

גמא ניהול וסליקה בע"מ

מעקב | מאי 2021

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
amir.katznelson@midroog.co.il

יתי נברה, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסים
itay.navarra@midroog.co.il

גמא ניהול וסליקה בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק של Aa3.il באופק יציב לגמא ניהול וסליקה בע"מ (להלן: "גמא" ו/או "החברה"). כמו כן,

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa3.il באופק יציב לאגרות חוב סדרה א' שהונפקו על ידי החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/09/2022	יציב	Aa3.il	1160852	סדרה א'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את פעילותה המרכזית של החברה (ניכיון שוברי האשראי), אשר מאופיינת בפרופיל סיכון נמוך יחסית, בעיקר נוכח חשיפה לסיכונים אשראי מתונים (בעיקר בנקים וחברות כרטיסי אשראי) וגם כמאגד בתי עסק. יחד עם זאת, פעילותה בענף המימון החוץ בנקאי מוערכת על ידי מידרוג בסיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית, אסימטריה במידע, מאפייני הלקוחות, ריכוזיות ענפית ושינויים רגולטוריים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. הדירוג נתמך בפרופיל עסקי הולם, נוכח הצעת ערך מגוונת יחסית, גודלה היחסי של החברה בענף ופיזור לקוחות טוב, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. פרופיל הסיכון של החברה מתון ונתמך במדיניות ניהול סיכונים שמרנית ובתיאבון לסיכון נמוך יחסית כתוצאה מהמודל העסקי, המאופיין בפיזור מושכים גבוה, מח"מ קצר של תיק האשראי והשוברים ויכולת לקזז שוברי אשראי מחובות בפיגור בגין ממסרים דחויים. איכות הנכסים של החברה בולטת לטובה, כפי שמשקף במדדי סיכון נמוכים לאורך זמן בתיק האשראי. אלה משליכים על שיעורי הרווחיות הנמוכים ביחס לדירוג וביחס לענף, על אף שיפור מסויים במרווח הפיננסי בשנים האחרונות (בנטרול שנת 2020) הנובע משינוי בתמהיל התיק, ואשר משקפים את פרופיל הפעילות מול לקוחות המאופיינים ברמת סיכון נמוכה בהשוואה לענף והיקף הוצאות גבוה ביחס להכנסות. יחד עם זאת, יציבות הרווחים גבוהה יחסית ותומכת בהמשך בניית כרית ההון לאורך זמן. לחברה מינוף מאזני גבוה, אולם קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון סבירה להערכתנו בשל מאפייני הסיכון בתיק האשראי. פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית הולמים לדירוג, נתמכים במאזן נזיל וסחיר כפי שמשקף במח"מ תיק קצר, בנגישות טובה לגורמי מימון הכוללת מסגרות מהותיות הן למכירת תיקי שוברי אשראי והן למימון יתרת הפעילות ובמרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות. בחודש מאי 2021, פרסמה החברה טיוטת תשקיף להשלמה, הצעה ראשונה והצעת מכר של מניות בדרך של הצעה לא אחידה¹ לטובת הנפקת מניותיה לציבור. להערכתנו, הנפקת החברה לציבור צפויה לחזק את הגמישות הפיננסית שלה באמצעות שיפור הנגישות למקורות מימון, בדגש על נגישות לגיוסים בשוק ההון.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אשר מתבסס על תחזית בנק ישראל, אנו מעריכים כי יחול שיפור בסביבה העסקית אשר יבוא לידי ביטוי עם צפי לצמיחה בתוצר בשיעור של 6.3% ו- 5.0% בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה וכן ירידה בשיעור האבטלה הרחב ל- 6% בסוף 2022 וזאת מתוך הנחה כי בטווח התחזית לא תחול הרעה משמעותית בתחלואה אשר תצריך את הממשלה להטיל מחדש מגבלות בעלות השלכות מקרו-כלכליות משמעותיות על הפעילות במשק. בנוסף, אנו מעריכים צמיחה בצריכה הפרטית של כ- 11% ו- 7% בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה². כנגד, אנו מעריכים כי בטווח התחזית, הפעילות המרכזית של החברה (ניכיון שוברי אשראי) צפויה לצמוח לאור צמיחה צפויה במחזורי העסקאות כתוצאה מהעלייה הצפויה בצריכה הפרטית אשר משתקפת באמצעות שימוש בכרטיסי האשראי. כמו כן, אנו מעריכים כי שאר פעילויות החברה, בדגש על ניכיון שיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן צפויות לצמוח באופן מהותי וזאת לאחר שחל קיטון בהיקף פעילות ניכיון השיקים בשנת 2020 נוכח טיוב הלקוחות על ידי החברה על

¹ אתר המא"ה - טיוטת תשקיף להשלמה, הנפקה ראשונה והצעת מכר של מניות בדרך של הצעה לא אחידה, תשקיף מדף - הוספת דוח דירוג.

² תחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, אפריל 2021.

רקע המשבר הכלכלי וכן גידול מוקפד בפעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן. נציין כי, בהתאם לדברי החברה, נכון לסוף אפריל 2021, היקף פעילות ניכין השיקים ופעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן, גדלו בכ- 28.2% ובכ- 8.2%, בהתאמה ביחס להיקפי פעילויות אלה נכון לסוף שנת 2020. אנו מעריכים כי צמיחה מהירה בהיקפי פעילויות ניכין השיקים ומתן הלוואות כנגד בטוחות נדל"ן עלולה להוביל ללחץ על מדדי הסיכון של תיק האשראי, כך שלהערכתנו שיעור הוצאות לחומ"ס מתיק האשראי (בניכוי פעילות ניכין שוברי האשראי שעל מאזן החברה) עלול לעלות ולעמוד בשיעור של כ-0.60% המגלם עלייה ביחס לשנת 2020 אז עמד על 0.26% (בשנת 2019: 0.54%). עם זאת, נציין, כי שיעור זה עודנו בולט לטובה ביחס לענף, הודות ליכולת החברה לקזז חובות שיקים של בתי עסק על ידי שוברי האשראי של הלקוחות ונכח תיאבון לסיכון הנמוך המאפיין את החברה בגין הלקוחות מולם היא בוחרת לעבוד. כמו כן, נציין לטובה את ניהול הסיכונים של החברה, המשתקף בשנת 2020 על ידי קיטון מהותי בפעילות ניכין השיקים נכח טיוב הלקוחות בתיק האשראי על רקע המשבר הכלכלי וגידול מוקפד בפעילות ההלוואות כנגד בטוחות נדל"ן. בנוסף, בתרחיש הבסיס, אנו צופים כי התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה יישארו ללא שינוי מהותי ביחס לשנת 2020 וינועו בטווח שבין 0.60%-0.65% ו-1.00%-0.90%, בהתאמה. רווחיות זו, נמוכה ביחס לדירוג, כאמור אולם סבירה ביחס לרמת הסיכון בתיק.

אנו צופים, כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות בצורה מתונה בטווח התחזית כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים מסך הרווח הנקי בדומה לשנים האחרונות, כאשר יחס המינוף המאזני הפשוט (ללא הלוואות בעלים) תחת הנחות פוטנציאל צמיחת התיק, כאמור, צפוי להישחק מעט ביחס לנתוני סוף שנת 2020 ולעמוד על כ- 7.1% בטווח התחזית. כמו כן, יחס ההון העצמי לנכסים מנוהלים³ צפוי להישאר ללא שינוי מהותי ביחס לנתוני סוף שנת 2020 ולעמוד על כ- 3.0% בטווח התחזית.

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 וכלל ההתרחשויות בחודשים הקרובים, ביחס לתרחיש הבסיס.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור לאורך זמן בכרית הרווחיות של החברה
- גידול משמעותי בהיקף ההון העצמי של החברה שיתבטא בהקטנת מינוף משמעותית, לצד שמירה על איכות הנכסים

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה
- שינוי לרעה בפרופיל הסיכון, לרבות הגדלת חשיפה לענפים בעלי סיכון גבוה או עסקאות בעלות אופי מתמשך
- שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה
- פגיעה בגמישותה הפיננסית של החברה ובנגישותה למקורות המימון

³ נכסים מנוהלים כוללים את סך הנכסים בחברה בתוספת סך שוברי האשראי אשר נמכרו לבנקים וטרם סולקו.

