



עדן דיסקברי וובינר
נובמבר 2022 - CACC

20.11.2022

אזהרה משפטית - דיסקליימר

- אין באמור לעיל המלצה לקנות, למכור או להחזיק נייר ערך כלשהו או לבצע פעולה כלשהי.
- לפני ביצוע פעולה פיננסית כלשהי יש להתייעץ עם מומחה.
- במידה ומוזכרים ניירות ערך, יש להניח שיש לי ולשותפיות אותן אני מנהל פוזיציה גדולה ואינטרס אישי גדול בכל הניירות המוזכרים.
- אנו עשויים למכור או לקנות כל אחד מהניירות המוזכרים ללא הודעה מראש.
- אינני יועץ השקעות, יועץ מס, רו"ח או עו"ד.
- לפני כל פעולה פיננסית כלשהי יש להתייעץ עם מומחה בתחום שיתאים את ההשקעה למשקיע
- מצגת זו לא מהווה ולא מיועדת להוות הצעה לציבור לפי סעיף 15א(א)(4)(א) לחוק ניירות ערך.
- המציג אינו מתכוון למכור ניירות ערך למשקיעים שמספרם עולה על שלושים וחמישה.
- מכירת יחידות השתתפות בשותפות תיעשה למשקיעים אשר מספרם אינו עולה על שלושים וחמישה בסך הכל והליך בחירתם יקבע על פי שיקול דעתו הבלעדי של השותף הכללי.
- כל התשואות, אם מוצגות, הינן תשואות עבר ואינן מייצגות או מבטיחות תשואות עתידיות כלשהן.

קצת עלי



- שמי אסף נתן
- מנהל את קרן הגידור עדן דיסקברי (2022) ועדן אלפא (2012)
- נשוי לשרון, אב לשלושה ילדים מקסימים
- השכלה:
- תואר בהנדסת חשמל בהצטיינות נשיא מהטכניון
- תואר שני במנהל עסקים בהצטיינות מאוניברסיטת רייכמן, התמחות במימון Fixed income תוכנית רוטשילד קיסריה
- בשוק ההון 15 שנים

היום – מנתחים את קרדיט אקספטנס CACC



- חברה פיננסית בארצות הברית
- אין המלצה!
- יש אחזקה!
- מדבר מפוזציה!
- לא נדבר על תשואות או תנאים של הקרן
- אין הצעה לציבור של מוצרים פיננסיים
- השקעה בחברה, כמו בכל מניה – עשויה לגרור הפסדים כבדים עד כדי ההשקעה
- ידע דרוש: ידע פיננסי בסיסי, הבנה של מושגי תמחור כמו מכפיל רווח ומכפיל הון.

הפרמטרים החשובים בניתוח חברה פיננסית

- כאשר מנתחים חברה פיננסית, צריך להסתכל על מספר פרמטרים חשובים:
 1. תשואה על ההון – ROE – התשואה שהחברה משיאה על ההון הצבור בחברה
 2. מכפיל הרווח – P/E – מספר הפעמים שהרווח נכנס בשווי השוק של החברה
 3. תשואה על הנכסים – ROA – התשואה שהחברה משיאה על כל הנכסים שלה
 4. מכפיל ההון – P/B – מספר הפעמים שהון החברה נכנס בשווי השוק של החברה
 5. תשואה על ההון המושקע – ROIC – התשואה הכלכלית שמפיקה החברה על ההון המושקע בחברה

התאמה לחברה המנותחת



- הפרמטרים הסטנדרטיים בניתוח הם כלי העבודה שלנו, כמו ה Scalpel וה- Spreader וה- Surgical scissors של הכירורג
- בכל ניתוח הכירורג משתמש בכלים באופן שונה – כתלות במטופל ובאיזור הניתוח
- כך גם בניתוח פיננסי. ישנן נוסחאות סטנדרטיות, אבל צריך להפעיל את המוח ואת שיקול הדעת בצורה שבה משתמשים בכלים, וטיפול באינפורמציה שהם מספקים לנו.
- היום נבחן את השימוש בכלים הסטנדרטיים בהקשר של קרדיט אקספוננס.

איך ניגשים ללמוד על החברה?

- כשרוצים לנתח את החברה, צריך להכיר את המסגרת שבה עובדים:
 - צריך להכיר את השוק בו החברה פועלת ואת גודלו
 - צריך להכיר את המודל שבו החברה עובדת
 - צריך להכיר את האנשים בהגה, **והתגמול שלהם**
 - צריך להבין את האופן שבו החברה מנהלת את ההון שלה
 - צריך להבין מי הם הלקוחות ומה הדרישות שלהם, מהם הלחצים המופעלים עליהם ומה מניע אותם
 - צריך להבין את הרגולטור, ואת הממשק בו החברה והרגולטור עובדים
 - צריך להכיר את התמונה הפיננסית – מאזן, רווח והפסד, תזרים מזומנים, מבנה ההון
- איך עושים את זה?
 - קוראים מאמרים וכתבות על השוק בו החברה פועלת, סטיטיסטיקות על השוק ומנסים להבין מה מניע את השוק
 - קוראים את הדוח השנתי של החברה (10-K)
 - קוראים את המכתב השנתי של המנכ"ל (באתר החברה)
 - קוראים את השאלות והתשובות באתר החברה – מידע חשוב
 - קוראים בעיתונות כתבות על החברה
 - קוראים בטוויטר כדי לקבל מידע על מצב הרוח של השוק בנוגע לחברה
 - קוראים תזות שורט על החברה ומנסים להבין איפה תזות השורט טועות (או צודקות)
 - קוראים דוחות של החברה בתקופות משבר (חשוב מאוד!)

מדוע CACC? מדוע עכשיו?

- CACC איננה חברת דיסקברי, היא משמשת עוגן בקרן.
- חברה שאני מכיר עשר שנים. הבן שלי בכיתה ד', פגשתי את החברה לפני שפגשתי את הבן שלי
- חברה שלא מבינים אותה כראוי ולכן המניה סובלת כשהיא צריכה לפרוח. היכרות איתה עוזרת להרוויח כסף לאורך הסייקלים.
- הנהלה מעולה, הקצאת הון מעולה.
- לדעתי היא מקום נוח להשקעה בסביבה עויינת, היות והיא לדעתי אנטי-שבירה (טאלב, ההבדל בין אנטיציקלי לאנטי שביר)

INVESTMENT SNAPSHOT

Credit Acceptance

(Nasdaq: CACC)

Business: Provider of automobile financing programs targeting credit-challenged buyers through a network of U.S. auto dealers.

Share Information (@11/29/16):

Price 198.17
52-Week Range 160.63 – 258.58
Dividend Yield 0.0%
Market Cap \$4.03 billion

Financials (TTM):

Revenue \$761.7 million
Operating Profit Margin 67.7%
Net Profit Margin 42.7%

Valuation Metrics

(@11/29/16):

	CACC	S&P 500
P/E (TTM)	12.5	24.5
Forward P/E (Est.)	10.9	18.3

Largest Institutional Owners

(@9/30/16):

Company	% Owned
Prescott Inv	11.5%
Abrams Bison Inv	5.6%
BloombergSen	4.0%

Short Interest (as of 11/15/16):

Shares Short/Float 36.6%

CACC PRICE HISTORY



THE BOTTOM LINE

The company's lending model and financing strategy are countercyclical, says Assaf Nathan, so it should increase market share and improve profitability coming out of any pending down cycle. He believes earnings and the stock price can double within five years.

Sources: Company reports, other publicly available information

UNCOVERING VALUE: Credit Acceptance

Port in a Storm?

Value investors – and the management team that think like value investors – in a curious way often welcome difficult industry times as a creator of opportunity. Witness sub-prime auto lender Credit Acceptance Corp. By Ori Eyal

Judging by the high short interest in the stock, many investors appear to see sub-prime used-car lender Credit Acceptance Corp. [CACC] as an accident waiting to happen. The business in which it is a leader is prone to booms and busts, and current industry metrics for used-car prices, underwriting standards, loan durations and credit quality arguably indicate the latest up cycle has more than run its course.

None of which particularly worries Assaf Nathan of hedge fund Eden Alpha, who argues that industry shakeouts tend to accrue to the benefit of Credit Acceptance. The company typically pulls back on lending when the competitive market gets frothy, only to take market share as less prudent johnny-come-lately competitors fall by the wayside. "In many ways, the sub-prime auto-lender market has more pronounced barriers to success than barriers to entry," says Nathan.

Established in 1972, CACC pioneered a unique lending model which shares the risk and reward of each loan with the dealership that sells the car. The dealer receives, from the customer's down payment plus an advance from CACC, an initial payment that covers only the dealer's full cost basis in the car sold. CACC then services the loan and keeps all the money it collects from the borrower until all of its capital outlay, plus interest, is returned. Only then does the dealer start earning a profit from a share in the additional loan payments made. This has the effect of limiting CACC's risk, while incenting car dealers to sell to better-quality borrowers. CACC's loan-quality metrics lead the industry and its average annual return on equity exceeds 30%.

This lending model and the company's financing strategy are countercyclical by design. When credit is plentiful, dealers prefer to work with lenders that drive a less-hard bargain, so CACC's loan volume tends to fall when industry lending

standards loosen. When lending standards tighten, CACC is often one of the only firms with the willingness and capability to lend, in no small part because it has secured financing and credit lines that fund operations for up to 18 months without requiring access to capital markets, allowing it in tough times to take profitable market share from its less fiscally sound competitors.

Counting on CACC to increase market share and improve profitability coming out of any pending down cycle in its in-

dustry, Eden Alpha's Nathan believes the company can at least double its earnings over the next three to five years from the current rate of \$17 per share. Assuming as he does that today's 12x multiple on those earnings can persist, the shares if he's right would at least double as well. In the meantime, he welcomes the fact that when the company isn't writing as much business that it diverts capital to buying back its own shares. Over the last 10 years its shares outstanding have been almost cut in half.

INVESTMENT SNAPSHOT

Credit Acceptance

(Nasdaq: CACC)

Business: Provider of automobile financing programs targeting credit-challenged buyers through a network of U.S. auto dealers.

Share Information (@11/29/16):

Price 198.17
52-Week Range 160.63 – 258.58
Dividend Yield 0.0%
Market Cap \$4.03 billion

Financials (TTM):

Revenue \$761.7 million
Operating Profit Margin 67.7%
Net Profit Margin 42.7%

Valuation Metrics

(@11/29/16):

	CACC	S&P 500
P/E (TTM)	12.5	24.5
Forward P/E (Est.)	10.9	18.3

Largest Institutional Owners

(@9/30/16):

Company	% Owned
Prescott Inv	11.5%
Abrams Bison Inv	5.6%
BloombergSen	4.0%

Short Interest (as of 11/15/16):

Shares Short/Float 36.6%

CACC PRICE HISTORY



THE BOTTOM LINE

The company's lending model and financing strategy are countercyclical, says Assaf Nathan, so it should increase market share and improve profitability coming out of any pending down cycle. He believes earnings and the stock price can double within five years.

