Maalot
S&P Global Ratings

בלאקאדג' בע"מ

8 בדצמבר 2025

עדכון דירוג

העלאת דירוג המנפיק ואיגרות החוב ל-'ilA-' על רקע התחזקות ביחסי ההון; התחזית יציבה

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 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
רשימת דירוגים 6

תמצית

- בשנתיים האחרונות חל שיפור ביחס ההון המותאם לסיכון (RAC) של בלאקאדג' בע"מ ("בלאקאדג'" או "החברה", לשעבר "מיכמן מימון בע"מ") אל מעל 15%, ואנו צופים כי הוא יישאר מעל 15% ב-12-18 החודשים הקרובים על רקע מדיניות פיננסית תומכת.
- אנו צופים גידול הדרגתי בתיק האשראי של החברה בתחומי הליבה שלה, מתן מימון ליזמי נדל"ן, לצד כניסה לתחומי פעילות חדשים כגון ליווי בנייה לפרויקטים לנדל"ן למגורים ומימון משכנתאות.
- לפיכך אנו מעלים את דירוגי המנפיק והחוב של בלאקאדג' בע"מ ל-'ilA-' מ-'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שבלאקאדג' תמשיך לפתח ולהרחיב את עסקיה ב-12-18 החודשים הקרובים, וכי יחס ההון המותאם לסיכון של החברה יישאר מעל 15% תוך שמירה על גישה טובה למקורות מימון יציבים ומגוונים משוק ההון והמערכת הבנקאית.

פעולת הדירוג

ב-8 בדצמבר 2025 העלתה S&P מעלות את דירוג המנפיק לטווח ארוך של בלאקאדג' בע"מ ואת דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות שלה ל-'ilA-' מ-'ilBBB+'. התחזית יציבה.

שיקולים עיקריים

העלאת הדירוג משקפת את השיפור ביחס ההון המותאם לסיכון (RAC) של בלאקאדג' בשנתיים האחרונות, שהתייצב על מעל 15%, ואנו צופים כי הוא יישאר מעל 15% ב-12-18 החודשים הקרובים על רקע יציבות ברווחיות ובאיכות הנכסים ומדיניות פיננסית תומכת. בסיס ההון של החברה המשיך להתחזק, בין היתר בזכות רווחים שוטפים, אי חלוקת דיבידנדים וגיוס הון. ב-30 בספטמבר 2025 עמד ההון העצמי של בלאקאדג' על כ-211 מיליון ₪, לעומת כ-189 מיליון ₪ בסוף 2024 וכ-138 מיליון ₪ בסוף 2023. בנובמבר 2024 השלימה בלאקאדג' גיוס הון בסך 13.8 מיליון ₪ מהראל חברה לביטוח בע"מ ("הראל ביטוח", ilAAA/Stable) באמצעות הקצאת מניות המהוות כ-4.9% מהונה המונפק של החברה, ובנוסף קיבלה מהראל ביטוח מסגרת אשראי בסך של 50 מיליון ₪ באמצעות הנפקת אג"ח.

בכוונת החברה לפתח פעילות בתחום ליווי הבנייה והמשכנתאות. אנו סבורים שתחום ליווי הבנייה הינו ברמת סיכון גבוהה יחסית, כמשתקף במשקולות סיכון גבוהות שמיושמות על הנכסים בחישוב יחס ה-RAC. אולם היות שאנו צופים כי היקף הפעילות יגדל בהדרגה לצד פיתוח פעילות המשכנתאות, אנו מעריכים שיחס ה-RAC יישאר ברמתו הנוכחית.

