

# אורשי ג.ש. בע"מ

דירוג ראשוני | יולי 2017

## אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

[moty@midroog.co.il](mailto:moty@midroog.co.il)

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

---

## אורשי ג.ש. בע"מ

אופק דירוג: יציב	(P)Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	------------	------------

מידרוג קובעת דירוג (P)Baa1.il באופק יציב לאגרות החובי שתגייס אורשי ג.ש. בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אורשי") בסך של עד 60 מיליון ₪ ערך נקוב.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- שטר נאמנות סופי
- תשקיף הנפקה סופי

### אודות החברה

אורשי ג.ש. בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה ביום 24 במאי, 2004 (שם החברה שונה באוגוסט 2013 לשמה הנוכחי)<sup>2</sup>, והחלה את פעילותה העסקית במתן שירותי ניכיון ממסרים דחויים<sup>3</sup> ללקוחות מסחריים ו/או עוסקים מורשים החל משנת 2011. החברה בבעלותם של שי לביא, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ- 62% מהון המניות של החברה (החל את פעילותו בתחום בשנת 1995), וגלעד אלגור, מנכ"ל ודירקטור בחברה, המחזיק ביתר 38% בחברה (החל את פעילותו בתחום בשנת 2009). פעילות החברה מהווה מימון משלים למערכת הבנקאית, במסגרתה, פונה החברה לקהל יעד מגוון העומד בקריטרונים שהגדירה, בהתאם למדיניותה, וזאת תוך הגבלת חשיפת האשראי לטווחי זמן קצרים<sup>4</sup>. נכון למועד דוח זה, החברה מחזיקה במלוא הון המניות של חברת אורשי ש.ל. נכסים בע"מ, חברה אשר הוקמה למטרת רכישת נכס אשר צפוי לשמש כמשרדי החברה, פרט לכך, אין לחברה החזקות או פעילויות נוספות.

### שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג, נלקחו בין היתר, השיקולים הבאים: (1) הענף מאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, מושפע ממחזוריות כלכלית, נתון לחשיפה גבוהה לשינויים רגולטוריים וכן למגוון משתנים מקרו-כלכליים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף; (2) סיכון הפעילות מתמקד בענף האשראי החוץ בנקאי ופונה לתחום האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, באמצעות ניכיון שיקים מסחריים; (3) פעילות החברה כחלק מענף המימון החוץ בנקאי בכלל, ובניכיון שיקים בפרט, דורשת, בין היתר, ידע מקצועי, יכולות מימון ומוניטין אשר מאפשרים להתחרות בענף; (4) חסמי כניסה נמוכים, לצד התפתחות אסדרה ומנגנוני פיקוח ובקרה אשר עלולים להוביל להקשחת חסמי הכניסה לתחום; (5) חברה ותיקה בתחום המימון החוץ בנקאי, אולם בעלת היקף פעילות מצומצם וללא Track Record בהיקפי פעילות משמעותיים על פני המחזוריות הכלכלית; (6) נכון למועד הדוח, קיימות חשיפות לסיכונים מח"מ וריבית בשל העדר הלימה מלאה בין מקורות המימון לפעילות החברה, אשר ממותנת, בין היתר, באמצעות פעילות בעלת מח"מ קצר. יש לציין, כי הנפקת אגרות החוב תוביל להארכת מח"מ הלוואות החברה, תוך קיבוע ריבית; (7) פיזור ענפי מצומצם לצד ריכוזיות עסקית בקרב לקוחותיה; (8) החברה מתנהלת בהתאם לקווים מנחים בממשל התאגידי ונערכת לצורך תיעוד והטמעת תהליכים הנדרשים מחברה מדווחת; (9) החברה תלויה באופן מלא באנשי מפתח אשר הינם בעלי השליטה בחברה; (10) מדיניות ניהול סיכונים גובשה באמצעות חברה חיצונית ומלווה במעורבות מצד ההנהלה, אולם ללא קיום פונקציית ניהול סיכונים פנימית; (11) רווחיות החברה תומכת בדירוגה, ומושפעת בעיקר ממרווחי הריבית; (12) נכון לשנת 2016, יחס הון עצמי מתואם<sup>5</sup> למאזן של החברה עמד על כ- 21%, לעומת כ- 23% בשנים 2015 ו- 2014; (13) נכון למועד הדוח, לחברה תלות גבוהה מאוד במערכת הבנקאית, הממותנת במידת מה, לאור מערכת יחסים יציבה מול הבנקים, וכן בבעלי השליטה בחברה; (14) רמת נזילות סבירה המושתתת בעיקר על פירעונות שוטפים, והעדר מסגרות אשראי חתומות ופנויות; (15) איכות הנכסים ושיעור נזקי האשראי שנרשמו בתיק האשראי תומכים בדירוג החברה.