Sources: Company reports, other publicly available information

המניה

Credit Acceptance Corp.

\$473.81 ↑ 17,383.76% +471.10 MAX

After Hours: \$473.81 (0.00%) 0.00

Closed: Nov 18, 4:03:29 PM UTC-5 · USD · NASDAQ · Disclaimer

1D 5D 1M 6M YTD 1Y 5Y MAX

[Key events](#)



- המניה סיפקה תשואה של 19% בשנה לאורך 30 שנה, ובעשרים השנים האחרונות 26% בשנה.
- תשואות כאלה לאורך כל כך הרבה זמן אומרות שיש משהו שונה בחברה. ננסה לגלות מה.

מה קרדיט אקספטנס עושה?

- קרדיט אקספטנס היא חברה אמריקאית
- החברה מלווה כספים לאנשים להם אין דירוג אשראי או בעלי דירוג אשראי נמוך מאוד לשם רכישת רכב יד שניה
- החברה היא – Lender of last resort – משמע – כאשר כלו כל הקיצין – מגיעים לחברה והיא מבטיחה אישור אשראי לכל אחד
- החברה פועלת בשיתוף עם דילרים של רכבים בארצות הברית – משמע – סוחרי רכב יד שניה המוכרים ללקוחות רכבים משומשים
- פועלת בסקטור מאוד, מאוד, מאוד קשה, הריביות בו גבוהות מאוד ואחוז הכשל גבוה מאוד
- חברות אחרות בתחום נכשלות על ימין ושמאל, פושטות רגל ונעלמות, אך קרדיט אקספטנס שורדת ופורחת בזכות מודל עסקי ייחודי
- החברה גובה את הריבית המקסימלית המותרת על פי החוק (Usury rate limit)

מה נעשה היום?

- היום אציג לכם את הניתוח *שלי* ואת תוצאותיו.
- הניתוח שלי מציג את המסקנות *שלי*, באופן *שאני* מבין את החברה.
- יתכן שאדם אחר יגיע למסקנות אחרות – וזה בסדר. זה קורה לא אחת, והניתוח מתברר כנכון או שגוי רק לאורך זמן.
- אחת התכונות שצריכות להיות למנתח היא סקפטיות – ולכן היו סקפטיים לכל מה שאני מראה לכם כיום, באופן כללי כשקוראים ניתוח של אנליסט לגבי כל דבר - יש לוודא שכל הנתונים נכונים.
- מטרת השקף הזה היא לתת לכם הרגשה של "ניקח מה שאתה אומר עם קורטוב של מלח" – זו הגישה הנכונה בניתוח דוחות פיננסיים.
- גם רופא מנתח מקבל דיאגנוזה משוערת וצילומי רנטגן של המטופל לפני שהוא ניגש לניתוח, אך במהלך הניתוח הוא סקפטי לגבי מה שהוצג לפניו והוא מוכן לשנות את דעתו בהתאם לממצאים *שהוא* מגלה בעצמו במהלך הניתוח, לא משנה כמה רופאים בדקו את המטופל לפניו.
- את כל מה שנלמד אפשר ללמוד לבד.
- להציג את:
 - הדוח השנתי – מעבר מהיר עליו ועל החלקים החשובים
 - מכתב המנכ"ל באתר החברה

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (1) - לקוחות

- כמו שהזכרנו בשקף על הדרישות בניתוח חברה, נתחיל בלקוחות.
- הלקוחות אליהם פונה החברה הם לקוחות הסאב פריים, הלקוחות הגרועים ביותר בשוק
- בארצות הברית בעלות על רכב חשובה מבעלות על בית – בהנתן הבחירה לא פעם אנשים יבחרו להיות בעלי רכב ולגור בו (2008)
- במקומות רבים במדינה, ללא רכב לא ניתן להגיע לעבודה ולכן אי אפשר להפיק הכנסה
- הצורך ברכב הוא מוחלט, במיוחד למיעוטי יכולת
- לקוחות בעלי דירוג אשראי נמוך (לרוב מיעוטי יכולת) או ללא דירוג אשראי (מיעוטי יכולת, מהגרים, עולים חדשים, וכו') מתקשים לקבל מימון לרכישת רכב
- לקוחות כאלה נקראים לקוחות Sub Prime – משמע – לקוחות מתחת ללקוח איכותי שנקרא לקוח Prime.

Risk Score	(FICO SCORE)	Default Rate
Subprime	(250- 649)	11.7%
Near – prime	(650- 709)	3.0%
Prime	(710-769)	1.0%
Super-prime	(770+)	.2%

המודל העסקי של קרדיט אקספוננס (2) - לקוחות

Impact to FICO® Score

	Consumer A	Consumer B	Consumer C
Starting FICO® Score	~680	~720	~780
FICO® Score after these events:			
30 days late on mortgage	600–620	630–650	670–690
90 days late on mortgage	600–620	610–630	650–670
Short sale / deed-in-lieu / settlement (no deficiency balance)	610–630	605–625	655–675
Short sale (with deficiency balance)	575–595	570–590	620–640
Foreclosure	575–595	570–590	620–640
Bankruptcy	530–550	525–545	540–560

Source: FICO® Banking Analytics Blog. © 2011 Fair Isaac Corporation.

Estimated Time for FICO® Score to Fully Recover

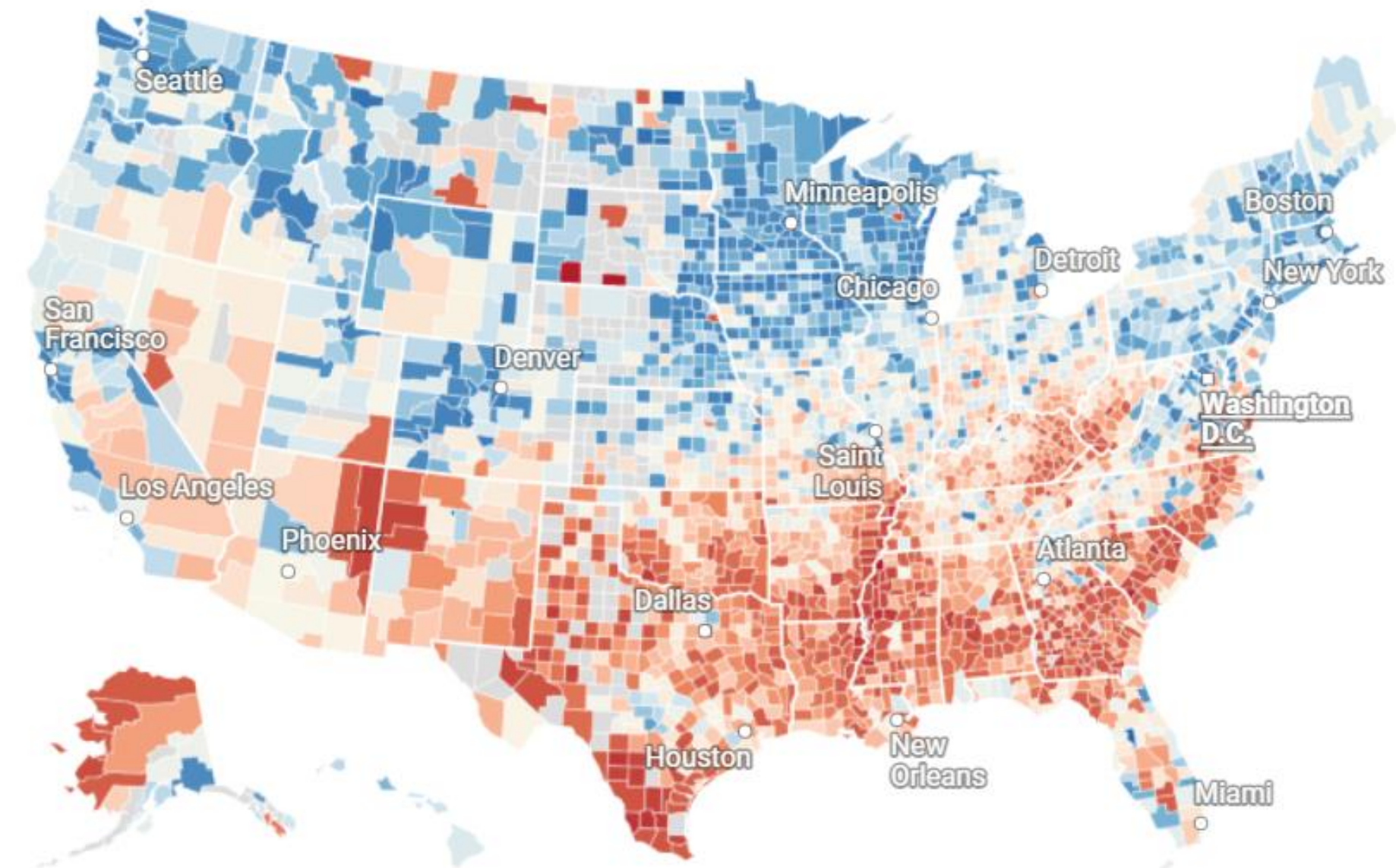
	Consumer A	Consumer B	Consumer C
Starting FICO® Score	~680	~720	~780
Time for FICO® Score to recover after these events:			
30 days late on mortgage	~9 months	~2.5 years	~3 years
90 days late on mortgage	~9 months	~3 years	~7 years
Short sale / deed-in-lieu / settlement (no deficiency balance)	~3 years	~7 years	~7 years
Short sale (with deficiency balance)	~3 years	~7 years	~7 years
Foreclosure	~3 years	~7 years	~7 years
Bankruptcy	~5 years	~7–10 years	~7–10 years

Note: Estimates assume all else held constant over time (e.g., no new account openings, no new delinquency, similar outstanding debt).

Source: FICO® Banking Analytics Blog. © 2011 Fair Isaac Corporation.

