

אורשי ג.ש. בע"מ

מעקב | יולי 2019

אנשי קשר:

עומר פורמברג

ראש צוות - מעריך דירוג ראשי

omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@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 א' ו- 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
30.06.2020	יציב	Baa1.il	1141654	א
30.06.2021	יציב	Baa1.il	1155787	ב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, פרופיל עסקי נמוך יחסית, גם נוכח גודלה של החברה וריכוזיות לקוחות בשל פעילות מהותית מול נותני שירות מטבע המשליך גם על ריכוזיות ההכנסות. מיצובה העסקי של החברה צפוי להשתפר, נוכח פתיחת סניף חדש באזור הצפון, אשר יאפשר לחברה המשך התרחבות בתחום פעילותה ושיפור מעמדה באזור לצד שיפור השירות ללקוחותיה. בנוסף, החברה פועלת להרחיב את קווי העסקים ולשם כך התקשרה בהסכם לשיתוף פעולה עם חברה מובילה למתן שירותים לרשויות מקומיות, ע"י הקמת מיזם משותף, שיעסוק בתחום שירותי פקטרוניג ומימון חשבונות, עתיד להוות מקור הכנסה נוסף בחברה בטווח הזמן הבינוני ארוך. תחום זה מאופיין בתחרות נמוכה יחסית לענף ניכין השיקים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית, כאשר סיכון האשראי בו מתון יחסית; פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית וסיכון אנשי מפתח. בקשר לכך, נציין כי החברה פועלת להפחית את התלות באנשי המפתח ומינתה שתי פונקציות נוספות בשנתיים האחרונות; איכות הנכסים של החברה הולמת לדירוג, נתמכת בתיאבון לסיכון מתון יחסית, אולם ריכוזיות ענף הנדל"ן עודנה גבוהה (ובדומה לענף), ומהווה מוקד סיכון מרכזי בתיק, אשר עלול לפגוע משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייני ההומוגניים. איכות הנכסים משתקפת גם באמצעות מדד הסיכון - חובות בעייתיים לתיק אשר הינו מתון יחסית וגודר שיעור הוצאות לחומ"ס סביר, בהתאמה. להערכתנו, יחס זה, צפוי לעלות נוכח המשך הצמיחה מהירה בתיק האשראי מול לקוחות קצה והסביבה העסקית המתאגרת; לחברה פרופיל פיננסי הולם לדירוג, אשר מצוי במגמת שיפור, נוכח בנייה מתמשכת של כרית ההון, התומכת בספיגת הפסדים בלתי צפויים להערכתנו ומשתקפת במינוף מאזני טוב יחסית גם ביחס לקובננטים; רווחיות החברה תומכת בדירוג ומושפעת מצמיחה גבוהה בתיק האשראי, איכות הנכסים והוזלת עלות מקורות המימון, אולם צפויה להישחק נוכח רמת התחרות בענף וביסוס פעילות החברה באזור הצפון בשל העלויות הכרוכות בפתיחת הסניף החדש; פרופיל הנזילות של החברה סביר נוכח הגדלת מסגרות אשראי בנקאיות חתומות ולא מנוצלות. יש לציין, כי תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר, כאמור התומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר כרית נזילות משמעותית בעת הצורך, אולם תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בטווח התחזית שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים, גידול של כ- 25%-30% בשנה בתיק האשראי, אשר יוביל לצמיחה בהכנסות המימון נטו ולמרות לחץ מסוים על המרווח הפיננסי, כאמור. בנוסף, אנו צופים לחץ מסוים על שיעור הוצאה לחומ"ס מתיק האשראי (ינוע בטווח של 0.7%-0.8%), זאת בשל סביבה עסקית מאתגרת ועליית סיכון במספר ענפים, לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, אשר יובילו להמשך לחץ מסוים על מדדי הסיכון בתיק בהינתן היעדר שינוי בתיאבון הסיכון. בתרחיש זה, אנו צופים כי, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 4.0%-4.2% ו- 5.9%-6.1%, בהתאמה, יחסים אשר תומכים בדירוג. אנו צופים, כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 20% מסך הרווח הנקי. יחס המינוף המאזני ישחק כתוצאה מצמיחה עודפת בתיק האשראי ביחס לפוטנציאל צבירת הרווחים, להערכתנו. כך, יחסי המינוף המאזני (ללא הלוואת בעלים) תחת הנחות הצמיחה בתיק האשראי, כאמור, ינועו בטווח של בין כ- 16.7%-17.4% בטווח התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות
- שיפור באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית
- המשך הקטנה של סיכון אנשי מפתח