<sup>1</sup> הפירעון הסופי של הסדרה הינו ביום 30/06/2020.

<sup>2</sup> שמה הקודם היה אשראי ב-אורשי בע"מ.

<sup>3</sup> ניכיון שיקים.

<sup>4</sup> לימים 31.03.2017 ו- 31.12.2016 כ-83% וכ-92% מיתרת תיק האשראי לפירעון תוך 90 ימים, בהתאמה.

<sup>5</sup> הון עצמי, ללא הלוואות הבעלים בסך 25 מיליון ₪.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תשמור על פרופיל סיכון אשר תואם את רמת התיאבון שלה לסיכון, הכולל בין היתר, שמירה על שיעור נזקי אשראי התומכים בדירוג. בנוסף, רמת המינוף של החברה תנוע בטווח שבין 22%-18% (יחס הון עצמי מתואם למאזן). כך שתשמור על מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות הנדרשות. רווחיות החברה ביחס לממוצע נכסיה, צפויה לנוע בטווח הקצר בין 11%-8%, כאשר סביבת הריבית הנמוכה עלולה להשתנות ולהשפיע על עלויות המימון ונזקי האשראי בתיק הנכסים. החברה תשמור על יתרות נזילות מינימאליות בהיקף של כ- 5% מסך תיק האשראי ברוטו, או לחילופין, מסגרות אשראי חתומות שאינן מנוצלות בשיעור זה. בתרחיש הבסיס הבאנו בחשבון כי החברה תחלק דיבידנדים בשיעור של כ- 20% מהרווח הנקי השנתי המצטבר.

**אורשי ג.ש. בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪**

נתוני מאזן עיקריים	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
הון עצמי*	21	27	30
מאזן**	89	116	142
חוב פיננסי נטו***	53	64	85

\* ללא הלוואת הבעלים  
 \*\* בניכוי מזומנים מוגבלים  
 \*\*\* בניכוי מזומנים ושווי מזומנים ומזומנים מוגבלים

נתוני רו"ה עיקריים	FY 2014	FY 2015	FY 2016
הכנסות מימון	19	18	19
הוצאות מימון נטו	7.2	6.2	6.1
הוצאות חובות מסופקים ואבודים	0.5	0.7	0.5
רווח תפעולי	8	7	9
שיעור רווח תפעולי	42%	42%	45%
רווח נקי	6	5	6.5
חובות אבודים / סך לקוחות	0.3%	0.7%	0.3%
חובות אבודים / הון עצמי + יתרת חומ"ס	1.0%	3.0%	1.4%

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**פרופיל סיכון הפעילות מאופיין ברמה בינונית-גבוהה, מושפע מהמחזוריות הכלכלית ומאפייני הלקוחות**

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים למגזר העסקי, ללא בטוחות. הענף מאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, מושפע ממחזוריות כלכלית, נתון לחשיפה גבוהה לשינויים רגולטוריים וכן למגוון משתנים מקרו-כלכליים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. הרעה במצב הכלכלי במשק עלולה להוביל להרעה במצבם של המושכים והלקוחות אשר מהווים קהל יעד בענף פעילות זה. בנוסף, הענף חשוף ללקוחות המגלמים סיכון אשראי גבוה יותר בהשוואה ללקוחות המערכת הבנקאית, במגוון היבטים (כגון: היקף האשראי, העדר בטוחות, רמות מינוף וכיו"ב), אשר מתמוחרים בהתאם. מנגד, הענף מאופיין בפזור רחב של לקוחות, המאפשר את הפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. בשנים האחרונות, החברות הפועלות בענף נהנות מסביבת ריבית נמוכה מאוד, המאפשרת להציע ריבית אטרקטיבית ובד בבד לשמור על מרווח גבוה בעסקאות, אולם במקרה של עליית הריבית במשק, הענף חשוף בפני גידול בשיעורי הכשל, וכן הקטנת המרווחים אשר עלולים להשפיע באופן ישיר על רווחיותו.

