

אורשי ג.ש. בע"מ

מעקב | יולי 2020

אנשי קשר:

סופי טוביאקוב
אנליסטית - מערכת דירוג ראשית
sophiet@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אורשי ג.ש. בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה אורשי ג.ש. בע"מ (להלן: "אורשי" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.06.2021	יציב	Baa1.il	1155787	ב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה וכן פרופיל עסקי אשר עודנו נמוך, זאת נוכח גודלה היחסי של החברה וריכוזיות המודל העסקי בשל פעילות מהותית מול נותני שירות אשראי ("נש"א"), המשליך גם על ריכוזיות ההכנסות. פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב ממח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים רחב יחסית, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה ריכוזית לענף הנדל"ן, הבנייה והתשתיות. איכות נתמכת ביחס חובות בעייתיים לתיק אשראי וכרית ספיגת הפסדים (הון עצמי ויתרת הפרשה) אשר הולמים ביחס לדירוג. יחד עם זאת, קיים לחץ על מדדי הסיכון של התיק בשל הסביבה העסקית המתגברת והמשבר הכלכלי בשל השלכות התפשטות נגיף הקורונה. רווחיות החברה הולמת לדירוג, והושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, מאיכות הנכסים ומהוזלת עלות מקורות המימון, אשר תמכו בבנייה מתמשכת של ההון העצמי אשר מהווה כרית ספיגת הפסדים בלתי צפויים. עם זאת, קיים לחץ על מדדי הרווחיות של החברה, נוכח צפי לשחיקה בהכנסות ריבית נטו, ומרווח הפיננסי של החברה, בשל צמצום תיק האשראי והתייקרות מקורות המימון לנוכח תנאי השוק, וזאת לצד עלייה בהפרשה להפסדי אשראי חזויים בשל עליית הסיכון. יחס המינוף המאזני של החברה טוב ביחס לדירוג ובפער רחב מהקובנטים (כולל הלוואות בעלים). פרופיל הנזילות השתפר כתוצאה מגידול בהיקף מסגרות האשראי ופתיחת קו אשראי נוסף, כאשר חל גידול בהיקף המסגרות הבנקאיות החתומות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. יחד עם זאת, אנו מניחים כי פתיחת המרווחים בשוק ההון מגבילה את יכולת הגיוס של החברה בטווח הזמן הקצר. המח"מ הקצר של תיק הלקוחות תומך להערכתנו בגמישות הפיננסית, ויכול לפצות על היעדר כרית נזילות בעת הצורך, אולם תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית בשנת 2020 תוסיף להיות מאתגרת, כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי שנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. אנו מעריכים כי יש בכך השפעה שלילית על מגזר העסקים הקטנים והבינוניים ("SME"), עם צפי להתכווצות בפעילות העסקית במשק, תוך מרכיב גבוה של אי וודאות לגבי משך המשבר ועוצמתו. כתלות בבלימת המגיפה וחרזה הדרגתית של פעילות המשק לשגרה, עשויה להיות התאוששות מסוימת בסביבה העסקית בשנת 2021. אנו סבורים כי השלכות המשבר הכלכלי על פעילות הליבה של החברה ועליית סיכון תיק האשראי של לקוחות ומושכים בחברה ובענף בכלל, יתבטאו בהמשך צמצום תיק האשראי של החברה במהלך 2020, גם כתוצאה ממדיניות טיוב התיק על ידי החברה. אנו מעריכים כי בשנת 2021 פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי לשוב להיות חיובי אך מתון יותר ביחס לשנים הקודמות.