Nearly 1 in 4 Americans has a subprime credit score

Median credit score
550 670 790



October 2020

Map: Jeremy Ney @AmericanInequality • Source: Urban Institute • Get the data • Created with Datawrapper



המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (3) - לקוחות



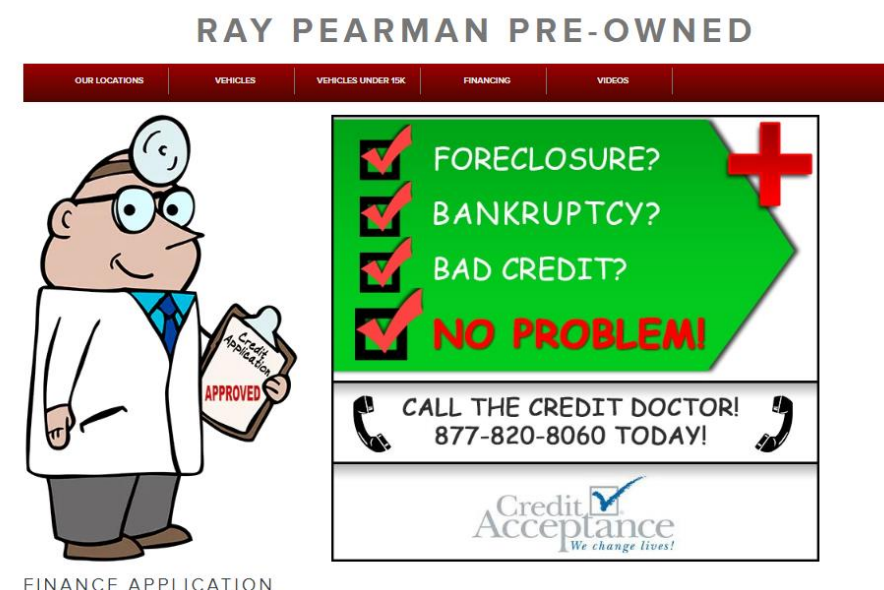
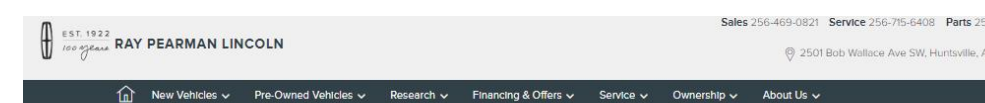
- החברה מדווחת לכל 3 סוכנויות דירוג אשראי בארצות הברית, ומאפשרת ללקוחות לשפר ולשקם את דירוג האשראי שלהם.
- הלקוחות מחפשים רכב אמין ותקין – החברה מאפשרת מימון רק לסוגים מסויימים של רכבים, נפוצים ואמינים
- הגורם המשמעותי ביותר לכשל אשראי הוא השבתה של הרכב בשל קלקול
- סגמנט הלקוחות האלה, סאב פריים, הוא הסגמנט המסוכן ביותר מכל הסגמנטים ומאופיין בכשל אשראי תכוף, וחלק גדול מהלקוחות לא מחזיר את החוב בגין מימון רכישת הרכב

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (4) - הדילר

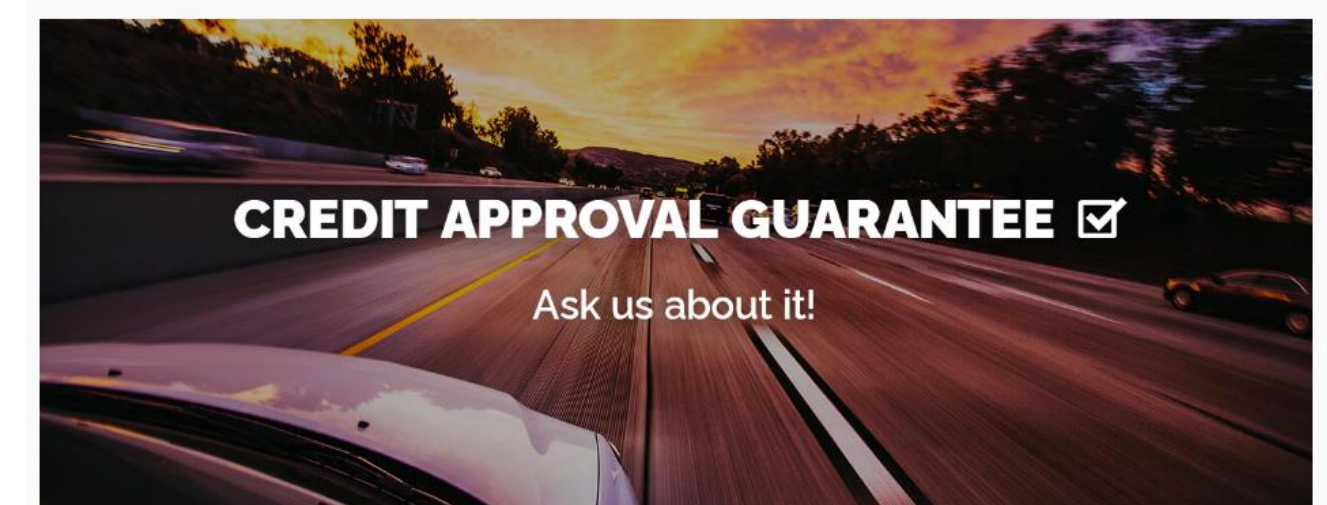
- החברה עובדת עם סוכנויות רכב – דילרים – בכל ארצות הברית
- הדילרים מחזיקים מגרשים לרכבים יד שניה
- הם קונים רכבים משומשים, מטפלים בהם, מתקנים אותם אם צריך, מנקים אותם ומוכרים במחיר גבוה יותר ללקוח הבא
- אם ללקוח אין די כסף מזומן לרכוש את הרכב, הדילרים יכולים לעזור לו לממן את העסקה. הם יכולים לממן את העסקה בעצמם (BHPH), ואז הם בעלי ההלוואה, או להשתמש בשירות מימון צד שלישי כמו עבודה עם בנק מממן או חברות אשראי חוץ בנקאי כמו קרדיט אקספטנס
- הדילרים מתקשים לממן לקוחות סאפבריים היות והרגולציה עליהם מחמירה מאוד, והלקוחות האלה יוצרים המון התעסקות והמון בירוקרטיה
- הדילרים מפחדים לממן לקוחות שכאלה היות ודיפולט מלקוח כזה חוזר אליהם ונושך אותם פיננסית, לכן משתמשים בשירות צד ג'
- לעיתים סוכנויות רכב כאלה הן בתוך קהילות קטנות שבהן הדילר מכיר את הלווה באופן אישי. דיפולט של לקוח כזה עשוי לגרום אי נעימות אישית ולכן לא פעם נמנעים ממימון של לקוח כזה באמצעים רגילים העשויים לגרום נזק תדמיתי לדילר בקהילה שלו.
- חברות צד ג' לרוב לא מממנות לקוחות בעלי דירוג אשראי נמוך או לא קיים, ולכן הדילרים לא פעם חייבים לסרב ללקוח ולדחות אותו על הסף, ובכך הם מפסידים לקוחות פוטנציאליים שהם כאמור חלק ענקי מהשוק (הרבה מעל 25% - כי לקוחות פריים וסופר פריים קונים לרוב רכב חדש).

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (5) - הדילר

- החברה מציעה שירות המאפשר מימון לכל הלקוחות בלי תלות בדירוג האשראי של הלקוח, ובכך הדילר יכול להמנע מהניירת, הסיכון הפיננסי, העלויות הנוספות בשירות לקוחות כאלה, ומאפשרת לדילר להגדיל את שוק הלקוחות הפוטנציאליים שהוא יכול לפנות אליהם.
- הדילרים שמתמשים בשירותי החברה יכולים לשים שלט מחוץ לחנות האומר "אישור אשראי מיידי ללא תלות בדירוג האשראי" עם לוגו החברה ובכך למשוך לקוחות לחנות.



Credit Acceptance | Muskegon, MI



המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (6) - הדילר

- באמצעי מימון קונבנציונליים לדילר יש תמריץ למכור כמה שיותר רכבים במחיר כמה שיותר גבוה, ולכן לא פעם התמריץ גורם לתופעה שלילית בה הדילר מוכר ללקוח רכב שלא מתאים לו:
 - רכב יקר מידי
 - החזר חודשי גבוה מידי
 - רכב לא אמין, או שמתקלקל באופן תכוף
 - עושק של אלמנות ויתומים
- מי נפגע מכך?
- הלקוח – שדחפו לו יותר ממה שמסוגל לבלוע
- החברה המממנת – שדחפו לה הלוואה שתגיע לדיפולט בסבירות מאוד גבוהה
- מי מרוויח?
- הדילר – הצליח לבצע מכירה במחיר מופקע, והעביר את הסיכון וכאב הראש מהלקוח לחברה אחרת
- כפי שנראה בהמשך, המודל של קרדיט אקספטנס תורם ליישור אינטרסים בין הלקוח, הדילר והחברה ולכן ממזער את התמריצים השליליים של הדילר

המודל העסקי של קרדיט אקספוננס (7) - החברה



- עכשיו הגענו לחברה, ונראה איך היא מחברת בין הדילרים ללקוחות.
- היות וכפי שראינו הלקוחות הם מסוכנים מאוד, החברה עובדת במודל של חלוקת הסיכונים של הלקוח בין החברה ובין הדילר.
- הדילר נוטל על עצמו 80% מהסיכון, החברה נוטלת על עצמה 20% מהסיכון.
- חלוקת הסיכון היא לב ההצלחה של החברה לאורך זמן ולכן חשוב להבין אותה. נסביר.
- העסקה מורכבת משלושה גורמים: הלקוח, הדילר, וקרדיט אקספוננס.
- הלקוח מגיע אל החנות של הדילר. הדילר מבין שהלקוח הוא לקוח סאב פריים ולכן ישתמש בשירותי החברה.
- הדילר מזין את הנתונים של הלקוח למערכת ממוחשבת של קרדיט אקספוננס (CAPS), את מחיר הרכב המבוקש, את העלות וכו' והמערכת קובעת את גובה המקדמה, גובה התשלום, הריבית הגלומה, ומשך חיי ההלוואה עבור העסקה כדי לקבל את הרכב במקום. גובה המקדמה מכתוב חלק גדול מהסיכון שהחברה נוטלת על עצמה.
- הריבית כמעט תמיד נקבעת בגבול המקסימלי האפשרי: 23.99%.
- הדילר יכול "לשחק" עם משך ההלוואה כדי להתאים את התשלום החודשי ליכולת של הלקוח. אפשר גם לשחק עם המקדמה.
- לאחר שיש עסקה וחתימה על הטפסים, החברה מעבירה **לדילר** סכום כסף המכסה את עלות הרכב פחות המקדמה. זו בעצם ההלוואה!
- לאחר מכן החברה לוקחת בעלות מלאה על ההלוואה ומבוצע מישכון הרכב לטובתה.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (8) - החברה



- בעצם, החברה נתנה הלוואה לדילר, ולקחה על עצמה את ההלוואה לצרכן הסופי.
- ההלוואה לדילר ברוב המקרים היא non-recourse ככה שהדילר אינו חשוף לסיכון פיננסי.
- הלוואה שנתנה החברה לדילר נמוכה משמעותית מההלוואה שניתנה לצרכן הסופי, ולכן הסיכון לדילר ולחברה נמוכים משמעותית מאשר במודל הרגיל.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (9) - החברה

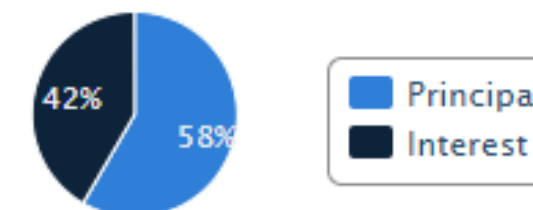
- נראה דוגמא כדי להבין את המספרים.
- בשנת 2021 גובה ההלוואה הממוצע היה 25,000 דולר (קרן + ריבית), למשך 59 חודשים. החברה לא מפרטת את מחיר הרכב הממוצע, אך אפשר לחשב אותו.
- אם ניקח 24% ריבית, משך תשלום של 59 חודש, וגובה של קרן + ריבית של 25,000 דולר, נקבל שקרן ההלוואה היתה בעצם 15,000 דולר.