**חסמי כניסה נמוכים לענף, לצד התפתחות אסדרה ומנגנוני פיקוח ובקרה**

ענף האשראי בו פועלת החברה מתאפיין בחסמי כניסה שעיקרם יכולת מימון ממקורות שונים (הון עצמי ויכולת גיוס הון זר), בתנאים נוחים המאפשרים לפעול בענף, ולהוות אלטרנטיבה אטרקטיבית למערכת הבנקאית מבחינת תנאי המימון וזמינות השירות למבקשי האשראי. פרט למערכת הבנקאית<sup>6</sup>, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים מצומצם, בעלי ותק וניסיון בתחום. פעילות החברה כחלק מענף המימון החוץ בנקאי בכלל, ובניכיון שיקים בפרט, דורשת, בין היתר, ידע מקצועי, יכולת מימון ומוניטין אשר מאפשרים להתחרות

<sup>6</sup> המספקים כ- 95% משוק האשראי, בהתבסס על דו"ח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל לשנת 2016, משרד הכלכלה והתעשייה.

בענף. מספר חסמי כניסה נוספים הראויים לציון הינם: (1) השקעות במערכות מחשוב מורכבות; (2) יכולת שיווק גבוהה, המאפשרת את פיזור הסיכונים על פני מספר רב של לווים ו/או מושכים (כותבי השיקים); (3) מחסור במידע איכותי בנוגע ללווים ומושכים. בהקשר זה, נציין כי להערכתנו, שינויי האסדרה הצפויים בענף בטווח הקצר-בינוני, עשויים לסייע ברמת המידע האיכותי על הלווים במשק, וכן בהפחתת תלות חברות המימון החוץ בנקאי במערכת הבנקאית. שינויי האסדרה צפויים להקשיח את חסמי הכניסה, לצד יצירת מנגנוני פיקוח ובקרה, כך ששינויים אלו עשויים לתמוך בצמיחתה המואצת של החברה ולשפר את מעמדה העסקי בענף בטווח הקצר.

### **חברה ותיקה בתחום המימון החוץ בנקאי, אולם בעלת היקף פעילות מצומצם**

נתח השוק של אורשי הינו קטן ביחס למתחרותיה המרכזיות, ללא Track Record בהיקפי פעילות משמעותיים על פני המחזוריות הכלכלית, כאשר החברה ממצבת את מעמדה בתחום. בבסיס האסטרטגיה של החברה, עומדת מטרתה להמשיך ולבסס את מעמדה בענף האשראי החוץ בנקאי, להרחיב את חוג לקוחותיה, תוך שימת דגש על שמירת איכות לקוחותיה, גיוון מקורות האשראי וגידול מתמיד בהיקף פעילותה. בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה, ישנה צמיחה עקבית בהיקף תיק האשראי של החברה ב-3 שנים האחרונות<sup>7</sup>, וזאת במקביל לשמירה על שיעורי רווחיות יציבים, המחזקים את מעמדה התחרותי. החברה מפעילה כיום שני סניפים, בערים תל אביב ואור יהודה. לדברי החברה, בכוונתה להמשיך ולהתרחב בתחום פעילותה, על מנת לאפשר את המשך צמיחתה, לרבות הרחבת פעילותה לאזורים גיאוגרפיים נוספים. להערכתנו, מיצועה העסקי של החברה הינו בינוני-נמוך.

### **העדר גידור מלא בגין סיכונים מח"מ וריבית**

החברה אינה מגדרת באופן מלא את פעילותה השוטפת בקשר עם מקורותיה המימוניים (ריבית ומח"מ) אל מול האשראי אותו היא מספקת ללקוחותיה. בהעדר גידור מלא, חשופה החברה לשינויים בשיעורי הריבית העלולים להוביל לשחיקת המרווחים התפעוליים. הנפקת אגרות החוב תוביל להארכת מח"מ הלוואות החברה, תוך קיבוע ריבית. יש לציין כי נכון למועד הדוח, סיכון המח"מ והריבית ממותן במידת מה לאור מח"מ הפעילות הקצר של החברה, המאופיין ברובו לטווח של עד 90 ימים, לצד מרווחי הריבית שגובה החברה, כאשר ביכולתה לבצע התאמות מסוימות, בקרות שינויים כלכליים ו/או פגיעה בחוסנם הפיננסי של לקוחותיה.