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל הסיכון של החברה
- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- 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

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

2015	2016	2017	2018	31.03.2018	31.03.2019	
1,579	1,046	17,670	13,923	968	16,556	מזומנים ושווי מזומנים
114,660	141,876	162,195	212,849	202,554	223,776	אשראי ללקוחות, נטו
614	764	867	1,422	*	*	הפרשה לחומ"ס
82,293	107,148	124,488	153,467	138,839	166,592	חוב פיננסי [1]
136,399	167,283	191,198	230,701	206,426	246,070	סך נכסים
26,880	29,807	36,921	45,986	37,763	46,491	הון עצמי

11,401	13,421	15,533	21,703	4,896	5,385	הכנסות מימון, נטו
752	590	1,149	1,299	306	271	הוצאות חובות מסופקים ואבודים
5,230	6,549	7,114	10,684	2,464	2,642	רווח נקי
8,097	9,449	10,502	15,219	3,506	3,706	רווח לפני מס והוצאות לחובות מסופקים ואבודים
1,288	2,254	2,529	6,000	*	*	חובות בעייתיים [2]

9.5%	10.1%	9.9%	11.1%	10.2%	9.2%	מרווח פיננסי [3]
20%	18%	19%	20%	18%	19%	הון עצמי / סך נכסים
4.1%	4.3%	4.0%	5.1%	5.0%	4.4%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
6.4%	6.2%	5.9%	7.2%	7.1%	6.2%	רווח לפני מס והוצאות לחומ"ס / נכסים ממוצעים
0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	*	*	הפרשה לחומ"ס / אשראי ללקוחות ברוטו

0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	הוצאות חובות מסופקים / אשראי ללקוחות נטו ממוצע
1.1%	1.8%	1.7%	3.2%	*	*	חובות בעייתיים / אשראי ללקוחות נטו ממוצע
4.7%	7.4%	6.7%	12.7%	*	*	חובות בעייתיים / (הון עצמי + הפרשה להפסדי אשראי)

[1] חובות לבנקים, אחרים ואגרות חוב

[2] חובות בפיגור מעל 30 יום שלא הוכרה בגינם ירידת ערך וחובות שהוכרה בגינם ירידת ערך.

[3] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, מושפע מהמחזוריות הכלכלית ומאפייני הלקוחות

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים למגזר העסקי ובפרט לעסקים קטנים ובינוניים. מגזר העסקים הקטנים והבינוניים ממומן בעיקרו (כ-95%) ע"י המערכת הבנקאית¹. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים מצומצם, בעלי ותק וניסיון בתחום. הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית; ריכוזיות ענפית עם חשיפה משמעותית לענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיין בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים; אסימטריה במידע אל מול הלקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה ובפרט בשל היעדר בטוחות מהותיות; ושינויים רגולטוריים, שעלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והציבות בענף. מנגד, הענף מאופיין בפזורה 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 והון 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; השקעות במערכות מחשוב; יכולת שיווק גבוהה, המאפשרת פיזור סיכונים על פני מספר רב של לווים ו/או מושכים (כותבי השיקים).

בשנתיים 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, שיפוקח 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 ולחזיק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף לאחרונה, צפוי להקטין את האסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהשחקנים 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.