בתרחיש זה, אנו צופים עליה ברמת הסיכון במספר ענפים אליהם חשופה החברה ברקע המשבר. להערכתנו, יחול גידול בשיעור יתרת הפרשה ביחס לתיק האשראי, הן מעלייה בשיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק האשראי, אשר ינוע בטווח של 1.2%-1.3% בשנת 2020 (2019: 0.4%), והן מעלייה בשיעור חובות אבודים לתיק האשראי. אנו מניחים התמתנות מסוימת בשנת 2021, עם הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק האשראי אשר ינוע בטווח של 0.6%-0.7%, שיושפע מהתאוששות מסוימת במשק וגבייה של חובות אבודים ובפרט אלו משנת 2020. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי בטווח של 5.0%-6.0% ושיעור חובות בעייתיים לכרית הספיגה (הון עצמי ויתרת הפרשה) בטווח של 20%-25%. אנו צופים שחיקה בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2019, גם נוכח הקיטון הצפוי בתיק האשראי ולחץ על המרווח הפיננסי של החברה, אשר יושפע מעלייה בריבית ללקוחות החברה נוכח עליית סיכון האשראי, אשר תקוזז על ידי התייקרות מקורות המימון כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי ויכולת מוגבלת להעלאת

ריבית ללקוחות קיימים בשל תנאי השוק. בנוסף, אנו צופים עלייה בהפרשה להפסדי אשראי חזויים, תוך התמתנות מסויימת בסיכון בשנת 2021, כאמור, אולם להערכתנו זו צפויה להיספג במרווח הפיננסי של החברה. כנגזר, אנו מעריכים עלייה ביחס הוצאות תפעוליות להכנסות בטווח התחזיתי, בשל יציבות מסויימת בהיקף הוצאות תפעוליות בדומה לשנים האחרונות. בתרחיש זה, תשואת הליבה והתשואה על הנכסים (ROA) ישחקו וינועו בטווח שבין 3.7%-6.0% ו-2.0%-4.0%, בהתאמה. יחד עם זאת, אנו סבורים כי קיים פוטנציאל גידול בפעילות ועלייה בשיעורי הרווחיות של החברה, וזאת כתלות בנגישות לגורמי מימון של החברה, כתוצאה מהזדמנויות שעשויות להיווצר לאור המצב. אנו צופים כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 20% מסך הרווח הנקי, כאשר הנחות לצמצום התיק בשנת 2020 וצמיחה מתונה בהמשך צפויות להשפיע לחיוב על יחס המינוף המאזני הפשוט (ללא הלוואת בעלים) אשר צפוי לעמוד על 21%-22% בשנות התחזית. כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם צפויים ברמה תומכת ביחס לסיכון. עם זאת, אנו סבורים כי ככל ויתמשך המשבר, צפויה להיות פגיעה מהותית יותר באיכות הנכסים, כפי שמשתקף במדדי הסיכון בתיק האשראי וכנגזר עשויה להיות פגיעה בהון. סיכון איש מפתח היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג, נוכח שכבה ניהולית מצומצמת, והזרות בין אנשי המפתח בחברה לבין בעלי השליטה בחברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. עם זאת, נציין כי בשלב זה קיימת אי ודאות בנוגע למשך משבר הכלכלי ועוצמתו, ובכך על ההשלכות הצפויות על הסביבה הכלכלית, ענף המימון החוץ בנקאי והחברה בפרט. מידרוג תמשיך לעקוב אחר איכות הנכסים, רווחיות והנגישות למקורות מימון בחודשים הקרובים, ביחס לתרחיש הבסיס.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות
- שיפור באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות ובנגישות הפיננסית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה בפרופיל הפיננסי ובנגישות למקורות מימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

אורשי ג.ש. בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪:

2016	2017	2018	2019	31.03.2019	31.03.2020	
1,046	17,670	13,923	3,775	16,556	29,253	מזומנים וששווי מזומנים
141,876	162,195	212,849	322,613	223,776	294,683	אשראי ללקוחות, נטו
764	867	1,422	1,668	NA	NA	יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים
123,460	150,055	180,184	272,536	193,309	269,045	חוב פיננסי [1]
167,283	191,198	230,701	335,663	246,070	333,870	סך נכסים
29,807	36,921	45,986	55,288	46,491	56,696	הון עצמי