### **פיזור ענפי מצומצם לצד ריכוזיות עסקית בקרב לקוחות**

במסגרת פעילותה, נסמכת החברה בין היתר, על נותני שירותי מטבע אחרים (מנכי משנה) בהיקף משמעותי, כך שנכון ליום 31.03.2017, היקף הלקוחות שהינם מנכי משנה הינו כ-42% (מיתרת הלקוחות ברוטו). נציין כי מחד, פעילות זו מאפשרת גידול משמעותי בהיקף תיק הלוואות של החברה ומאידך, מגדילה את התיאבון לסיכון הכרוך בה. לדברי החברה, פעילות אל מול מנכי המשנה מאפשרת פיזור גאוגרפי רחב יותר ומקור נוסף להיפרע ממנו, במעבר לכותב השיק. נכון ליום 31.03.2017 ולסוף שנת 2016, תיק האשראי של החברה אופיין בפיזור ענפי מצומצם, בדומה לענף, כאשר החברה חשופה בעיקר לענף הבנייה (כ-28%), לענף תשתיות (כ-20%), ולענף המסחר (כ-10%). יתר על כן, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור מצומצם בחלוקה ללקוחות, כאשר נכון ליום ה-31.03.2017, החשיפה ללקוח הגדול ביותר, אשר הינו מנכה משנה, הינה כ-12.7% מתיק האשראי. עם זאת, שיעור החשיפה ל-10 המושכים הגדולים ביותר, נכון ליום ה-31.03.2017 הינו כ-10.5% מתיק האשראי, וזאת בדומה לשנים 2015-2016. נציין כי הפיזור העסקי המצומצם שמאפיין את תיק האשראי של החברה, עלול להוביל לפגיעה משמעותית יותר באירועים של האטה כלכלית במשק וכן כתוצאה מתמורות רגולטוריות, בפרט בענף הבנייה והתשתיות.

### **חברה פרטית הנמצאת בתהליך הטמעת עקרונות הממשל התאגידי**

נכון למועד הדוח, החברה הינה פרטית ומתוקף כך, אינה נדרשת לעמוד בדרישות הדיווח והבקרה החלות על חברות ציבוריות. כיום, החברה מתנהלת בהתאם לקווים מנחים בממשל התאגידי ונערכת לצורך תיעוד והטמעת תהליכים הנדרשים מחברה מדווחת על ידי בניית וחיזוק הממשל התאגידי, כך למשל, אימצה החברה מדיניות תגמול לנשואי משרה, עיגנה מדיניות מורשי חתימה ועוד. עם זאת, החברה תלויה באופן מלא באנשי מפתח אשר הינם בעלי השליטה בחברה, הממלאים שורה של תפקידים בכירים, כך שהממשל התאגידי בחברה אינו מאפשר, כיום, איזון מלא בין הפונקציה המנהלת לגורם המפקח והמבקר של החברה. יש לציין, כי החברה מינתה

<sup>7</sup> עלייה שנתית ממוצעת של כ-26%.

דירקטור בלתי תלוי, ועודנה נמצאת בתהליך מינוי דירקטוריון לרבות דירקטורים חיצוניים. החברה התחייבה כי עד למינויו של דירקטור חיצוני או דירקטור בלתי תלוי נוסף, תמורת ההנפקה תופקד בחשבון נאמנות. בד בבד, בכוונת החברה למנות מבקר פנים וכן ועדת ביקורת. מידרוג תעקוב אחר ההתפתחויות והשלכותיהן על הדירוג, כאשר הטמעת עקרונות הממשל התאגידי כהיותה חברה מדווחת מהווה נדבך מרכזי בשיקולי הדירוג.