הפרופיל העסקי עודנו נמוך יחסית ומוגבל בקוטנה של החברה וריכוזיות בתמהיל ההכנסות; צפי לשיפור מסוים בטווח הזמן הבינוני

החברה צמחה בצורה עקבית ומשמעותית בשנים האחרונות (גידול שנתי ממוצע של 23% בתיק האשראי ברוטו בשנים 2015-2018) ונכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2019 עמד היקף תיק האשראי ברוטו על כ-224 מיליון ש"ח. למרות זאת, המיצוב העסקי של החברה, להערכתנו, עודנו מוגבל נוכח קוטנה של החברה ביחס למתחרותיה המרכזיות, המתבטא בנתח שוק קטן מ-5%, המשליך על פוטנציאל יצור ההכנסות ומתאפיין במודל עסקי ריכוזי בתחום ניכיון שיקים מסחריים עם חשיפה עיקרית למרווח פיננסי וללא מרכיב מהותי של הכנסות תפעוליות. מודל פעילות של החברה כולל עבודה מול לקוחות קצה ונתני שירות אשראי (נש"א), כאשר לאחרונים משקל משמעותי של כ-50% מתיק האשראי, המאפשרים להערכתנו, המשך גידול משמעותי 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. כך, 10 הלקוחות הגדולים של החברה מהווים כ-50% מתיק האשראי ו-43% מסך ההכנסות, נכון לנתוני ה-31 לדצמבר 2018. החברה מפעילה כיום, שלושה סניפים, בערים: תל אביב, אור יהודה ונצרת עילית, כאשר הסניף האחרון נפתח בסמוך לדו"ח זה. נציין, כי פתיחת הסניף החדש, יאפשר לחברה המשך התרחבות בתחום פעילותה ושיפור מעמדה באזור הצפון לצד שיפור השירות ללקוחותיה. המיקוד העסקי בסניף זה הינו בעבודה ישירה מול לקוחות הקצה, המאופיינת במרווח פיננסי גבוה יותר בהשוואה לפעילות מול נש"א

¹ בהתבסס על דו"ח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל לשנת 2017, משרד הכלכלה והתעשייה, והערכות מידרוג על בסיס דוחות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות והיקף האשראי הניתן למגזר העסקים הקטנים והזעירים בבנקים.
² בהתבסס על הערכת מידרוג ודו"חות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות בתחום מימון למגזר העסקים הקטנים והבינוניים.

וצפויה גם להקטין לאורך זמן את סיכון הריכוזיות בתיק הלקוחות. יכולת השבת ההכנסות של החברה מתבססת בעיקר על המוניטין שצברו מנהליה הבכירים, הפועלים בשוק זה שנים ארוכות ונהנים להערכתנו מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם מרבית הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים.

נציין, כי בשנת 2018, התקשרה החברה בהסכם לשיתוף פעולה עם חברה מובילה למתן שירותים לרשויות מקומיות, ע"י הקמת מיזם משותף, שיוחזק על ידי הצדדים בחלקים שווים ויעסוק בפקטורינג ומימון חשבוניות (רכישת זכות לקבל כספים מחייבים מסחריים) וכן מתן שירותי ניכיון שיקים לספקי שירותים לרשויות מקומיות או חברות עירוניות. להערכתנו, ועל אף שמדובר בשלבים יחסית מוקדמים של פעילות זו (פקטורינג ומימון חשבוניות), מדובר בצעד אסטרטגי חיובי לאורך זמן למיצוב העסקי של החברה, שכן מדובר בקו פעילות ומקור הכנסה נוסף, המאפיין בתחרות נמוכה יחסית לענף ניכיון שיקים ובחסימי כניסה גבוהים יחסית בפרט, וביחס לנגישות לרשויות המקומיות. בנוסף, פרופיל הסיכון והיכולת להיפרע מהרשויות, חברות עירוניות ותאגידי עזר תומכים באיכות תיק האשראי ובפוטנציאל יצור ההכנסות. בנוסף, נציין כי פעילות זו מהווה פלטפורמה להמשך גיוס לקוחות גם בתחום ניכיון שיקים תוך הצעת ערך הכוללת את שתי הפעילויות. יש לציין, כי בטווח התחזית משקל תיק זה יוותר מתון יחסית, להערכתנו ועיקר הפעילות תיוותר פעילות הניכיון.

פרופיל העסקי של החברה נתמך מתמהיל סביר יחסית של מקורות מימון (כפי שיתואר בפרק הנזילות), אשר השתפר בשנים האחרונות הודות להגדלת מסגרות האשראי הבנקאיים וגיוס שתי סדרות אג"ח, התומכים בגמישותה הפיננסית של החברה ובפוטנציאל הצמיחה.