Loan Amount	<input type="text" value="\$15000"/>
Loan Term	<input type="text" value="0"/> years
	<input type="text" value="59"/> months
Interest Rate	<input type="text" value="24"/> %
Compound	<input type="text" value="Monthly (APR)"/>
Pay Back	<input type="text" value="Every Month"/>
<input type="button" value="Calculate"/>	

Results:

Payment Every Month	\$435.34
Total of 59 Payments	\$25,684.85
Total Interest	\$10,684.85

[View Amortization Table](#)



המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (10) - החברה



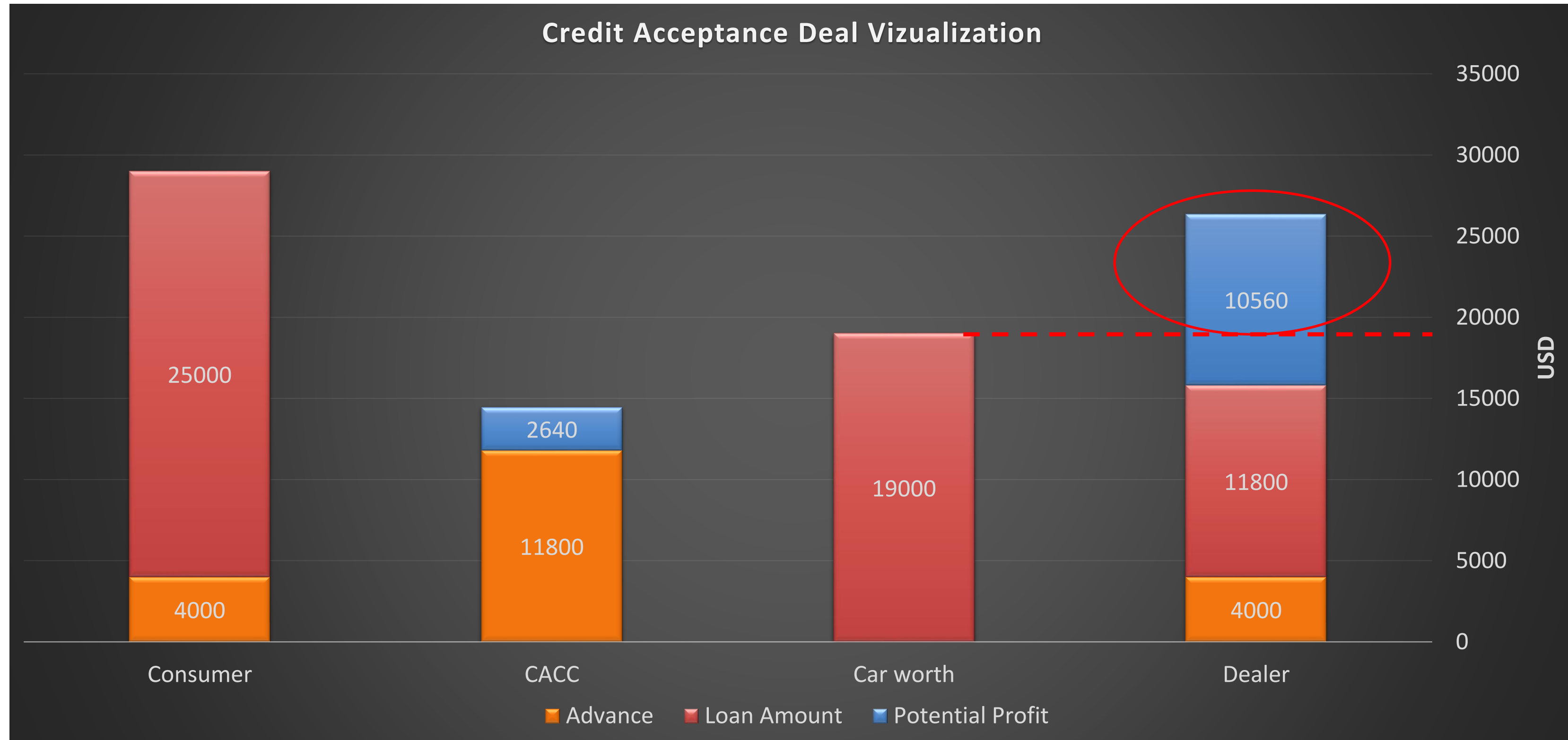
- ההחזר החודשי יהיה 435 דולר – החזר חודשי שרוב מיעוטי היכולת יכולים להרשות לעצמם.
- כאמור, גורם נוסף המשפיע על גובה התשלום החודשי פרט למחיר הרכב הוא גובה המקדמה אותה הלקוח מוכן לשלם על מנת לקחת את הרכב.
- בפרמטר הזה החברה שולטת ובעזרתו היא מנהלת את הסיכון.
- כשראינו בעמוד הקודם שקרן ההלוואה היא 15,000 דולר, היא אינה כוללת את המקדמה שהלקוח שילם לדילר. 15,000 הוא רק סכום המימון.
- לשם הדוגמא נניח שהמקדמה לרכישת הרכב היתה 4,000 דולר.
- מכאן שעלות הרכב ללקוח היתה 19,000 דולר – 4,000 דולר מקדמה והקרן של ההלוואה – 15,000 דולר.
- אך הדילר מוכר את הרכב ברווח לעומת מחיר הקניה שלו – מחיר הקניה של הדילר הוא סביב 20% מתחת למחיר המכירה, לכן אפשר להניח שמחיר הקניה של הדילר היה 15,800 דולר.
- עם המקדמה של 4,000 דולר, הדילר חשוף לרכב ב 11,800 דולר.
- החברה מעבירה לדילר סכום מימוני שמעביר את הדילר לרווח מייד בתום המכירה. נניח לשם הדוגמא שהחברה כיסתה בדיוק את עלות הרכב של הדילר – 11,800 דולר.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (11) - החברה



- מה קיבלנו:
 - הדילר קנה רכב ב 15,800 דולר.
 - הדילר מכר את הרכב ללקוח – הוא קיבל מהלקוח 4,000 דולר ומקרדיט אקספטנס 11,800 דולר – הסיכון הפיננסי שלו הוא אפס.
 - שווי ההלוואה כולה לצרכן – קרן ועוד ריבית - היא 25,000 דולר כאמור.
 - קרדיט אקספטנס לקחה בעלות על ההלוואה לצרכן, והצרכן חייב לשלם לה תשלומים בסך 25,000 דולר.
 - החשיפה של החברה להלוואה של 25,000 דולר היא רק 11,800 דולר, התשלום שהיא העבירה לדילר, או רק 47% מהסך הנקוב בחוזה.
 - הרכב, שכאמור שווה בין 19,000 דולר (מחיר המכירה) לבין 15,800 דולר (מחיר הקניה של הדילר) ממושכן לטובת קרדיט אקספטנס.
 - מכאן ששווי הבטוחה עבור החברה הוא בין 160% לבין 134% מערך ההלוואה שנתנה בפועל.
 - בעצם, החברה נהנית משלושה מרווחי ביטחון: המקדמה שנתן הלקוח לדילר, המרווח של הדילר בין הקניה למכירה, והריבית הגבוהה, בעוד שמלווה רגיל נהנה רק מהריבית הגבוהה.
 - בנוסף, החברה נהנית מכך שלדילר יש עכשיו תמריץ חיובי למכור רכב שהלקוח יוכל לעמוד בתשלומים שלו – הרווח שלו יכול להיות גדול פי כמה אם יעשה זאת.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (12) - החברה



המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (13) - החברה



- בתחילת חיי ההלוואה, כל תשלומי הלקוח הולכים אך ורק לקרדיט אקספטנס, עד לסילוק 100% מהחוב של הדילר לחברה ועד סילוק ה 20% המגיעים לקרדיט אקספטנס מהיתרה.
- במקרה שלנו, קרדיט אקספטנס נתנה לדילר 11,800 דולר. הלקוח משלם כאמור 435 דולר בחודש, משמע שתוך 27 חודשים – קצת מעל שנתיים- קרן ההלוואה שולמה במלואה.
- כזכור, משך ההלוואה הוא 59 חודשים, ולכן כל תשלום מעבר ל 27 חודשים הוא רווח עבור החברה ועבור הדילר.
- בסכומים שמעבר להחזר ההלוואה שנתנה החברה לדילר, הדילר והחברה מתחלקים – 20% לחברה, 80% לדילר, אך ה 20% של קרדיט אקספטנס קודמים ל 80% של הדילר.
- אם הלקוח ישלם את כל התשלומים, החברה תקבל עוד 2,784 דולר (435 דולר תשלום חודשי, כפול 20%, כפול 59 חודשים פחות 27) שהם הריבית (והרווח על העסקה).
- בתוך 6 חודשים נוספים, קרדיט אקספטנס מקבלת את הרווח המקסימלי מהעסקה. הרווח הזה מיתרגם ל 23% רווח על ההון שהושקע בהלוואה הזו. בתוך 33 חודשים שהם קצת פחות משלוש שנים, החברה כבר מיצתה את כל פוטנציאל הרווח מההלוואה, והיתרה, אם יש, מועברת לדילר.
- אם הלקוח מפסיק לשלם אחרי שלוש שנים זה לא משנה לחברה – כי כל התשלומים שהיו מעבר ל 33 חודשים הם רווח של הדילר.
- כאשר הלקוח מפסיק לשלם – מעקלים לו את הרכב ומוכרים במכירה פומבית, תמורת המכירה הולכת לכסות את החלק של ההלוואה החסר ואם נשארת יתרה לחברה יש זכות לפנות לבית המשפט ולכפות על הלקוח ניכוי ישירות מתלוש המשכורת שלו.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (14) - החברה