### **ניהול סיכונים הנסמך על חברה חיצונית לצד מדיניות חיתום נאותה, אולם ללא קיום פונקציית ניהול סיכונים פנימית**

הגדרת מדיניות ניהול הסיכונים של החברה נכתבה בעזרת מיקור חוץ על ידי חברת אנטרופי, ומלווה במעורבות מצד הנהלת החברה. נכון למועד הדוח, לחברה לא קיימת פונקציה פנימית ועצמאית לניהול סיכונים. לחברה עקרונות יסוד לניהול ובקרת סיכונים, אשר מבוססים על מתודולוגיה חיצונית שנכתבה לה, המחייבת את הנהלת החברה ועובדיה לפעול בהתאם לעקרונות המתווסים בה, אשר כוללים, בין היתר, ניהול סיכונים והתמודדות עם סיכונים פיננסיים, סיכוני אשראי, סיכונים משפטיים, סיכוני ציות, סיכונים תפעוליים ואסטרטגיים. להערכת מידרוג, קיים צורך ממשי במינוי פונקציה אוטונומית אשר תהווה חלק אינטגרלי בחברה האמונה על ניהול הסיכונים, וביכולתה לדווח באופן בלתי תלוי להנהלה ולדירקטוריון החברה.

### **רמת רווחיות החברה תומכת בדירוג**

לחברה שיעורי צמיחה גבוהים, המתבטאים בשיעור גידול שנתי ממוצע (CAGR) של כ- 26% בין השנים 2014-2016 בתיק האשראי. בהתבסס על דוחותיה הכספיים של החברה, בין השנים 2015-2016 גדלו הכנסותיה בכ- 10%, בעוד שהרווח התפעולי גדל בכ- 20%. מנתוני החברה לשנת 2016 עולה כי יחסי הרווחיות, הכוללים את יחס הרווח לפני מיסים והפרשות לחומ"ס לממוצע תיק הנכסים ואת יחס הרווח הנקי לממוצע תיק הנכסים, עומדים על כ- 7% וכ- 5%, בהתאמה. להערכת מידרוג, בטווח הקצר תשמור החברה על מגמת צמיחה, אולם רווחיותה עלולה להישחק במידת מה. אנו מעריכים כי בטווח הבינוני ומעבר לו, סביבת הריבית הנמוכה עלולה להשתנות ולהשפיע הן על עלויות המימון והן על נזקי האשראי בתיק הנכסים. כמו כן, רווחיות החברה ביחס לממוצע נכסיה, צפויה לנוע בטווח הקצר בין 8%-11%. שיעורי הצמיחה של החברה קשורים באופן ישיר למידת התיאבון לסיכון שלה, המוערכת על ידנו כבינוני.

### **שמירה על רמת מינוף הולמת**

נכון לשנת 2016, יחס ההון עצמי המתואם למאזן של החברה עמד על כ- 21%, לעומת כ- 23% בשנים 2015 ו- 2014, כאשר הונה העצמי של החברה מחושב עם הלוואת הבעלים, יחס זה עומד על כ- 33% וכ- 37%, לאותם מועדים, בהתאמה<sup>8</sup>. אמות המידה הפיננסיות שנקבעו לחברה על ידי הבנקים מגבילות את יחס ההון העצמי למאזן, כך שלא יפחת מ- 30%<sup>9</sup> וכן שלא יפחת בכל עת מסך של 45 מיליון ש"ח<sup>10</sup>. בנוסף, בהתאם להתחייבות החברה בשטר הנאמנות, פירעון הלוואת הבעלים מותנה בהון עצמי שלא יפחת מסך של 55 מיליון ש"ח, וכן, בהתאם להסכם הלוואה, פירעונה המוקדם מותנה ביחס הון עצמי מתואם למאזן מינימאלי של 20%. בתרחיש הבסיסי הנחננו כי החברה תחלק דיבידנדים שנתיים בשיעור של כ- 20% מהרווח הנקי המצטבר לאותו מועד, בהתאם למדיניותה. כמו כן, תשמור החברה על יחס הון עצמי מתואם למאזן בטווח של 18%-22%, המאפשר מרווח מספק מאמות המידה הנדרשות בחברה.

### **תלות גבוהה במערכת הבנקאית ובעלי השליטה בחברה**

נכון למועד הדוח, לחברה מסגרות אשראי, מסוג On-Call, בהיקף של כ- 100 מיליון ש"ח משלושה בנקים, כאשר יתר מימון החברה נתמך בהלוואות בעלים (כ- 25 מיליון ש"ח)<sup>11</sup> והלוואות אחרות (כ- 9 מיליון ש"ח)<sup>12</sup>. שני מקורות המימון האחרונים, נושאים ריביות גבוהות באופן משמעותי ביחס למימון הבנקאי, מייקרות את עלויות המימון ובכך שוחקות את רווחיות החברה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת תלות גבוהה מאוד במערכת הבנקאית, הממותנת במידת מה, לאור מערכת יחסים יציבה מול הבנקים, וכן בעלי השליטה בחברה. העדר מסגרות אשראי חתומות לתקופה שמעבר ל- 12 חודשים, אינה הולמת את פעילותה של החברה באופן מלא. הנפקת אגרות

<sup>8</sup> חישוב זה מבוצע לצורך עמידה באמות המידה הפיננסיות של החברה מול הבנקים.