13,421	15,533	21,703	27,290	5,385	6,904	הכנסות מימון, נטו
590	1,149	1,299	1,217	271	540	הפרשה להפסדי אשראי חזויים
6,549	7,114	10,684	12,571	2,642	2,827	רווח נקי
9,449	10,502	15,219	17,567	3,706	4,172	רווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי חזויים
2,254	2,529	6,000	8,083	NA	NA	חובות בעייתיים [2]

10.1%	9.9%	11.1%	9.5%	9.1%	8.4%	מרווח פיננסי [3]
18%	19%	20%	16%	19%	17%	הון עצמי / סך נכסים
4.3%	4.0%	5.1%	4.4%	4.4%	3.4%	תשואה לסך נכסים ממוצעים (ROA)
6.2%	5.9%	7.2%	6.2%	6.2%	5.0%	רווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי חזויים / נכסים ממוצעים
0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	NA	NA	הפרשה להפסדי אשראי חזויים / אשראי ללקוחות ברוטו*

0.5%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.7%	הפרשה להפסדי אשראי חזויים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*
1.7%	1.7%	3.2%	3.0%	NA	NA	חובות בעייתיים / אשראי ללקוחות ברוטו* ממוצע
7.4%	6.7%	12.7%	14.2%	NA	NA	חובות בעייתיים / (הון עצמי + יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים)

[1] חובות לבנקים, הלוואות בעלים ואגרות חוב
 [2] חובות בפיגור מעל 30 יום שלא הוכרה בגינם ירידת ערך וחובות שהוכרה בגינם ירידת ערך
 [3] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)
 * תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, בשל ריכוזיות ענפית ופרופיל הלקוחות וחיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME. מגזר SME ממומן בעיקרו (כ-95%) ע"י המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר מצומצם של שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. לענף חיפה משמעותית לענפי הנדל"ן, הבנייה והתשתיות על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים ואסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה שאינו ממותן בהכרח על ידי קבלת בטוחות הולמות. התפרצות נגיף קורונה והמשבר הכלכלי החרף שנלווה לכך משליכים לעליית הסיכון העסקי בענף המימון החוץ בנקאי, נוכח פגיעה בתוצר העסקי הן בצד הביקוש למוצרים ושירותים והן בצד ההיצע, בשל עיכובים ומחסור בשרשרת האספקה של לקוחות ומושכים בענף. הדבר ניכר לאור עלייה בשיעור השיקים החוזרים, גם נוכח "סיכון מוסרי" כתוצאה מהנחיות בנק ישראל להשהות הגבלות על לקוחות כתוצאה משיקים ללא כיסוי, וזאת במטרה למתן את הפגיעה בלקוחות שהכנסתם פחתה משמעותית כתוצאה מהמשבר, וגם נוכח עלייה במספר אירועי חדלות פירעון. מנגד, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים צורך בגמישות פיננסית ובהון בכדי לייצר נגישות למקורות מימון מבחינת תנאי המימון וזמינות השירות למבקשי האשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על

¹ הערכת מידרוג על בסיס דוחות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות והיקף האשראי הניתן למגזר העסקים הקטנים והזעירים בבנקים.

רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקח על ידי רשות שוק ההון ביטוח וחסכון. הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה יובילו לייצוב ולחיזוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. בנוסף, הקשחת התנאים לקבלת רישיון ע"י רשות שוק ההון עשויה להערכתנו להקטין את מספר הגופים הפועלים בענף (בפרט הקטנים), באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). כמו כן, ברקע משבר הכלכלי, הירידה בנגישות לאשראי הבנקאי ופגיעה בפרופיל הנזילות של גופים הפועלים בענף, צפויות להערכתנו להוביל לפגיעה ביכולת של הגופים לעמוד בדרישה להיקף הון עצמי מזערי של נש"א, ועל כן להגביר עוד יותר את הצמצום במספר הגופים הפועלים בענף. חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף לאחרונה, צפוי להקטין אסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש מקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים, מגביר את שכיחות הכשלים ופוגע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה, אשר תגרום לפגיעה באינפנסיית והנזילות של לקוחות הענף ושל המושכים.

