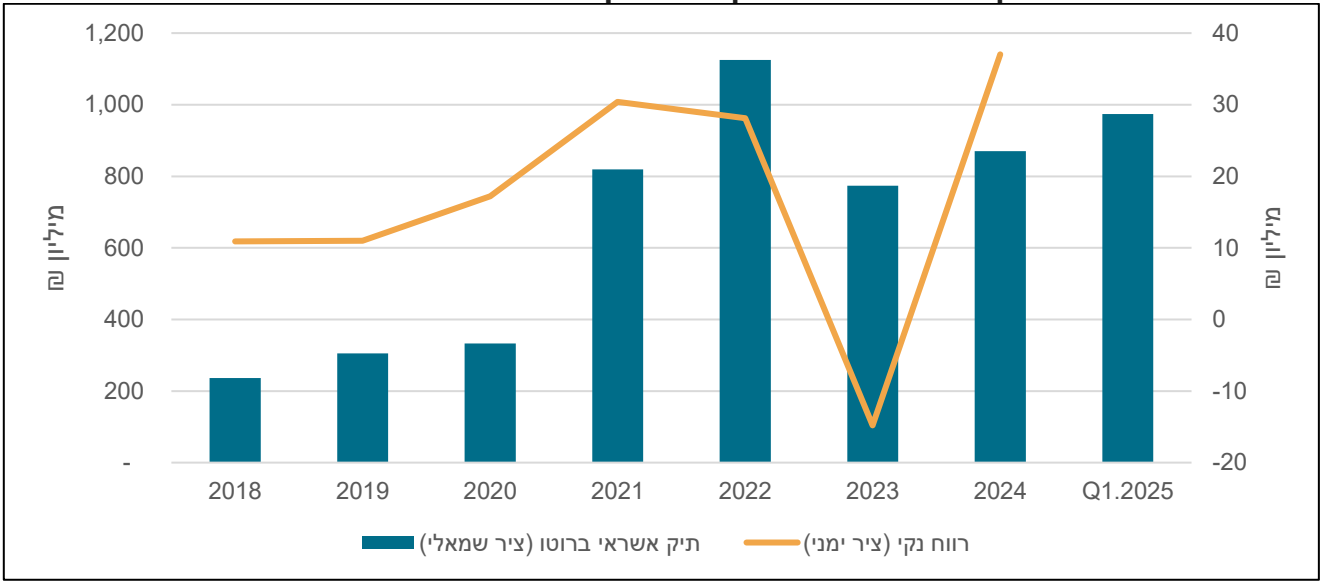
אנו מתייחסים לנתוני ההוצאות להפסדי אשראי בשמרנות כאשר מדובר במגזר האשראי החוץ-בנקאי, שאינו כפוף לרגולציה הדומה לזו של הבנקים, ומאפשר גמישות רבה יותר בקביעת רמות ההפרשה הכללית. מלרן מיישמת מקדם סיכון גבוה במודל ההפרשה הכללית שלה, ואף שהתוצאה היא שיעור הפרשות כולל גבוה יותר בהשוואה למתחרותיה, אנו רואים זאת כצעד שמרני, שכן הוא מספק שכבת הגנה נוספת לספיגת הפסדים אפשריים בתרחישי קיצון או במקרה של היחלשות הסביבה המאקרו-כלכלית.

תרשים 2: שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך התיק של מלרן ומתחרותיה



מלרן הגדילה את תיק האשראי שלה ב-12 החודשים האחרונים, תוך שהיא מייצבת את מדדי איכות הנכסים, כפי שצוין. תיק האשראי צמח ל-974 מיליון ₪ בסוף הרבעון הראשון של 2025 מ-770 מיליון ₪ בנובמבר 2023 (לאחר מכירת פעילות לוגאנו). אנו צופים כי התיק ימשיך לצמוח בהדרגה, בתמיכת שיפור מבנה המימון של החברה, ל-1.1-1.2 מיליארד ₪ בסוף 2025. בהתאם לכך, אנו צופים כי הרווח הנקי יסתכם בכ-45-50 מיליון ₪ בשנת 2025, לעומת 37 מיליון ₪ בשנת 2024.