- גם אם הלקוח לא משלם אפילו תשלום אחד, עיקול הרכב, מכירתו, ופניה לבית המשפט לשם תביעה על שכר העבודה של הלקוח הופכים את החשיפה של החברה למינימלית – כי כאמור, שווי הרכב ביום הראשון גדול בלפחות 30% מגובה התשלום בפועל שהועבר לדילר, ולחברה יש עוד מקורות להיפרע מהם.
- עד עתה התבוננו בהלוואה אחת בודדת, אך בפועל החברה לא משלמת לדילרים את החלק שלהם כל עוד הם לא סגרו 50 הלוואות ב Pool של הלוואות אשר מבטחות אחת את השניה.
- משמע שאת ה 80% השייכים לדילר שדנו בהם בשקף הקודם, הדילר מקבל רק לאחר שהשלים 50 הלוואות. אם אחת מאותן 50 הלוואות חווה כשל והלקוח חדל לשלם, הלוואה אחרת אשר כן משלמת תממן את ההלוואה אשר לא משלמת.
- דוגמא, נניח שיש 50 הלוואות זהות כמו שתיארנו בשקפים הקודמים. סך השווי של Pool ההלוואות הזה הוא 1.25 מיליון דולר (50 כפול 25,000 דולר).
- סך הכסף שנתנה קרדיט אקספטנס לדילר היה 590 אלף דולר (50 כפול 11,800).
- שווי הרכבים שנמכרו לפי מחיר הקניה של הדילר הוא 790 אלף דולר (זו הבטוחה).
- אחרי שהפול הזה שילם 590 אלף דולר בתוך 27 חודשים, לקרדיט אקספטנס הזכות לקבל 20% מהיתרה או 132 אלף דולר (שווי הפול 1.25 מיליון, פחות 590 אלף הכסף שהעבירה בפועל לדילר, מה שנותר הוא רווח- כפול 20%). הדילר לעומת זאת צריך לקבל 528 אלף דולר.

המודל העסקי של קרדיט אקספנס (15) - החברה



- היות וההלוואות מבטחות זו את זו, רק אם הפול הזה יחווה דיפולט של מעל 528 אלף דולר, הרווח של קרדיט אקספנס יפגע.
- דיפולט של 528 אלף דולר על פול ששוה 1250 אלף דולר הוא דיפולט של 42%.
- כדי **שהקרן** שקרדיט אקספנס תיפגע, צריך דיפולטים שיורידו את התשלומים מתחת ל 590 אלף דולר או דיפולטים של 52%.
- גם במשבר הפיננסי של 2008 לוי סאבריים לא הגיעו לדיפולטים של 52%. לפי FICO בסקטור הסאבריים הדיפולטים הם 11%. לפי הדוחות של קרדיט אקספנס הדיפולטים הם בסך 34%.
- כל זאת מבלי להזכיר ששווי הבטוחה הוא 130% עד 170% מהקרן שבפול. גם אם מחיר הבטוחה ירד ב 50%, החשיפה של קרדיט אקספנס להפסדי אשראי מינימלית. למשל – שווי הבטוחה הוא כאמור 790 אלף דולר. אם השווי של המכונות במכירה פומבית ירד ב 50% נקבל בערך 400 אלף דולר שווי בטוחה, כאשר ההלוואה לדילרים היתה 528 אלף דולר. משמע שאחרי חיתוך של 50% בבטוחה החשיפה לפול היא רק 128 אלף דולר. מספיק שהפול משלם בממוצע 6 חודשים מתוך 59, דיפולט של 90%, ובשקלול הבטוחה הקרן שנתנה קרדיט אקספנס לדילר מוחזרת **במלואה**.
- עכשיו אפשר להבין מדוע החברה שרדה ותשרוד כנראה בכל מצב עולם, החל ממגיפה כמו הקורונה, משבר פיננסי כמו 2008, או מלחמת עולם לא עלינו.

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (16) - החברה



- המודל הזה עובד טוב מאוד בעולם האמיתי כי:
- הוא מכריח את הדילרים למכור מכוניות איכותיות גם ללויים מעוטי יכולת. אחרת, בגלל הסבסוד הצולב של ההלוואות בפול, הם לא ירוויחו כסף. בנוסף, המודל מאפשר להם גישה לסגמנט מאוד בעייתי אך מאוד רווחי בשוק – לזוי סאב פריים, שבימים כתיקונם לא שווה להם להתעסק איתו.
- המודל הזה עובד טוב עבור הלקוחות כי הם יכולים לקבל מימון לא משנה מהי הסטוריית האשראי שלהם. ניתנה להם הזדמנות שניה.
- המודל הזה עובד טוב עבור קרדיט אקספטנס כי אין מצב עולם שבו הקרן של ההלוואה שנתנה תיפגע, והיא תרוויח, יותר או פחות, בכל מצב עולם אפשרי.
- המודל יוצר משולש אהבה של אינטרסים חופפים בו כולם רוצים להצליח – הדילר רוצה למכור יותר ומצליח, וגם נהנה מהאפסייד במידה ועשה עסקה טובה, הלקוח מקבל רכב איכותי שלא מתקלקל (כי הראש של הדילר על הכף) והחברה מרוויחה רווחים יוצאי דופן.
- החיסרון היחיד במודל הוא שהוא מצריך לימוד וחינוך של הדילרים לעבודה במודל מסובך יותר ממה שהם רגילים, והוא מצריך התמדה מצד הדילרים – כי הם לא מקבלים שקל עד שלא סוגרים 50 הלוואות. לא כולם מצליחים, כי זה קשה להתמיד ולחכות לרווח שלך עד שתתן 50 הלוואות. במידה ודילר מסויים לא התמיד, ולא הצליח לסגור פול, כל ה 80% שהיו אמורים להיות שלו, עוברים לחברה (עוד מרווח בטחון).

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (17) - החברה



- *“Most subprime lenders will short fund the dealer and charge them an acquisition fee between \$2,000 and \$3,000 for a person with really bad credit. The dealer only receives \$11,000 or \$12,000 of the \$14,000 being financed. In that way, subprime lenders put themselves in a safer position in that they’re charging the dealer a fee for doing business with someone with bad credit. Coupled with that, it is short term, high interest and high monthly payments, which fosters disengagement from customers.”*
- *“Credit Acceptance typically offers the same. The difference is that regular subprime lenders get a \$3,000 fee, so on a \$14,000 loan the dealer receives \$11,000 up front. They will probably also be on the hook for six months for a payment default clause, meaning if the customer misses any of those first six months of payments, the dealer has to buy the contract back and honor the terms of that contract. \$11,000 is all the dealer will ever get; there is no end game. Unfortunately, that causes dealers to do what I like to call 'putting lipstick on the pig'.”*
- *“They try make it better than it is. If a customer has nine months on their job, the sales person rounds it up to a year on the credit application to show more stability. If a customer makes \$1,500 a month, they round it up to \$1,700 which makes the disposable income look better. This results in drastically inaccurate data from which lenders base their risk assessment. <...>”*
- *“There is no payment default clause; if a customer misses a payment, the dealer does not have to pay back the advance. If they gave them \$10,000 instead of \$11,000 the dealer is at a \$1,000 disadvantage by using Credit Acceptance over other lenders. The difference is that once Credit Acceptance has collected \$10,000 in payments, the dealer can earn back the fees associated with that contract, and will receive 80% of every payment made. **This makes it more of a partnership with dealers which encourages them to give accurate information to allow the system to accurately assess the risk which affects how that contract performs.** If that contract meets or exceeds expectations, dealers receive additional funds, as opposed to the funds which line the pockets of every other subprime lender who operate their business traditionally.”*

Expert call, May 2021, InPractise

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (18) - החברה

- נצלול קצת למספרים ונראה איך החברה עובדת:
- בטבלה מטה הלקוחה מהדוח השנתי האחרון אפשר לראות את התחזית של החברה לשיעור הגביה מהסך הנומינלי של ההלוואות שנתנה, ואת התפתחות התחזית של הגביה עם התבגרות ההלוואות.
- אפשר ללמוד שהחברה מהיום הראשון לא מצפה לגבות 100%, אלא שיעורים צנועים יותר הנעים בין 73% ל 65%. אלו הם השיעורים מההלוואה קרן + ריבית שניתנה לצרכן! כזכור, החברה לא חשופה לסכום הזה אלא לסכום שנתנה לדילר בפועל.

Consumer Loan Assignment Year	Forecasted Collection Percentage as of (1)				Current Forecast Variance from		
	December 31, 2021	September 30, 2021	December 31, 2020	Initial Forecast	September 30, 2021	December 31, 2020	Initial Forecast
2012	73.8 %	73.8 %	73.8 %	71.4 %	0.0 %	0.0 %	2.4 %
2013	73.4 %	73.4 %	73.4 %	72.0 %	0.0 %	0.0 %	1.4 %
2014	71.5 %	71.6 %	71.6 %	71.8 %	-0.1 %	-0.1 %	-0.3 %
2015	65.1 %	65.1 %	65.2 %	67.7 %	0.0 %	-0.1 %	-2.6 %
2016	63.6 %	63.6 %	63.6 %	65.4 %	0.0 %	0.0 %	-1.8 %
2017	64.4 %	64.4 %	64.1 %	64.0 %	0.0 %	0.3 %	0.4 %
2018	65.1 %	65.0 %	64.0 %	63.6 %	0.1 %	1.1 %	1.5 %
2019	66.5 %	66.2 %	64.4 %	64.0 %	0.3 %	2.1 %	2.5 %
2020	67.9 %	67.7 %	64.8 %	63.4 %	0.2 %	3.1 %	4.5 %
2021 (2)	66.5 %	66.4 %	—	66.3 %	0.1 %	—	0.2 %

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (19) - החברה

- בטבלה זו מהדוח השנתי אפשר לראות את המשך החוזי של ההלוואה מול הצרכן, את גודלה, ואת המקדמה ששולמה לדילר.
- למשל בשנת 2021 אפשר לראות שההלוואה החוזית הממוצעת היתה 25,632 (קרן פלוס ריבית), כאשר הסכום שהועבר בפועל לדילר היה 11,790 דולר – בדיוק כמו בדוגמא שעשינו בשקפים הקודמים.