<sup>9</sup> המגבלה המחמירה ביותר אל מול המערכת הבנקאית.

<sup>10</sup> כולל הלוואות הבעלים וצמוד למדד המחירים לצרכן.

<sup>11</sup> ריבית שנתי בשיעור של 8%-3.5% ישולמו כל שנה, ו-4.5% נצברים ליתרת הקרן; ההלוואה תעמוד לפירעון ביום 1 בינואר 2022, בעוד שלחברה אפשרות לא מותנת להארכת מועד פירעון ההלוואה בתקופה שלא תעלה על 5 שנים, קרי, לא יאוחר מיום 1 בינואר 2027.

<sup>12</sup> לדברי החברה, מקורות גיוס האג"ח ישמשו לפירעון הלוואות אלו.

החוב האמורות, תפחית את תלות החברה במערכת הבנקאית תוך יצירת אלטרנטיבת מימון נוספת הצפויה להוזיל את עלויות המימון בטווח הקצר בינוני.

#### **נזילות החברה נשענת על הפירעונות השוטפים מתיק האשראי**

כיום, החברה נשענת במידה רבה מאוד על המערכת הבנקאית לשם מימון פעילותה השוטפת, כמפורט לעיל. נכון למועד הדוח, החברה אינה שומרת על מסגרת נזילות מינימאלית כחלק ממדיניותה, אולם החברה הצהירה כי לאחר הנפקת אגרות החוב תשמור על יתרות נזילות מינימאליות למימון פעילותה השוטפת, בהיקף של כ- 5% מסך תיק האשראי ברוטו, או לחילופין, מסגרות אשראי חתומות שאינן מנוצלות בשיעור זהה. נציין כי מקורות הנזילות הפנימיים של החברה נובעים בעיקר מפירעונות שוטפים בתיק האשראי שלה (כ- 83% מהתיק נפרע עד 90 ימים לכל היותר).

#### **איכות הנכסים תומכת בדירוג**

בהתבסס על דוחותיה הכספיים של החברה נזקי האשראי ביחס לתיק הלקוחות עמדו כ- 0.31% בשנת 2016 וכ- 0.70% בשנת 2015<sup>13</sup>, נתונים אשר בולטים לחיוב ביחס לפעילותה. עם זאת נראה כי ברבעון הראשון לשנת 2017 חל גידול בנזקי האשראי אשר עמדו על כ- 0.35%. לדברי החברה, מדובר בהפרשה ספציפית אשר אינה מעידה על הכלל. להערכת מידרוג, שיעור נזקי האשראי לאורך השנים מעיד על איכות נכסים ההולמת את דירוג החברה.

---

<sup>13</sup> בשנת 2014 עמד היחס על כ- 0.26%.

**אופק הדירוג****גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- שיפור היחסים הפיננסיים של החברה על פני זמן
- שמירה על היקפי נזקי אשראי נמוכים
- גיוון רחב יותר של מקורות המימון לפעילות החברה
- בניית ממשל תאגידי אשר מאפשר איזון מלא בין הפונקציה המנהלת לגורם המפקח והמבקר של החברה
- פונקציית ניהול סיכונים אוטונומית אשר תהווה חלק אינטגרלי בחברה

**גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:**

- שינוי לרעה בפרופיל הסיכון של פעילות החברה
- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה
- שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה ו/או הגדלת המינוף
- פגיעה בנגישות למקורות המימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

**דוחות קשורים**

[מתודולוגיה לדירוג חברות מימון חוץ בנקאיות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

תאריך דוח הדירוג:	31.07.2017
שם יוזם הדירוג:	אורשי ג.ש. בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	אורשי ג.ש. בע"מ

**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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע יקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של מידרוג ו/או כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.