בטווח התחזית שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים, גידול משמעותי נוסף של כ- 25%-30% בשנה בתיק האשראי, אשר ישתקף בצמיחה בבסיס לקוחות הקיים ובצמיחה מואצת בבסיס הלקוחות בסניף החדש כחלק מחיזוק המיצוב באזור הצפון, אשר יתמוך בגידול בבסיס ההכנסות ובפרופיל העסקי של החברה.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית וסיכון אנשי מפתח

החל ממועד הפיכת החברה לציבורית באוגוסט 2017, החברה מתנהלת על פי סטנדרטים הנהוגים בחברות ציבוריות, לרבות בנושאי ממשל תאגידי. ניהול הסיכון נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל גם שני דירקטורים חיצוניים ושני דירקטורים בלתי תלויים. עם זאת, החברה עודנה תלויה במספר מצומצם של אנשי מפתח אשר הינם בעלי השליטה בחברה, באופן העלול להשפיע על פרופיל הסיכון והפרופיל העסקי של החברה. בקשר לכך, נציין כי החברה פועלת להפחית את התלות באנשי המפתח ומינתה שתי פונקציות נוספות ובהן מנהלת סיכונים ייעודית וחתם בכיר אשר תומכים בניהול הסיכון ובהמשך התפתחות המודל העסקי ומקטינים את החשיפה לאנשי מפתח. בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון של החברה בפיזור מושכים טוב יחסית ביחס למתחרות בענף, המשתקף בכך ש- 10 המושכים הגדולים מהווים כ- 8.8% מהתיק ב-31 במרץ 2019 וכ- 42% מההון העצמי לאותו מועד. עם זאת, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (בדומה לענף), כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי הבנייה (כ- 31%), והתשתיות (כ- 15%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי בדומה לשאר החברות בענף קצר מאוד, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית.

איכות הנכסים הולמת לדירוג, אולם צפוי לחץ מסוים על מדדי הסיכון נוכח הגידול המהיר בתיק ובשל הסביבה העסקית המתגרת

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון הולמת, כפי שמשקף בשיעור החובות הבעייתיים³ לסך התיק ברוטו, אשר עמד על כ- 3.2% בסוף שנת 2018 ולמרות שחיקה במדדי הסיכון גם כתוצאה מאירועים ספציפיים. זאת כאשר יתרת הפרשה לתיק האשראי הינה נמוכה יחסית (כ- 0.8% בסוף שנת 2018) וכנגד יחס הכיסוי⁴ אינו בולט לטובה ועמד על כ- 21% לאותו המועד (2017: 34%), המשקף כרית נמוכה יחסית ביחס לסיכון הצפוי בתיק. מנגד, סך כריות הספיגה של החברה (יתרת הפרשה, הון עצמי והלוואות

³ חובות בפיגור מעל 30 יום שלא הוכרה בגינם ירדת ערך וחובות שהוכרה בגינם ירדת ערך
⁴ הפרשה כנגד חובות בעייתיים

בעלים) הולמים ביחס להפסדים הצפויים בתיק ותומכים בהמשך גידול בתיק האשראי בטווח התחזית. מוקד סיכון מרכזי בתיק, נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענף הנדל"ן, העלולה לפגום משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייניו ההומוגניים. בטווח הזמן הקצר, אנו צופים עלייה מסוימת בשיעור הוצאה לחומ"ס, זאת משום שלהערכתנו, הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת נוכח רמת התחרות הגבוהה גם בשל הרחבת היצע, עליה ברמת הסיכון במספר ענפים אליהם חשופה החברה, לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי שתושפע מפתחת הסניף החדש, שיוביל לגידול מהיר באשראי ללקוחות קצה. כך להערכתנו, שיעור הוצאות לחומ"ס ינועו בטווח של 0.7%-0.8% מתיק הלקוחות בשנים 2019-2020 כתלות בצמיחה של תיק האשראי ויכולת הגבייה, כאשר יחס החובות הבעייתיים לתיק האשראי ולכריות הספיגה של החברה, צפויים לנוע בטווח של 2.8%-2.9% ו-9.7% -10.8%, בהתאמה. יש לציין, כי ככל שפעילות הפקטורינג מול הרשויות המקומיות תתפוס נתח משמעותי יותר בתמהיל התיק, צפוי שיפור מתמשך באיכות התיק. אולם, להערכתנו, בטווח זמן התחזית משקל פעילות זו יוותר נמוך יחסית.