ב-2025 עדכנה בלאקאדג' את אסטרטגיית החברה, וגיבשה תוכנית אסטרטגית רב שנתית. מטרת התוכנית לחזק את מעמדה העסקי של החברה ולמצב אותה כנותנת מגוון רחב של שירותים ליזמי נדל"ן

למגורים. במסגרת יישום האסטרטגיה ביססה בלאקאדג' ארבע זרועות פעילות מרכזיות: ליווי בנייה (שתפעל באמצעות חברת בת), מימון משכנתאות (שתפעל באמצעות חברת בת), מימון מזנין ואקוויטי ובנקאות פרטית (לרבות אשראי לבעלי שליטה). כל זרוע תפעל תחת מתודולוגיה אחידה של ניהול סיכונים, יעדים ברורים ותרבות ביצוע ממוקדת תוצאה. אנו רואים לחיוב את מיקוד החברה בהרחבת תחומי הפעילות שלה, אם כי להערכתנו תרומת התחומים החדשים לסך ההכנסות ורווחיות החברה תהיה מתונה בשנתיים הקרובות.

אנו רואים לחיוב את חזרת החברה לצמיחה בתיק האשראי לאחר שנתיים של יציבות. לאחר ההתמתנות בצמיחת תיק האשראי של החברה שהחלה בתחילת 2023 על רקע הצורך להתאים את מדיניותה לסביבה מקרו-כלכלית מאתגרת יותר, חזרה בלאקאדג' למסלול צמיחה באמצע 2024. ב-30 בספטמבר 2025 עמד היקף תיק האשראי ברוטו של החברה על כ-929 מיליון ₪, לעמת כ-789 מיליון ₪ בסוף 2024 וכ-715 מיליון ₪ ב-30 בספטמבר 2024. אנו מעריכים כי תיק האשראי של החברה יצמח בהדרגה בשנתיים הקרובות.

רווחיות החברה נותרה יציבה, אם כי מרווח המימון נטו על-פי חישובי S&P Global Ratings המשיך להישחק ועמד על כ-7% ב-30 בספטמבר 2025, לעומת כ-10% שנה קודם לכן. זאת על רקע המשך טיוב תיק האשראי של החברה תוך הגדלת החשיפה להלוואות המגובות בבטוחות קשיחות במגזר הנדל"ן, לצד המשך עליות מימון גבוהות כתוצאה מסביבת הריבית הגבוהה. אנו צופים כי מרווח זה יתייצב בשנתיים הקרובות על כ-7%.

על אף הסביבה הכלכלית המאתגרת, שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך התיק נותר יציב ודומה לממוצע הענפי. ב-30 בספטמבר 2025 עמד שיעור זה על כ-1% על-פי חישובי S&P Global Ratings, לעומת כ-1.2% שנה קודם לכן, ואנו צופים כי ינוע סביב 1.0%-1.2% בשנתיים הקרובות. זאת הודות לטיוב המתמשך בתיק האשראי ולציפיותינו להתייצבות בענפי הנדל"ן והבנייה, המהווים כ-67% מסך תיק האשראי של החברה. עם זאת, אם ההתאוששות בכלכלה הישראלית תהיה איטית מציפיותינו, ותחול הדרדרות בתחום הנדל"ן, ייתכן שנראה שיעור גבוה יותר של הוצאות להפסדי אשראי מתחזיותינו הנוכחיות. נציין כי שיעור החובות הבעייתיים עלה באופן משמעותי, וב-30 בספטמבר 2025 עמד על כ-9.3% לעומת כ-3.4% בסוף 2024 וכ-3.2% ב-30 בספטמבר 2024. זאת בשל גידול משמעותי בהיקף החובות שחלה בהם עלייה משמעותית בסיכון האשראי (שלב ב') וכן בהיקף החובות הפגומים (שלב ג'). יחד עם זאת, בחלק מן החובות בוצע מחזור חוב, ובחלק מן המקרים קיימים בטחונות נדל"ן שלחברה יש ייפוי כוח למימושם כנגד החובות. שיעור המחיקות החשבונאיות נותר יציב, וב-30 בספטמבר 2025 עמד על כ-0.7% לעומת כ-1% שנה קודם לכן.