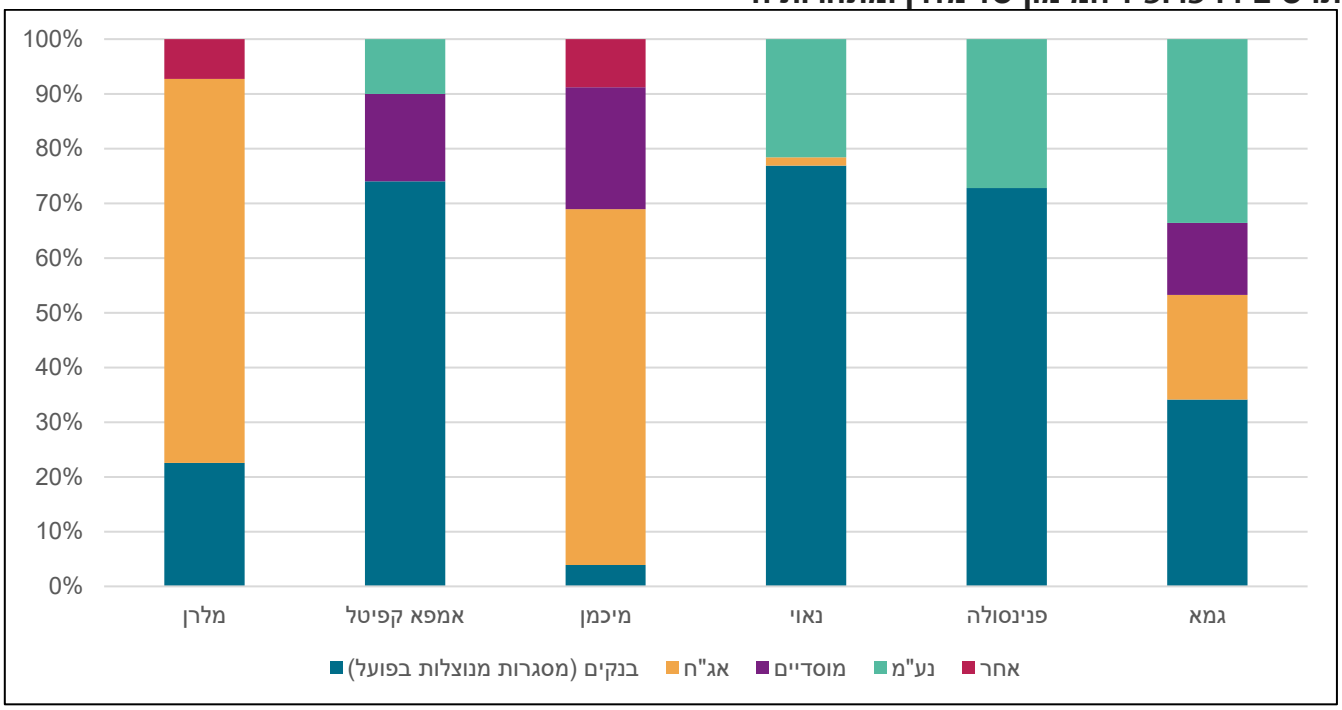
תרשים 3: התפתחות תיק האשראי והרווח הנקי של מלרן



פרופיל המימון של מלרן השתפר מהותית, ובסוף הרבעון הראשון של 2025 החברה מחזיקה במסגרות אשראי חתומות בהיקף כולל של 400 מיליון ₪, מתוכן כ-200 מיליון ₪ לא מנוצלות וזמינות לשימוש. במקביל הנפיקה מלרן בהצלחה שתי סדרות אג"ח חדשות, ובכך חידשה בפועל את הקשר עם שוק ההון. אנו סבורים כי הגישה המחודשת לשוק ההון הייתה גורם מרכזי בהשגת המסגרות המחייבות ובשיפור תנאי המימון מהבנקים.