רווחיות החברה תומכת בדירוג, צפי לשחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות בשנתיים הקרובות

רווחיות החברה תומכת בדירוג, והושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי, איכות הנכסים והוזלת עלות מקורות המימון. זאת לאור, סביבת הריבית הנמוכה במשק, גיוון מקורות האשראי ושיפור תנאים מול הבנקים הממנים, לצד קיטון בחלקה של הלוואת הבעלים בתמהיל המקורות, אשר נושאת ריבית אפקטיבית של כ-8% (מתוכה כ-3.5% משולם בפועל), גבוהה משמעותית מעלות המקורות האחרים (בנקים ואג"ח). מנגד, הרווחיות הושפעה לשלילה משחיקה מתמשכת במרווח האשראי, גם נוכח רמת התחרות, כאשר יחס היעילות התפעולית שמר על יציבות (כ-30%), בשלוש השנים האחרונות. כך, בשנת 2018, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה⁵ עמדו על כ-7.2% ו-5.1%, בהתאמה, אשר הינם הולמים לדירוג. מנגד, נציין כי היקף הרווח עדין נמוך יחסית ופוגם בפוטנציאל בניית הכרית הרווחית.

בטווח התחזית צפוי המרווח הפיננסי של החברה להישחק בשל רמת התחרות הגבוהה בענף, כאמור, אך השחיקה תמותן בשל השינוי במודל הפעילות והתמקדות בלקוח הקצה ולצד המשך שיפור שולי בתנאי האשראי מול הגורמים הממנים. מנגד, היקף הוצאות התפעוליות צפוי לגדול בקצב מהיר של כ-35%-40% בשנתיים הקרובות (לעומת כ-25% בין השנים 2015-2018), בשל פתיחת הסניף החדש בצפון, המלווה בהגדלת התשומות לצורך ביסוס הפעילות (שיווק, כ"א, שכירות והוצאות נלוות). כך, להערכתנו, מדדי הרווחיות בטווח הקצר צפויים להשחק ובפרט יחס היעילות התפעולית אשר צפוי לעמוד להערכתנו על כ-35%-37%. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 4.0%-4.2% ו-5.9%-6.1%, בהתאמה.

רמת מינוף טובה ביחס לדירוג

החברה בנתה בשנים האחרונות את כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים ומתאפיינת במינוף מאזני טוב יחסית, כפי שנמדד ביחס ההון העצמי לנכסים, אשר עמד על כ-18.9% נכון ליום ה-31 במרץ 2019. בנוסף, לחברה ניתנה הלוואת בעלים המהווה כ-11% מסך הנכסים ליום ה-31 במרס 2019 ומהווה שכבת ספיגה נוספת ביחס לחובות בכירים יותר ותומכת גם כן באיתנותה הפיננסית של החברה, אולם אינה מסוגלת כהון עצמי בהתאם להגדרות מידורג⁶. החברה שומרת על מרווח מספק ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף (כולל הלוואת בעלים) ולהיקף ההון (כ-30% ו-73 מיליון ש"ח, בהתאמה), כאשר קובננטים אלו אינם מגבילים להערכתנו את פוטנציאל הצמיחה בתיק. בטווח התחזית, יחס המינוף המאזני צפוי להישחק ולעמוד על כ-16.7%-17.4%, להערכתנו, בעיקר בשל קצב הצמיחה המהיר בתיק, כאשר פוטנציאל בניית כרית ההון בניכוי דיבידנדים (עד 20% מסך הרווח הנקי) יצמח בקצב מתון יותר. להערכתנו, כרית ההון מהווה כרית ספיגה הולמת ביחס לסיכון בתיק ותמשיך לתמוך בפוטנציאל הצמיחה של החברה ובגמישותה הפיננסית בטווח התחזית.