בלאקאדג' ממשיכה להגדיל את חשיפתה לענפי הנדל"ן והבנייה. כפועל יוצא מהמשך התמקדותה של החברה במתן הלוואות לענפי הנדל"ן והבנייה, חלקם מתיק האשראי ממשיך לגדול, וב-30 בספטמבר 2025 עמד על כ-67%, לעומת כ-64% ב-30 בספטמבר 2024. אנו מעריכים כי שיעור זה ימשיך לגדול ויישאר גבוה מהממוצע הענפי, בפרט בשל כניסת החברה למגזרי ליווי בנייה ומימון משכנתאות. המח"מ הממוצע של תיק

האשראי ממשיך להתארך, ועמד על כשמונה חודשים ב-30 בספטמבר 2025. עם זאת, המשך הגדלת היקף הבטוחות, שעמד על כ-72% ב-30 בספטמבר 2025, 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-2025, ואת יכולתה לשמור על פרופיל מימון מגוון ויציב. ב-2025 הנפיקה בלאקאדג' איגרות חוב בכירות לא מובטחות בהיקף של כ-170 מיליון ₪, באמצעות הרחבת סדרה קיימת (סדרה ד') והנפקה של סדרה חדשה (סדרה ה') במח"מ של 3.5 שנים. נכון ל-30 בספטמבר 2025 יש לחברה ארבע סדרות אג"ח בהיקף כולל של כ-424 מיליון ₪. בנוסף יש לה מסגרות בנקאיות משלושה בנקים (אחת מהן מובטחת) בהיקף כולל של כ-220 מיליון ₪, עם יתרה לא מנוצלת של כ-13 מיליון ₪. באוקטובר 2025 הוגדלה המסגרת באחד מן הבנקים מ-50 מיליון ₪ ל-60 מיליון ₪, וכן הועמדו לרשות בלאקאדג' מסגרת אשראי של כ-150 מיליון ₪ מגוף מוסדי ומסגרת אשראי של כ-50 מיליון ₪ מגוף חוץ בנקאי. בנוסף יש לבלאקאדג' הלוואה בסך של 120 מיליון ₪ מגוף מוסדי הצפויה להיפרע במרץ 2026, חוב נחות בסך של 20 מיליון ₪ מחברת ביטוח ומסגרת בהיקף של כ-115 מיליון ₪ מגוף חוץ בנקאי. להערכתנו, פרופיל המימון של בלאקאדג' הולם את הדירוג, ואנו צופים שהחברה תמשיך לגייס מקורות מימון במח"ם ארוך שיתאימו למח"ם המתארך של הנכסים.

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 שבלאקאדג' תמשיך לפתח ולהרחיב את עסקיה ב-12-18 החודשים הקרובים, וכי יחס ההון המותאם לסיכון של החברה יישאר מעל 15% תוך שמירה על גישה טובה למקורות מימון יציבים ומגוונים משוק ההון והמערכת הבנקאית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית 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 הבינוני משוק ההון וקווי אשראי מבנקים, ועל כרית נזילות מספקת, בדומה למצב הנוכחי.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג המנפיק של בלאקאדג' ואת דירוג האג"ח שלה ב-12-18 החודשים הקרובים אם יתרחשו אחד או יותר מהאירועים הבאים:

- צמיחת החברה בקווי הפעילות החדשים תשפיע לרעה על ביצועיה ועל איכות הנכסים שלה.
- יחס ההון מותאם לסיכון (RAC) ירד מתחת ל-15%.

נוריד את דירוג האג"ח גם 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
- 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

בלאקאדג' בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA-\Stable	08/06/2021	06/03/2025
טווח קצר	ilA-2	04/08/2022	06/03/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ג	ilA-	09/04/2024	06/03/2025
סדרה ד	ilA-	08/12/2024	06/03/2025
סדרה ה	ilA-	27/08/2025	27/08/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 08, 2025	ilA-\Stable		
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	08/12/2025 09:32
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	08/12/2025 09:32
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.