Consumer Loan Assignment Year	Average		Initial Loan Term (in months)
	Consumer Loan (1)	Advance (2)	
2012	\$ 15,468	\$ 7,165	47
2013	15,445	7,344	47
2014	15,692	7,492	47
2015	16,354	7,272	50
2016	18,218	7,976	53
2017	20,230	8,746	55
2018	22,158	9,635	57
2019	23,139	10,174	57
2020	24,262	10,656	59
2021 (3)	25,632	11,790	59

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (20) - החברה



- בטבלה זו הלקוחה אף היא מהדוח השנתי אפשר לראות:
- איזה שיעור מקרן ההלוואות נגבה עד עתה. שימו לב שהלוואות שניתנו ב 2019, רק לפני שנתיים, כבר 68% מהקרן הוחזר, למרות שהמשך החוזי של ההלוואה היה 6 שנים. זאת כי ההלוואה בפועל היא לדילר, והיא קטנה הרבה יותר מההלוואה החוזית.
- אפשר לראות עוד שלושה מספרים חשובים מאוד: את שיעור הגביה הצפוי מהסך החוזי של ההלוואות, איזה אחוז מהסכום החוזי שולם לדילר, ומהו ההפרש בין הסכום החוזי למקדמה של הדילר – זהו מרווח הבטחון של קרדיט אקספטנס! כזכור, 80% מהמרווח הזה עובר לדילר. 20% לחברה.

As of December 31, 2021

Consumer Loan Assignment Year	Forecasted Collection %	Advance % (1)	Spread %	% of Forecast Realized (2)
2012	73.8 %	46.3 %	27.5 %	99.9 %
2013	73.4 %	47.6 %	25.8 %	99.7 %
2014	71.5 %	47.7 %	23.8 %	99.4 %
2015	65.1 %	44.5 %	20.6 %	98.8 %
2016	63.6 %	43.8 %	19.8 %	97.6 %
2017	64.4 %	43.2 %	21.2 %	93.4 %
2018	65.1 %	43.5 %	21.6 %	83.2 %
2019	66.5 %	44.0 %	22.5 %	68.1 %
2020	67.9 %	43.9 %	24.0 %	46.9 %
2021 (3)	66.5 %	46.0 %	20.5 %	17.4 %

המודל העסקי של קרדיט אקספטנס (21) - החברה



- כדי שהחברה תפסיד כסף, צריך שה Spread, המרווח בין הכסף שניתן לדילר לבין הגביה בפועל, ירד לאפס. רק אז נוגעים בקרן.
- מהטבלה הראשונה שראינו, בה רואים את השינוי בין תחזית הגביה לגביה בפועל, רואים שהשינויים השליליים הם קטנים, הגדולים מסתובבים סביב 2-3%, ובשום שלב לא מתקרבים ל 23% שזה הגודל הממוצע של ה Spread. מרווח הבטחון פה ענקי.

השוק

- השוק של קרדיט אקספטנס יכול להיות מוגדר במספר אופנים:
- מספר הדילרים הקיימים בארצות הברית המשתמשים בשירות.
- מספר הלקוחות שנמצאים מתחת לדירוג פריים – כ- 100 מיליון לקוחות פוטנציאליים.
- לאחרונה החברה החלה לכוון גם ללקוחות שהדירוג שלהם בחלק התחתון של ה Near Prime ובכך הגדילה את פוטנציאל השוק שלה.
- לפי מקורות מסויימים יש מעל 136 אלף דילרים בארצות הברית, מהם רק 12,000 משתמשים בשירותיה של החברה, כך שיש עוד דרך ארוכה.
- בארצות הברית נמכרים 41 מיליון רכבי יד שניה בשנה. אם נניח ש 25% מהם נרכשים על ידי ליווי סאב פריים, מדובר על שוק פוטנציאלי של 10 מיליון עסקאות בשנה. בשנים 2019-2021 החברה נתנה בין 270 ל 370 אלף הלוואות בשנה.
- אופן נוסף להסתכל על השוק הוא על האופציות למימון שעומדות בפני רוכש רכב. האופציות בארצות הברית הן פשוט אינסופיות – מקרדיט יוניונס, קפטיב פיננס, בנקים, חברות אשראי, וכו'. ככל שיורדים בדירוג האשראי, יש פחות חברות המציעות את השירות שלהן.

רגולציה

- לקרדיט אקספוננס עסק שנמצא במוקד מאוד רגיש – הלוואות לצרכנים מעוטי יכולת.
- מספר רגולטורים עובדים מולם וכמו לחברה בתחום, ישנן תמיד נקודות חיכוך עם הרגולטור. למשל, האם עיקול הרכב נעשה בהתאם לחוק, האם הניכוי מהשכר נעשה כמו שצריך, האם היתה אפליה בין הלקוחות לפי איזור מגורים – למשל היספאני מאיזור X קיבל ריבית נמוכה מאשר אדם שחור מאיזור Y, האם החוזה היה מספיק ברור ללקוח וכו'.
- לאורך השנים שאני עוקב אחרי החברה (עשר במספר) היו אינספור חקירות נגדה ותביעות נגדה בכל ארצות הברית. אך בניגוד למתחרות שלה שחטפו לא פעם קנסות גדולים, בשנה שעברה נסתיימה חקירה גדולה נגד החברה וזו הפעם היחידה שקנסו אותה – קנס בגובה 27 מיליון דולר, זניח ביחס לרווח שלה (הרווח הרבעוני הוא מעל 200 מיליון דולר).
- הרגולטור העיקרי שמולו החברה עובדת הוא ה Consumer Financial Protection Beureau – CFPB

החברה והסייקל הכלכלי

- החברה, בטעות, נזרקה לסל של חברות פיננסיות הפועלות בתחום הרכב, למרות שהמודל שלה שונה לחלוטין מזו של חברה המלווה במודל הרגיל.
- החברה מושווית לא פעם ל CarMax או ל AllyFinancial הסובלות במיתונים, בעוד החברה פורחת במיתון.
- נתחיל מכך שהלקוחות של החברה "תמיד במיתון". אדם עם ניקוד אשראי נמוך כנראה לא מצליח לשלם את החשבונות שלו או שהוא פשט רגל, לא משנה אם התנאים הפיננסיים טובים או לא טובים. במיתונים, יותר אנשים הופכים מיעוטי יכולת – בגלל פיטורין למשל, ולכן בסיס הלקוחות של החברה גדל.
- בנוסף, במיתונים מוסר התשלומים יורד, גם אצל לקוחות סאב פריים – שם מוסר התשלומים הופך מירוד לירוד מאוד, וחברות שניסו את מזלן בתחום ואינן נהנות מכריות בטחון שמנות כמו קרדיט אקספנס, חוטפות "כוויה" ונעלמות מהשוק, ובכך אפשרויות המימון העומדות בפני הלקוחות שרוצים לרכוש רכב מצטמצמות מאוד וקרדיט אקספנס שנמצאת בשוק תמיד, בולטת לטובה.
- החברה דווקא סובלת בתנאי שוק טובים – כאשר כולם חושבים שהם חכמים גדולים ונכנסים להלוות ב 24% בשנה "כי זה קל מאוד". ב 2021, כשהמשלה נתנה עזרה לכל דיכפין וחילקה כסף לכל אזרח, מספר ההלוואות שהחברה נתנה ירד ב 25%.

החברה והסייקל הכלכלי

Wells Fargo Puts a Ceiling on Subprime Auto Loans

Give this article



A Wells Fargo branch in New York. The bank will cap any new subprime auto loans at no more than 10 percent of all its car loans. Shannon Stapleton/Reuters

By [Michael Corkery](#) and [Jessica Silver-Greenberg](#)

March 1, 2015

Wells Fargo, one of the largest subprime car lenders, is pulling back from that roaring market, a move that is being felt throughout the broader auto industry.

FINANCE

Wells Fargo, worried about defaults, stops making loans to most independent car dealerships

PUBLISHED TUE, JUN 2 2020 1:46 PM EDT | UPDATED TUE, JUN 2 2020 3:53 PM EDT



Hugh Son
@HUGH_SON

SHARE [f](#) [t](#) [in](#) [✉](#)

KEY POINTS

- Wells Fargo, one of the biggest lenders for new and used car purchases in the U.S., sent letters to hundreds of independent auto dealerships last month telling them that the San Francisco-based company was dropping them as a customer, according to people with knowledge of the situation.
- A Wells Fargo spokeswoman confirmed that the bank, which only makes auto loans through car dealerships, will no longer accept loan applications from most independent shops. Independent dealerships typically sell used cars, unlike franchise dealerships that focus on new vehicles from specific manufacturers.



החברה והסייקל הכלכלי

- כדי ללמוד על איך מתנהגת החברה בזמן משבר פיננסי עמוק, אפשר להסתכל על המשבר של שנת 2008 בתור משבר פיננסי מייצג. משבר הקורונה אינו מייצג כי במהלכו הרבה דילרים היו צריכים לסגור את החנויות ולאחריו הממשלה חילקה כסף לאזרחים מה שגרם להטבה משמעותית באיכות האשראי עבור כל האזרחים, כך שהרווחים היו לא "רגילים". מצד אחד חלק מהשנה לא היה אפשר לעבוד, ומצד שני הלוואות שנתנו ביצעו הרבה יותר טוב מהמצופה, ומצד שלישי – כל המתחרים התנהגו כאילו "גילו את אמריקה".
- בשקף הבא נראה טבלה הלקוחה מדוחות 2013, הכוללים את השנים שלפני משבר 2008 ואת השנים שאחרי, ונוכל לראות איך התנהגו ההלוואות של החברה לפני המשבר, במהלכו ואחרי:

החברה והסייקל הכלכלי



Consumer Loan Assignment Year	Forecasted Collection Percentage as of			Variance in Forecasted Collection Percentage from			
	December 31, 2013	September 30, 2013	December 31, 2012	Initial Forecast	September 30, 2013	December 31, 2012	Initial Forecast
2004	73.0 %	73.0 %	73.0 %	73.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
2005	73.7 %	73.7 %	73.6 %	74.0 %	0.0 %	0.1 %	-0.3 %
2006	70.0 %	70.0 %	69.9 %	71.4 %	0.0 %	0.1 %	-1.4 %
2007	67.9 %	67.9 %	68.0 %	70.7 %	0.0 %	-0.1 %	-2.8 %
2008	70.1 %	70.1 %	70.3 %	69.7 %	0.0 %	-0.2 %	0.4 %
2009	79.2 %	79.2 %	79.5 %	71.9 %	0.0 %	-0.3 %	7.3 %
2010	77.0 %	77.0 %	77.3 %	73.6 %	0.0 %	-0.3 %	3.4 %
2011	74.1 %	74.1 %	74.1 %	72.5 %	0.0 %	0.0 %	1.6 %
2012	73.5 %	73.5 %	72.2 %	71.4 %	0.0 %	1.3 %	2.1 %
2013 (1)	73.3 %	73.2 %	--	72.0 %	0.1 %	--	1.3 %

החברה והסייקל הכלכלי

- בשנים 2004 ו-2005 שהיו שנים של פריחה כלכלית והיו "נורמליות", ההבדל בין תחזית הגביה לגביה בפועל היה קטן.
- בשנים 2006-2007 שם החל "להתבשל" המשבר הכלכלי, אפשר לראות שוני שלילי משמעותי של 1.4% ו-2.8% לרעה.
- בשנת 2008 כאשר המשבר כבר היה כולו בפתח, הציפיות כויילו מחדש וההבדל בין הגביה לבין הציפיות היה חיובי קטן.
- בשנת 2009, היות והחברה התכוננה למשבר עוד יותר עמוק, היה שינוי ענק לטובה של 7%.
- מאותה שנה ואילך תמיד ההלוואות ביצעו טוב יותר מאשר הציפיות של החברה.
- חשוב להבין שכל תזוזה של 1-2% בהשוואה לציפיות היא איננה משמעותית, כי רוב הרווח מהתזוזה הזו בגביה מגיע אל הדילר, ולא אל החברה.
- כאמור, גם במשבר כמו 2008, השינוי השלילי בתחזיות הגביה היה קטן, סביב 3%, ובטח שלא התקרב אל הגודל של ה Spread שנמצא באופן נוח מעל 25%.