פרופיל עסקי נמוך יחסית ומוגבל בקוטנה של החברה וריכוזיות בתמהיל ההכנסות

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בשנים האחרונות (CAGR של 30% בתיק האשראי ברוטו² בשנים 2015-2019), כך שנכון ל-31 בדצמבר 2019, ערב משבר הקורונה, עמד תיק האשראי ברוטו² על כ-324 מיליון ₪. המשבר הכלכלי במשק על רקע התפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה, וטיוב תיק הלקוחות של החברה בשל עליית סיכון האשראי של הלקוחות, הובילו לקטון בשיעור של כ-9% בתיק האשראי נטו ברבעון הראשון של שנת 2020, כך שעמד על כ-295 מיליון ₪ ל-31 במרץ 2020. אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה עודנו מוגבל נוכח תיק אשראי קטן יחסית, גם ביחס למתחרות בענף, המשליך על פוטנציאל יצור ההכנסות. בנוסף, לחברה מודל פעילות ריכוזי הכולל בעיקר ניכיון שיקים מסחריים, תוך חשיפה משמעותית למרווח פיננסי וללא מרכיב הכנסות תפעוליות נוספות מהותי. מודל הפעילות של החברה כולל עבודה מול לקוחות קצה ונש"א, כאשר לאחרונים משקל משמעותי של כ-43% מתיק האשראי אשר משקף מגמת ירידה (ממוצע של כ-48% בין השנים 2016-2018), כתוצאה מהתרחבות לעבר לקוחות קצה בצפון הארץ. אנו סבורים כי עבודה מול נש"א מאפשרת לחברה המשך גידול של תיק האשראי לצד פיזור גיאוגרפי רחב, אך גם מהווה מוקד סיכון לפרופיל העסקי בשל תלות מהותית בלקוחות, העלולה לפגום ביכולת השבת ההכנסות של החברה, גם לאור הפגיעות הגבוהה יחסית של נש"א להאטה בפעילות העסקית ומחנק הנזילות. החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה משקפת מגמת ירידה ועומדת על כ-42% מתיק האשראי וכ-39% מסך ההכנסות, נכון לנתוני ה-31 לדצמבר 2019 (כ-45% וכ-45% בממוצע בין השנים 2016-2018). יכולת השבת ההכנסות של החברה מתבססת בעיקר על המוניטין שצברו מנהליה הבכירים, הפועלים בשוק זה שנים ארוכות ונהנים להערכתנו מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים.

לחברה פעילות נוספת במסגרת הסכם שיתוף פעולה עם חברה מובילה למתן שירותים לרשויות מקומיות העוסק בפקטוריונג ומימון חשבונות (רכישת זכות לקבל כספים מחייבים מסחריים) וכן מתן שירותי ניכיון שיקים לספקי שירותים לרשויות מקומיות או חברות עירוניות, אולם היקף תיק האשראי בגין פעילות זו אינו מהותי מסך תיק האשראי של החברה.

פרופיל העסקי של החברה נתמך במגוון מקורות מימון, אשר השתפר בשנים האחרונות הודות להגדלת מסגרות האשראי הבנקאיים וגיוס שתי סדרות אג"ח, התומכים בגמישותה הפיננסית ובפוטנציאל הצמיחה של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו מעריכים כי הסיביה העסקית בשנת 2020 תוסיף להיות מאתגרת, כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי שנובע מהתפשטות נגיף הקורונה. אנו מעריכים כי יש בכך השפעה שלילית על מגזר ה-SME, עם צפי להתכווצות בפעילות העסקית במשק, תוך מרכיב גבוה של אי וודאות לגבי משך המשבר ועוצמתו. כתלות בבלימת המגיפה וחזרה הדרגתית של פעילות המשק לשגרה, עשויה לחול התאוששות מסויימת בסביבה העסקית בשנת 2021. אנו סבורים כי השלכות המשבר הכלכלי על

² תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים

פעילות הליבה של החברה ועליית סיכון תיק האשראי של לקוחות ומושכים בחברה ובענף בכלל, יתבטאו בהמשך צמצום תיק האשראי של החברה במהלך 2020, גם כתוצאה ממדיניות טיוב התיק על ידי החברה. אנו מעריכים כי בשנת 2021 פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי לשוב להיות חיובי אך מתון יותר ביחס לשנים הקודמות.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים, אולם מוגבל נוכח תיאבון לסיכון גבוה יחסית

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל גם שני דירקטורים חיצוניים ושני דירקטורים בלתי תלויים. פרופיל הסיכון נתמך בתיק אשראי מפורז יחסית, המשתקף בפיזור מושכים טוב יחסית, כך שחלקם של 10 המושכים הגדולים עמד על כ- 11% מיתרת תיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2019 ועל כ- 62% מההון העצמי לאותו מועד. תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (בדומה לענף), כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי הנדל"ן והבינוי (כ- 31% מיתרת תיק האשראי ליום 31 בדצמבר 2019) ולענף התשתיות (כ- 17%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי בדומה לשאר החברות בענף קצר מאוד, תומך בנייהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, וצפוי לאפשר גמישות ניהולית וחיתומית טובות כנגד משבר הקורונה ככל ויהיה מוגבל בזמן, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות והתייקרות עלות המימון מהמערכת הבנקאית.

איכות הנכסים הולמת לדירוג; צפי ללחץ על מדדי הסיכון בשל עלייה בחובות הבעייתיים ברקע המשבר הכלכלי

תיק האשראי של החברה אופיין בשנים האחרונות ברמת סיכון הולמת לדירוג, כפי שמשתקף בשיעור החובות הבעייתיים לסך התיק ברוטו³, אשר עמד על כ- 3.0% בסוף שנת 2019 (לעומת ממוצע של כ- 2.2% בין השנים 2016-2018) ולמרות שחיקה במדדי הסיכון גם כתוצאה מאירועים ספציפיים. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי מתון יחסית של כ- 0.5% בשנת 2019, זאת לעומת כ- 0.9% בממוצע בקרב חברות השוואה באותה תקופה³. מנגד, יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים לתיק אשראי הינה נמוכה יחסית (כ- 0.6% בסוף שנת 2019), וגוזרת יחס כיסוי (הפרשה כנגד חובות בעייתיים) שאינו בולט לטובה, של כ- 21% ל-31 בדצמבר 2019 (ממוצע של כ- 31% בין השנים 2016-2018), המשתקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון הצפוי בתיק.

לאור ההתפתחויות הנובעות ממשבר נגיף הקורונה, אנו סבורים כי חלה עלייה בסיכון האשראי של לקוחות ומושכים של החברה, וזאת על רקע אי הוודאות לגבי הצלחת מיגור ההתפשטות של הנגיף, צעדי המדיניות שנקטו במשק המקומי וההשלכות הכלכליות בטווח הקצר-הבינוני, אשר הובילו להתכווצות בפעילות הכלכלית בשנות התחזית ופגיעה ישירה ברווחיות ונזילות של בתי העסק. כך, ברבעון הראשון של שנת 2020, החברה הציגה עלייה בשיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק האשראי של החברה, אשר עמד על כ- 0.7%. כמו כן, מידרוג מעריכה כי החברה פועלת לדחיית פירעונות ללווים מסוימים, במסגרת פריסת תשלומים ללקוחותיה, וכי חלה עלייה משמעותית בהיקף ההסדרים במחצית הראשונה של השנה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נוכח ההשלכות של המשבר הכלכלי על לקוחות ומושכים של החברה. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע מריכוזיות גבוהה לענף הנדל"ן והבינוי, העלולה לפגום משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייני ההומוגניים. כנגזר מכך, אנו צופים עלייה בשיעורי הכשל, אשר תתגבר ככל והמשבר יתארך זאת על אף תוכנית הסיוע אשר ניתנה ע"י המדינה למגזר ה-SME.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו צופים עלייה ברמת הסיכון במספר ענפים אליהם חשופה החברה ברקע המשבר. כך להערכתנו, יחול גידול בשיעור יתרת הפרשה ביחס לתיק האשראי, הן מעלייה בשיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי, אשר ינוע בטווח של 1.2%-1.3% בשנת 2020 (2019: 0.4%), והן מעלייה בשיעור חובות אבודים לתיק אשראי. אנו מניחים התמתנות מסוימת בשנת 2021, עם שיעור הפרשה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי, אשר ינוע בטווח של 0.6%-0.7% שיושפע מהתאוששות מסוימת במשק וגבייה של חובות אבודים ובפרט אלו משנת 2020. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי בטווח של 5.0%-6.0% ושיעור חובות בעייתיים לכרית הספיגה (הון עצמי ויתרת הפרשה) בטווח של 20%-25%. יש לציין כי הערכותינו לגבי התאוששות המשק בשנת 2021 נתונה באי וודאות גבוהה בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, הכרוך בהתפרצות מגיפת הקורונה ברחבי העולם.