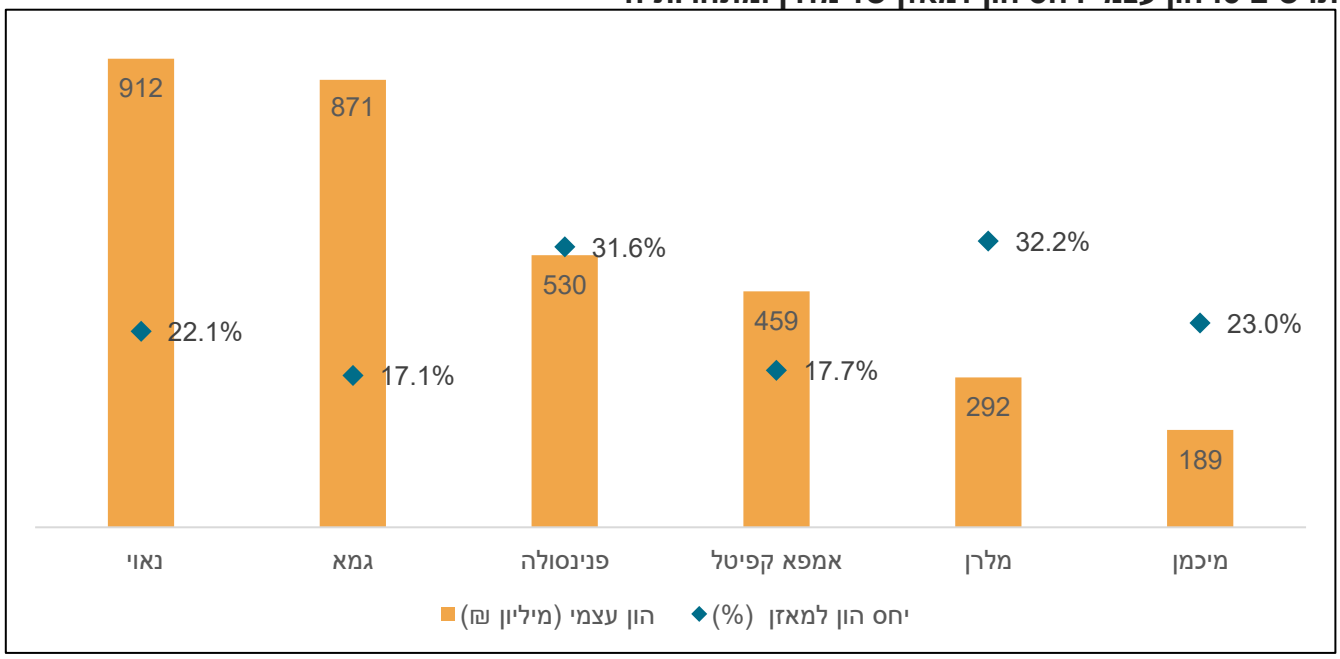
הנזילות של מלרן נתמכת במסגרות אשראי לא מנוצלות בבנקים ובמח"מ נכסי קצר. בנוסף יש לחברה גמישות להנזיל חלק מתיק האשראי במידת הצורך, על מנת לעמוד בהתחייבויות החוב ולנהל את חשיפותיה, וזאת לאור העובדה שכ-40% מהנכסים בתיק נפרעים בטווח של עד 120 יום.

תרשים 4: פרופיל המימון של מלרן ומתחרותיה



יחס ההון העצמי למאזן של מלרן 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



תחזית הדירוג

תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו שהירידה בסיכון של החברה, ובמיוחד במדדי איכות הנכסים, צפויה להימשך תוך שמירה על פרופיל מימון יציב. לפי תרחיש הבסיס שלנו, מלרן תמשיך להתמקד בפעילות הליבה שלה בישראל, עם גידול מתון בתיק האשראי וללא צפי להתדרדרות באיכות הנכסים ב-12-18 החודשים הקרובים.

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם מדדי איכות הנכסים יישמרו ומלרן תשמור על האסטרטגיה הקיימת של התמקדות במתן אשראי בישראל, ונסבור כי תיאבון הסיכון נותר ברמה הנוכחית. זאת במקביל לשמירה על פרופיל המימון היציב והמגוון.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית ב-12-18 החודשים הקרובים אם נבחין בהתדרדרות מחודשת במדדי איכות הנכסים , אשר יעידו על היחלשות ברמת החיתום או על סטייה ממוקד הפעילות המרכזי של החברה בתחום האשראי. היחלשות מהותית בגישה למקורות מימון, ירידה ברמות הנזילות, או חשיפה בלתי צפויה למקטעי אשראי מסוכנים יותר – במיוחד בסביבה מקרו-כלכלית או גיאופוליטית מאתגרת לאורך זמן – עלולות גם הן להפעיל לחץ על הדירוג.

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
- 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, 27 במרץ, 2025

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+\Positive	17/12/2019	26/11/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
הלוואה מגוף מוסדי ב'	ilBBB+	18/02/2025	18/02/2025
סדרה ה	ilBBB+	22/09/2024	26/11/2024
סדרה ז'	ilBBB+	18/05/2025	18/05/2025
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ג	ilBBB+	12/08/2021	26/11/2024
סדרה ד'	ilBBB+	18/05/2022	26/11/2024
סדרה ו '	ilBBB+	04/03/2025	04/03/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 28, 2025	ilBBB+\Positive		
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	28/05/2025 12:43
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	28/05/2025 12:43
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.