החברה והסייקל הכלכלי

- טבלה חשובה מאוד נוספת לגבי התנהגות החברה במשבר כלכלי מצורפת מטה.
- אפשר לראות שה Spread הלך והצטמצם עם הכניסה למשבר הכלכלי, ובמהלכו ולאחריו, כששחקנים יצאו מהשוק וקרדיט אקספוננס נשארה לבדה ללא תחרות, ה Spread פשוט התפוצץ. הסיבה לכך היא כפולה: כאשר יש פחות שחקנים, אפשר לכתוב הלוואות רווחיות יותר – שם המקדמה של הלקוח גדולה יותר, והתשלום לדילר קטן יותר. כוח התמחור מול הדילרים גדל, וכך הסיכון יורד והרווחיות עולה. ככל שהמשבר עמוק יותר, ככה החברה רווחית יותר! שיא הרווחיות היה בשנת 2009, ואט אט כשהתאוששות מהמשבר החלה, הרווחיות נשחקה.

As of December 31, 2013				
Consumer Loan Assignment Year	Forecasted Collection %	Advance % (1)	Spread %	% of Forecast Realized (2)
2004	73.0 %	44.0 %	29.0 %	99.9 %
2005	73.7 %	46.9 %	26.8 %	99.7 %
2006	70.0 %	46.6 %	23.4 %	99.3 %
2007	67.9 %	46.5 %	21.4 %	98.8 %
2008	70.1 %	44.6 %	25.5 %	98.4 %
2009	79.2 %	43.9 %	35.3 %	98.3 %
2010	77.0 %	44.7 %	32.3 %	93.0 %
2011	74.1 %	45.5 %	28.6 %	76.1 %
2012	73.5 %	46.3 %	27.2 %	50.8 %
2013	73.3 %	47.6 %	25.7 %	17.1 %

החברה והסייקל הכלכלי

- איך אפשר כמובן בלי רווח. נתבונן ברווח למניה לפני המשבר, במהלכו ולאחריו:

שנה	רווח למניה	גידול
2004	1.46	-
2005	1.84	26%
2006	1.78	-3%
2007	1.78	0%
2008	2.22	25%
2009	4.77	114%
2010	5.79	21%
2011	7.15	23%
2012	8.65	21%
2013	10.61	23%
2014	11.96	13%

- אפשר בקלות לראות איך החברה האיצה דרמטית בזכות המשבר וההטבה בסביבה התחרותית. אחרי שנת 2013 הסביבה התחרותית הורעה ויותר שחקנים החלו לחזור לשוק, ולכן החברה החלה להאט.

מה אומרים המתחרים?

- *“Yes. So I think Credit Acceptance, we consider them one of the main competitors, especially on the independent side. They have lower operating costs. They have a business model - it's very strong. They've been able to forecast. It's a little bit slightly different as the model, as a business model. But I think they've been in the business for a long period of time. They know the independent franchise, sort of like independent, which is more challenging for other issuers to penetrate the market. They know it very well.” (Tegus Expert Call)*
- *“So I still think the next six months we might see smaller players, or players with operational costs that are higher, that will struggle, they will need to tighten more, especially if the consumer starts struggling more. And then you'll see other players like us or maybe Credit Acceptance, that might be an opportunity to actually gain market share. That's kind of my view of Credit Acceptance.” (Tegus Expert Call)*
- *“And I said, I don't see Credit Acceptance as a finance company. I see Credit Acceptance as a collection company. So they're best collectors in the industry.” (Tegus Expert Call)*
- *“It's very hard to compete with CreditAcceptance because they specialize in dealer reserve, and we don't. Even though our company is doing pretty well, we're just not growing very much.” (Tegus Expert Call)*
- *“Maybe that's also on an underlying riskier customer, but on average they're at 80%, meaning that they can withstand the bigger loss than we can and have the same profit. So that's really the gist of it.” (Tegus Expert Call)*
- *“I think Ally and Wells Fargo and Capon and – I mean, look, if they all tightened up their program 20%, we're going to be left with just tons of business. And not only will our volume go up, but we're probably going to be able to have our pricing go up too, and performance will be strong. So at that point, like the last thing we're thinking about is like what Credit Acceptance is doing.” (Tegus Expert Call)*
- *“But if the market implodes, like if they're going to have more market share, right? And they're still going to make money. And they're probably going to make more money. If the economy remains on fire, and there's tons of stimulus, well, they're going to do pretty well then, too.” (Tegus Expert Call)*

שורטים והבנה לקויה

- במשך עשר השנים שאני עוקב אחרי החברה קראתי עשרות תזות שורט עליה. תמיד בא מישהו פיקח חדש ומבצע שורט עליה מבלי להבין את המודל ומדוע הוא עובד במיוחד בזמני משבר.
- לרוב שמים את החברה בסל אחד עם מלוות רגילות כמו Ally Financial או CarMax וחושבים שכאשר יש משבר כלכלי והאטה בשוק הרכב, החברה תיפגע. לא פעם המניה יורדת לתוך משבר, כי אלו הם רוב השחקנים בשוק.
- אך החברה אינה עוסקת ברכבים חדשים! במיתון שוק רכבי יד שניה פורח – כי לאנשים אין כסף לקנות רכב חדש.
- בנוסף, במיתון ליותר צרכנים נפגע דירוג האשראי ולכן יותר סביר שישתמשו בשירותי החברה, וחברות אחרות יוצאות מהתחום ומשאירות המון כסף על השולחן שהחברה יכולה לגרוף.
- נזכור גם שההלוואות שנתנה החברה קצרות בהרבה מהמשך החוזי, ולכן היא יכולה בתוך כמה חודשים להתאים את תמחורי ההלוואות לתנאי משבר וכבר מיידית להתחיל ולהרוויח כסף. למשל, לדרוש מקדמה גדולה יותר ולדרוש מהדילר לוותר על יותר מהרווח שלו.
- צריך לזכור שאנחנו מרגישים כאשר נכנסים למיתון – המצב הכלכלי מורע, מרגישים האטה וכו'. אבל הלקוחות של החברה חיים באופן תמידי במיתון – כשל אשראי, עיקולים, וכו' – אלה דברים שקורים יום יום, מה שמתנה הוא העצימות של התופעה, ומסתבר שבעולם הסאבפריים זה לא מאוד דומיננטי.

Credit Acceptance Corp CACC:US

Asset Class: Equity Market Cap: 6.7B USD Realized Return: ▼-30.7% Expected Return:

Submitted: 6/5/2017 Updated: 6/5/2017 Closed: 12/5/2017

Weekly Top Idea

Short

Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Credit Acceptance Corp

Attachments

James Shu, Concise Capital

★★★★★ 17 VOTES 12 COMMENTS Read Later

Edward Kissel posted an idea.

Portfolio Manager at Forager Capital Management

Badges: 28 114

Credit Acceptance Corp CACC:US

Asset Class: Equity Market Cap: 6.7B USD Realized Return: ▲25.8% Expected Return:

Submitted: 11/29/2016 Updated: 11/29/2016 Closed: 8/5/2018

Long

The stock will double through the next subprime auto downturn with volume per dealer growing ~33% and profitability per loan doubling as marginal competitors exit the industry.

Edward Kissel, Forager Capital Management

★★★★★ 19 VOTES 29 COMMENTS Read Later

Brian Kabot posted an idea.

Director of Research at Eschaton Opportunities Fund Management LP

Credit Acceptance Corp CACC:US

Asset Class: Equity Market Cap: 6.7B USD Realized Return: ▼-37.8% Expected Return:

Submitted: 10/22/2015 Updated: 10/22/2015 Closed: 10/22/2017

Short

Subprime auto lender that has been over-earning. Trading at a premium to comps due to growth supported by unsustainable metrics - 100% approval rate, extended duration, low loss provision

Attachments

Brian Kabot, Eschaton Opportunities Fund Management LP

★★★★★ 10 VOTES 5 COMMENTS Read Later

שורטים והבנה לקויה

- קרדיט אקספוננס היא חברה שאוהבים לשנוא. מספר השורטיסטים שביצעו שורט על החברה מאז שהתחלתי לעקוב אחריה הוא.... אינסופי.
- כולל שורטיסטים מפורסמים - סטיב אייזמן ביצע עליה שורט, כששאלו אותו אם דיבר עם החברה, הוא... "לא, לא דיברתי, הסתמכתי על התלונה לתובע הכללי של מסצ'וסטס". <https://www.youtube.com/watch?v=URakuKCZMok>
- אנדרו לפט ביצע שורט על החברה במרץ 2020 (אאוטץ') – בדוח שורט שהוא לדעתי בדיחה: <https://citronresearch.com/wp-content/uploads/2020/03/Credit-Acceptance-Corp-The-Black-Swan-Event.pdf>
- מאז ינואר 2021 שסטיב נכנס לשורט, הוא היה רק בטריטוריה האדומה, בשלב מסויים במינוס 80%, והתלונה המדוברת כבר נפתרה
- אפשר גם לראות את הסרטון של ג'ון אוליבר שמדבר על התעשייה כולה באופן רע מאוד https://www.youtube.com/watch?v=4U2eDjnwz_s
- אם נחפש באינטרנט נמצא אינסוף סיפורי זוועה על החברה.
- צריך להבין שזה צפוי. זהו עסק בתחום שנוא שנתפס כמנצל עניים. והעסק גם טוב ובולט בתחום הזה – מרוויח הרבה כסף, מה שמנקר עיניים.
- אף אחד לא רץ לכתוב ביקורת חיובית על "שילמתי חמש שנים 24% שנתי ושיקמתי את הסטוריית האשראי שלי". אך כשמשהו רע קורה, כמובן שירוצו לכתוב ביקורות. ולכן כמעט 100% מהדברים שכתובים באינטרנט הם שליליים – זה צפוי. זה מסריח. זה רע. אבל זה צפוי. כשבדוחות רואים שהגביה הצפויה היא 67%, זה אומר שיש 33% מהקפיטל שלא מוחזר, כלומר שיתכן אפילו ש 40-50% מהלווים לא מחזירים את הכסף.
- כל לווה כזה חווה חוויה לא נעימה של תפיסה של הרכב, ניכוי מהמשכורת, נציגים לא נעימים בטלפון, מכשירים מיוחדים שמשביתים את הרכב וכו'. תמיד יהיו סיפורים מסמרי שיער. ככה זה בתחום הזה, ולכן הוא קשה – וזה גם חלק מהיתרון של החברה.
- הלקוחות של החברה הם אנשים מאוד קשי יום. הקושי שהם נתקלים בו מהחברה הוא רק אחד – אבל היא תאגיד ענק שאליו אפשר להפנות אצבע מאשימה. ולכן הרגולטור "מחפש אותם" כל הזמן - זה פופולרי לדפוק אותם. וזה חלק מהסיכונים בהשקעה, למרות שעד היום הוא לא התממש.