³ חברות המדווחות לציבור

רווחיות החברה צפויה להישחק על רקע צמצום התיק והירידה הנלווית בהכנסות, לצד גם עלייה בהפרשה להפסדי אשראי חזויים, אך עודנה תומכת בדירוג

רווחיות החברה הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, איכות הנכסים והוזלת עלות מקורות המימון. מנגד, ניכרת שחיקה מתמשכת במרווח האשראי, כתוצאה מעלייה ברמת התחרות בענף. כך, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו² (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) עמד על 13.6% בשנת 2019, נתון המשקף מגמת ירידה (לעומת כ- 15.2% בשנת 2018 וכ- 14.2% בשנת 2017), ואת המודל העסקי של החברה הכולל עבודה מול נש"א. מנגד, עלות מקורות המימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לבין סוף תקופה) של החברה מאופיינת על ידנו כסבירה, ועמדה על כ- 4.1% בשנת 2019, גם כן במגמת ירידה (לעומת 4.3% בשנת 2018 וכ- 4.5% בשנת 2017), כתוצאה משיפור תנאי המימון מול הבנקים וקטון בחלקה של הלוואות הבעלים בתמהיל המקורות. כך, המרווח הפיננסי נשחק ועמד על כ- 9.5% בשנת 2019 (ממוצע של כ- 10.3% בין השנים 2016-2018), סביר ביחס לקבוצת ההשוואה. כנגד, יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים ורווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי חזויים (רווח ליבה) לממוצע נכסים - עמדו בשנת 2019 על כ- 4.4% וכ- 6.2%, בהתאמה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו צופים שחיקה בהכנסות נטו של החברה ביחס לשנת 2019, נוכח הקטון הצפוי בתיק האשראי ולחץ על המרווח הפיננסי של החברה. להערכתנו, המרווח הפיננסי יושפע מחד, מעלייה בריבית ללקוחות החברה נוכח עליית סיכון האשראי, ומאידך יקוזז מצד התייקרות מקורות המימון כתוצאה מהשלכות המשבר הכלכלי ויכולת מוגבלת להעלות ריבית ללקוחות קיימים בשל תנאי השוק. בנוסף, אנו צופים עלייה בשיעור ההפרשה להפסדי אשראי חזויים, תוך התמתנות מסויימת בסיכון בשנת 2021, כאמור, אולם להערכתנו זו צפויה להיספג במרווח הפיננסי של החברה. כנגד, אנו מעריכים עלייה ביחס הוצאות תפעוליות להכנסות בטווח התחזיתי, בשל יציבות מסויימת בהיקף הוצאות תפעוליות בדומה לשנים האחרונות. בתרחיש זה, תשואת הליבה והתשואה על הנכסים (ROA) ישחקו וינועו בטווח שבין 3.7%-6.0% ו- 2.0%-4.0%, בהתאמה. יחד עם זאת, אנו סבורים, כי קיים פוטנציאל גידול בפעילות ועלייה בשיעורי הרווחיות של החברה, וזאת כתלות בנגישות לגורמי מימון של החברה, כתוצאה מהזדמנויות שעשויות להיווצר לאור המצב.