⁵ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי למוצע נכסים בתקופה

⁶ יובהר כי הלוואת הבעלים נחשבת כהון עצמי מוחשי בשטר הנאמנות ובקובננטים עם הבנקים והינה נחותה לכל שאר חובות החברה

שיפור בפרופיל הנזילות, כאשר נזילות החברה סבירה ביחס לדירוג

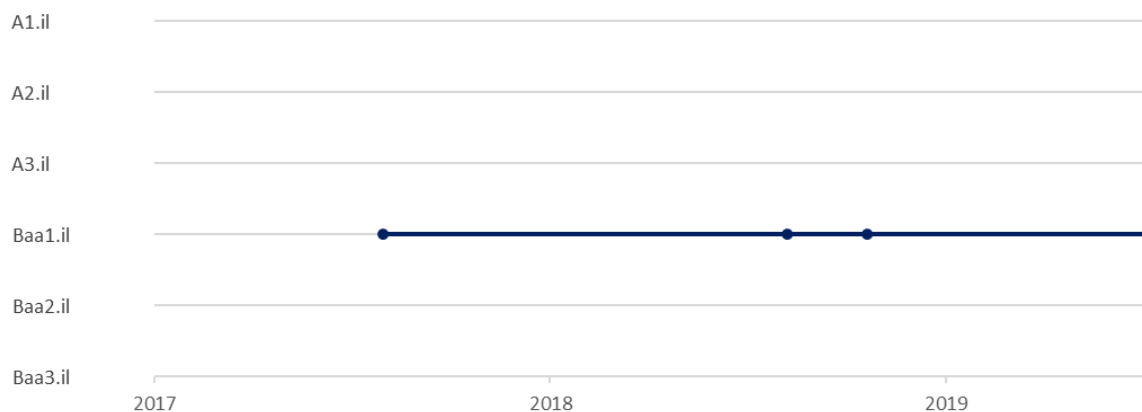
החברה תלויה במידה רבה במערכת הבנקאית לצורך מימון פעילותה השוטפת ופעלה בשנים האחרונות לשפר את תנאי האשראי מול הבנקים ולהגדיל את היקף המסגרות, כאשר חלקה של הלוואת הבעלים מסך החוב⁷, הלכה וקטנה (כ- 14% נכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2019 לעומת כ- 17% בשנת 2017). לחברה מימון מארבעה בנקים, מתוכם שתי מסגרות חתומות בהיקף של 70 מיליון ₪. יתרות הנזילות (כולל מסגרת חתומה ופנויה) של החברה ביחס לתשלומי החוב (קרן) בשנתיים הקרובות עומד על כ- 71% והינו נמוך ביחס לדירוג, כאשר בשנתיים הקרובות החברה תידרש לשלם קרן אג"ח של כ- 91.7 מיליון ₪, ועלות רכישת נכס והשקעה במיזם המשותף של כ- 11 מיליון ₪ (בהתאם לתנאי רכישת הנכס), שאנו צופים כי ימומנו ממחזור חוב ומימון בנקאי בטווח התחזיתי. בנוסף, כחלק מתנאי שטר הנאמנות של (סדרות א' ו-ב'), החברה התחייבה לשמור על יתרות נזילות מינימליות⁸ של מעל 5% מסך תיק האשראי ברוטו. בנוסף, נציין כי תיק הלקוחות מאופיין במח"מ קצר (כ-87% ממנו נפרע תוך 90 יום), תומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך אולם לתקופה מוגבלת בזמן ותוך שחיקה בפרופיל העסקי. אנו לא צופים שינוי מהותי בפרופיל הנזילות בטווח התחזיתי.

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 שי לביא, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ- 62% מהון המניות של החברה, וגלעד אלגור, מנכ"ל ודירקטור בחברה, המחזיק ביתר 38% בחברה. פעילות החברה מהווה מימון משלים למערכת הבנקאית, במסגרתה, פונה החברה לקהל יעד מגוון העומד בקריטריונים שהגדירה, בהתאם למדיניותה, וזאת תוך הגבלת חשיפת האשראי לטווחי זמן קצרים.

⁷ הלוואות מבנקים, הלוואת בעלים, אגרות חוב, וחלויות שוטפות של אגרות חוב
⁸ מזומן, פיקדונות בנקאיים ויתרה לא מנוצלת של מסגרות אשראי המוסדרות בהסכם מחייב

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אורשי ג.ש. בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, אוגוסט 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

17.07.2019	תאריך דוח הדירוג:
22.10.2018	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 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").

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 סיכונים 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 לסיכונים 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 ביועץ 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 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, 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>