שורטים והבנה לקויה

- מצד שני, קרדיט אקספוננס תמיד מקבלת ציונים גבוהים מאוד בתור מקום עבודה. היא קיבלה מספר פעמים פרסים בתור מקום העבודה הטוב ביותר לעבוד בו וגם הביקורות באינטרנט, באתרים כמו למשל גלאסדור, מאוד מאוד חיוביות. הציון בגלאס דור למשל הוא 4, שהוא הגבוה ביותר שמצאתי לחברה פיננסית, ולא רחוק מהציונים של חברות תוכנה כמו מיקרוסופט או פייסבוק או אדובי.

Credit Acceptance Reviews

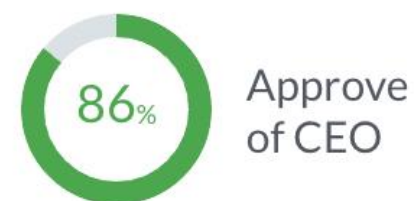
Updated Nov 11, 2022

Clear All Full-time, Part-time English

Found 612 of over 636 reviews

Sort Popular

4.0 ★★★★★



Your trust is our top concern, so companies can't alter or remove reviews.

ניהול ההון של החברה

גידול באחוזים	מספר מניות החברה במיליונים (דילול מלא)	שנה
	41.0	2004
-4.4%	39.2	2005
-9.9%	35.3	2006
-11.6%	31.2	2007
-0.3%	31.1	2008
1.9%	31.7	2009
-5.4%	30.0	2010
-11.3%	26.6	2011
-3.8%	25.6	2012
-6.3%	24.0	2013
-7.1%	22.3	2014
-5.8%	21.0	2015
-2.9%	20.4	2016
-3.9%	19.6	2017
-0.5%	19.5	2018
-2.6%	19.0	2019
-5.8%	17.9	2020
-10%	16.1	2021

- אחת המשימות החשובות ביותר בניתוח חברה הוא לבדוק את ניהול ההון של החברה.
- גם אם החברה יוצרת ערך אדיר, מנכלים יכולים להשמיד את כולו ויותר בהחלטות ניהול הון שגויות.
- לקרדיט אקספטנס ישנה מדיניות ניהול הון מאוד פשוטה:
 - אם השוק חלש (דהיינו, יש הרבה תחרות, הכלכלה פורחת וכו') ואי אפשר לכתוב הלוואות עם מרווח בטחון מספיק גדול (ההפרש בין הסכום החוזי והגביה החזויה ממנו פחות התשלום לדילר), ומחיר המניה מייצג השקעה טובה יותר מאשר לתת הלוואה, אז בכסף שיש קונים מניות בשוק - buyback.
 - אם השוק חזק (משבר כלכלי, מתחרים בורחים מהשוק עם הזנב בין הרגליים) ואפשר לתת הלוואות מאוד רווחיות – נותנים כמה שיותר הלוואות ומפסיקים לקנות מניות בשוק.
- בשנת 2008 החברה עצרה את הבאיי בק. השורטיסטים חשבו, כרגיל, שזה כי החברה בבעיות. הפוך גוטה! זה אומר שהחברה "באש" נותנת הלוואות!
- אפשר לראות בטבלה בשמאל את העצירה המוחלטת בבאי בק בשנים 2008 ו 2009, והחזרה ההדרגתית לכך לאחר מכן. בין השנים 2004 ל 2021, מספר המניות ירד ב 61%!
- במכתב המנכ"ל השנתי, המנכ"ל מפרט בדיוק מהם הקריטריונים להקצאת המשאבים בחברה.

ניהול ההון של החברה

- לאחר שצברה מספיק הלוואות העל המאזן, החברה ניגשת לשוק האיגוח ומוכרת למוסדיים חבילות של הלוואות.
- על החבילות האלה החברה ממשיכה להרוויח דמי "שירות" של ההלוואות וכל יתרה שנגבית מעבר לגודל ה POOL.
- ההלוואות בכל חבילה שכזו גדולות בהרבה מהסך הנקוב ולכן מכילות "טווח בטחון" עבור המוסדיים שקונים את ההלוואות האלה.
- כל החבילות של ההלוואות רשומות במאזן החברה, אך החוב הוא non recourse לחברה!!
- השימוש בשוק החוב מאפשר לחברה למחזר קפיטל במהירות.
- האפשרות ליצירת מיחזור מהיר של ההון, בשילוב עם זה שגם ככה ההלוואות של החברה קצרות, מאפשר תשואת יתר על ההון.
- אך מה קורה במשבר?

ניהול ההון של החברה – עת משבר

- ניהול ההון של החברה מכיל לקחים שנלמדו מהמשבר של שנת 2008. בשנת 2008 הגישה לשוק האיגוח נסגרה לחלוטין, וכל דבר שהיה בו את המילה סאב פריים הפך "למוקצה".
- במהלך המשבר החברה יכלה לתת הלוואות מאוד מאוד רווחיות, אך נגמר לה הקפיטל. זה היה הדבר היחיד שמנע מהחברה להגדיל אף הרבה יותר את רווחיה.
- לכן, כלקח מאז, וכהכנה למשבר, לחברה יש מספר Warehouse facilities – אלו הם בעצם מעין "מחסנים" פיננסיים שמעניקים לה בנקים, אשר לתוך המחסנים האלה אפשר ליצוק הלוואות שנתנה החברה ולקבל מזומן בצד השני. המחסנים האלה הם התחייבות של הבנקים למסגרת אשראי ובהם מתכוונת להשתמש החברה אם הגישה לשוק האיגוח תיסגר.
- החברה לא משתמשת במחסנים האלה וכיום יש שם 1.1 מיליארד דולר שממתינים למשבר.

ניהול ההון של החברה



(Dollars in millions)

	As of December 31,	
	2021	2020
Revolving Secured Line of Credit		
Principal balance outstanding	\$ 2.6	\$ 95.9
Amount available for borrowing (1)	432.4	244.1
Interest rate	1.98 %	2.02 %
Warehouse Facility II		
Principal balance outstanding	\$ —	\$ 75.0
Amount available for borrowing (1)	400.0	325.0
Loans pledged as collateral	—	91.8
Restricted cash and cash equivalents pledged as collateral	1.0	3.0
Interest rate	— %	1.90 %
Warehouse Facility IV		
Principal balance outstanding	\$ —	\$ —
Amount available for borrowing (1)	300.0	300.0
Loans pledged as collateral	—	—
Restricted cash and cash equivalents pledged as collateral	1.0	1.0
Interest rate	— %	— %
Warehouse Facility V		
Principal balance outstanding	\$ —	\$ —
Amount available for borrowing (1)	125.0	125.0
Loans pledged as collateral	—	—
Restricted cash and cash equivalents pledged as collateral	1.0	1.0
Interest rate	— %	— %
Warehouse Facility VI		
Principal balance outstanding	\$ —	\$ —
Amount available for borrowing (1)	75.0	75.0
Loans pledged as collateral	—	—

מה הולך לקרות עכשיו?

- עליית הריבית גורמת להאטה במשק, ובעתיד הלא רחוק פיטורים
- יותר אנשים צריכים את שירותי החברה
- כמו במשברים קודמים, מלווים מתחילים לצאת משוק הסאבפריים. בדוחות האחרונים החברה דווחה על עליה משמעותית בדילרים הפעילים וביחידות הנמכרות.
- עליה ב Spread לאחר שירד נמוך מאוד+ ירידה ב Advance, – מבשר לבאות?
- פשיטות רגל של חברות כמו קארבנה ואחרות עשויות להפנות לקוחות נוספים לחברה
- עליה בתמחור ההלוואות זו שאלה של זמן, וכנראה תתחיל לקרות ברבעונים הקרובים
- במידה והמשבר יחריף במהירות, לחברה יש מיליארד דולר של "אבקה יבשה" להשתמש בהם גם ללא גישה לשוק האג"ח.
- החברה תמיד תהיה The last man standing

תמחור

- החברה מפרסמת את הרווח המתואם שלה בהודעות לעיתונות.
- הרווח המתואם לא כולל הפרשות שונות ותיאומים שונים – החברה מסבירה מדוע כל תיאום נעשה – ואני מסכים איתה.
- התיאומים נובעים מכך שמערכת החשבונאות "שהדביקו" ל CACC אינה מתאימה לתיאור העסק. אפשר לקרוא על כך בהרחבה במכתבי המנכ"ל.
- בשנת 2021 החברה הרוויחה רווח מתואם למניה של 51.35 דולר למניה.
- השנה, בתשעה חודשים, החברה הרוויחה 41.05 דולר למניה, קצב שנתי של 54 דולר למניה.
- להערכתי, במידה והמשבר יחריף, בשנת 2024 החברה תוכל להרוויח צפונה מ 80 ואף 100 דולר למניה.
- הניסיון שלי בחברה אומר שכדאי לקנות את המניות כאשר החברה מתחת למכפיל 10, וכאשר מחיר המניה סביב 480 כיום, המכפיל הוא סביב 8.9.
- ישנים אנשים המנסים להעריך את שווי החברה לפי מכפיל ההון שלה – מדוע לדעתכם זה לא נכון? (אם יש זמן נענה)

סיכום



- למדנו להבין את המודל העסקי של קרדיט אקספוננס ולמה אנחנו חושבים שהחברה תאיץ אם יהיה מיתון.
- מקווה שנהניתם!
- אפשר לשאול שאלות בצ'אט.

• יצירת קשר: assaf@eden-funds.com

• טוויטר: @assaf_Nathan

• בלוג: <http://assafnathan.com>

• אתר הקבוצה: <http://www.eden-funds.com>