רמת מינוף טובה ביחס לדירוג, תומכת ביכולת ספיגת ההפסדים בלתי צפויים לאורך המחזור ובתקופת המשבר

החברה בנתה בשנים האחרונות את כרית ההון על בסיס רווחים שוטפים ומתאפיינת במינוף מאזני טוב יחסית, כפי שנמדד ביחס ההון העצמי לנכסים, אשר עמד על כ- 16.5%, ל-31 בדצמבר 2019, ולמרות השחיקה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (כ- 19.9%). ברבעון הראשון של שנת 2020 חל קטון במינוף המאזני, אשר עמד עמד על כ- 17% (ועל כ- 18.6% בנטרול יתרות מזומנים ושוי מזומנים), המשקף את השפעת מדיניות החברה לטיוב תיק האשראי, מגמה אשר צפויה להימשך לאורך שנת 2020, להערכתנו. בנוסף, לחברה הלוואות בעלים המהווה כ- 8% מסך הנכסים ל-31 במרס 2020, אשר מהווה שכבת ספיגה נוספת ביחס לחובות בכירים יותר ותומכת גם כן באיתנותה הפיננסית של החברה, אולם אינה מסווגת כהון עצמי בהתאם להגדרות מידרוג⁴.

אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להבנות מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 20% מסך הרווח הנקי. הנחות לצמצום התיק בשנת 2020 וצמיחה מתונה בהמשך צפויות אף הן להשפיע לחיוב על יחס המינוף המאזני הפשוט (ללא הלוואות בעלים), אשר בשנות התחזית צפוי לעמוד על 21%-22%. כרית זו מאפשרת לחברה לספוג הפסדים צפויים ושאינם צפויים ברמה תומכת ביחס לסיכון. עם זאת, אנו סבורים כי ככל ויתמשך המשבר, צפויה להיות פגיעה מהותית יותר באיכות הנכסים, כפי שמשקף במדדי הסיכון בתיק האשראי וכנגד עשויה להיות פגיעה בהון.

שיפור בפרופיל הנזילות, כאשר נזילות החברה הולמת לדירוג

החברה תלויה במידה רבה במערכת הבנקאית לשם מימון פעילותה השוטפת ופעלה בשנים האחרונות לשפר את תנאי האשראי מול הבנקים ולהגדיל את היקף ומספר המסגרות. נכון ל-31 במרץ 2020, לחברה מימון מחמישה בנקים, מתוכם שלוש מסגרות חתומות בהיקף של 100 מיליון ש"ח, כאשר יתרות הנזילות (כולל מסגרות חתומות ופנויות) של החברה ביחס לתשלומי החוב (קרן) בשנתיים

⁴ דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019

הקרובות עומד על כ- 95% והינו גבוהה לדירוג, והינו משקף יחס ממוצע של כ- 79% וכ- 110% ל-31 בדצמבר 2019 ול-31 במרץ 2020, בהתאמה. כחלק מתנאי שטר הנאמנות של אג"ח (סדרה ב'), החברה התחייבה לשמור על יתרות נזילות מינימליות של מעל 5% מסך תיק האשראי ברוטו², כאשר התניה זו צפויה להסתיים ברבעון השני 2021, עם הפירעון המלא של סדרה זו. בהתאם ללוח הסילוקין, בשנים 2020 ו-2021 נדרשת החברה לפרוע קרן אג"ח של כ- 33 מיליון ₪ ולממן עלות רכישת נכס (בהתאם לתנאי רכישת הנכס). אנו צופים כי שימושים אלו ימומנו ממקורות בנקאיים בטווח התחזית, וכי לא צפוי גיוס של חוב נוסף בשל מרווחי האשראי הנוכחיים בשוק.

תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר (כ- 89% ממנו נפרע תוך 90 יום), התומך בגמישות הפיננסית וביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, ויכול לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם לתקופה מוגבלת בזמן ותוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. לחברה מרווח טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף (כולל הלוואות בעלים) ולהיקף ההון (כ- 20% וכ- 53.5 מיליון ₪), אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה לאורך המשבר.

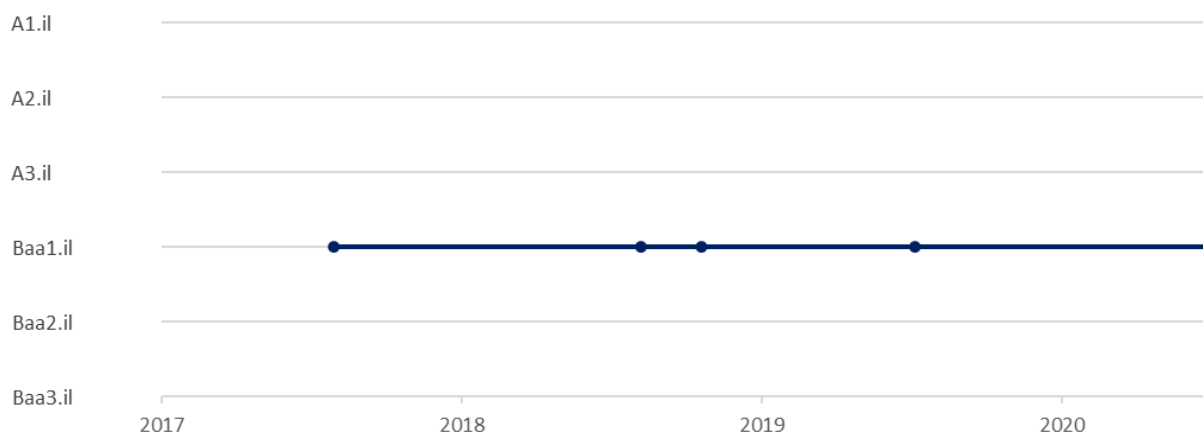
שיקולים נוספים

למרות פעולות שנקטה החברה בשנים האחרונות, אנו סבורים כי לחברה תלות במספר מצמצם של אנשי מפתח אשר הינם בעלי השליטה בחברה, באופן העלול להשפיע על ממשל התאגידי והפרופיל העסקי של החברה. גורם סיכון זה השפיע לשלילה על דירוג החברה.

אודות החברה

אורשי ג.ש. בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה ביום 24 במאי 2004, והחלה את פעילותה העסקית במתן שירותי ניכיון ממסרים דחויים ללקוחות מסחריים ו/או עוסקים מורשים החל משנת 2011. בעלי השליטה בחברה הינם מר שי לביא, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ- 62% מהון המניות של החברה, ומר גלעד אלגור, מנכ"ל ודירקטור בחברה, המחזיק ביתר 38% בחברה. החברה פועלת ממושרדיה בתל אביב וכן מחזיקה בשלושה סניפי מכירה ברחבי הארץ. החברה מעסיקה כ- 12 עובדים נכון לסוף שנת 2019. ב-1 לאפריל 2020, דיווחה החברה על קבלת אישור המפקח על השירותים הפיננסיים, להארכת רישיון מורחב למתן אשראי ולמתן שירות בנכס פיננסי עד ליום ה-31 בדצמבר 2022. בנוסף, אושרו הענקת הרישיונות גם עבור אורשי ש.ל. נכסים בע"מ, חברת הבת של החברה, וגם עבור אורשי פקטורינג בע"מ, חברה כלולה של החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אורשי ג.ש. בע"מ - דוחות קשורים](#)

[חברות מימון חוץ בנקאי - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[דירוג חברות מימון חוץ בנקאיות - דוח מתודולוגי, מרץ 2016](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

21.07.2020	תאריך דוח הדירוג:
17.07.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
31.07.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אורשי ג.ש. בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אורשי ג.ש. בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מוכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>