גמא ניהול וסליקה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ש"ח:

2018	2019	2020	
1,512	4,871	4,010	מזומנים ושווי מזומנים
1,046,090	1,124,914	923,695	לקוחות, הלוואות והמחאות לגביה
165,894	817,586	1,334,744	חברות כרטיסי אשראי
951,973	1,027,065	1,163,830	לקוחות בגין כרטיסי אשראי
13,145	18,034	15,990	הפרשה לחומ"ס
150,000	774,024	917,503	חוב פיננסי [1]
1,251,752	1,990,265	2,295,141	סך נכסים
120,756	145,639	180,241	הון עצמי

58,582	69,065	70,292	הכנסות מימון מפעילות שוברים, נטו [2]
42,785	57,388	47,628	הכנסות מימון מפעילות שאינה שוברים, נטו
3,859	5,816	2,709	הוצאות לחובות מסופקים ואבודים
31,136	40,888	38,989	רווח נקי
41,178	54,211	51,735	רווח לפני מס והוצאות לחובות אבודים ומסופקים
*	927	4,747	חובות שנמחקו [3]

9.6%	7.3%	7.9%	הון עצמי / סך נכסים
2.2%	2.5%	3.1%	הון עצמי / סך נכסים מנוהלים [4]
*	0.73%	0.67%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
*	1.08%	0.94%	רווח לפני מס והוצאות לחומ"ס / נכסים ממוצעים
1.26%	1.60%	1.73%	הפרשה לחומ"ס / לקוחות, הלוואות והמחאות לגביה

*	0.54%	0.26%	הוצאות לחומ"ס ואבודים / ממוצע לקוחות, הלוואות והמחאות לגביה
*	0.09%	0.46%	חובות שנמחקו / ממוצע לקוחות, הלוואות והמחאות לגביה
*	0.62%	2.64%	חובות שנמחקו / (הון עצמי + הפרשה להפסדי אשראי)

[1] חובות לבנקים, אגרות חוב התחייבות לתאגידים בנקאיים אחרים והלוואות בעלים נחותה בסך 50 מיליון ש"ח
 [2] בניכוי עמלות לחברות כרטיסי אשראי, פעילות ניכיון שיקים, הלוואות כנגד בטוחות נדל"ן ופעילויות אחרות
 [3] חובות הנכללים בחובות מסופקים ואבודים
 [4] סך נכסים מנוהלים כוללים את סך הנכסים בחברה בתוספת סך שוברי האשראי אשר נמכרו לבנקים וטרם סולקו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שינוי מבנה השליטה בחברה לאור הנפקת מניות החברה לציבור

בהתאם לטיוטת תשקיף להשלמה שפורסמה ביום 06 במאי 2021 על ידי החברה, צפויה החברה לבצע הנפקה ראשונה והצעת מכר של מניות בדרך של הצעה לא אחידה. במסגרת ההצעה, יציעו המציעים, אשר הינם בעלי השליטה בחברה היום, את מניותיהם. נציין כי, המציעים הינם בעלי השליטה בחברה (מחזיקים יחדיו 51% בחברה) מתוקף הסכם בעלי מניות השליטה אשר נחתם ביום 29 באפריל 2008 לאחר הסכם המכר שנחתם ביניהם להפניקס השקעות ופיננסים בע"מ (להלן: "הפניקס השקעות").⁵ נכון למועד הדוח, הפניקס השקעות מחזיקה בשיעור של 49% ממניות החברה, כאשר לאחר הצעת המכר, צפויה הפניקס השקעות להגדיל את אחזקותיה בחברה ולקבל לידיה את השליטה בחברה. להערכת מידרוג, שינוי מבנה השליטה הצפוי והפיכתה של החברה לחברה ציבורית תומכים את הדירוג.

פרופיל סיכון פעילות משוקלל נמוך-בינוני המשקף את פעילות ניכיון שוברי האשראי המאופיינת על ידנו בפרופיל סיכון נמוך מחד, ואת פעילות ניכיון השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן המאופיינות בפרופיל סיכון בינוני-גבוה מאידך

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, בעיקר במתן שירותי מימון עסקאות ושירותי ניהול מול חברות האשראי למגזר העסקי וכן, בענף ניכיון שיקים למגזר העסקים הקטנים ובינוניים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן (לרוב שיעבוד מדרגה ראשונה), אשר ממומנים ברובם על ידי המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בתחום ניכיון שוברי האשראי, השחקנים המרכזיים הם חברות כרטיסי האשראי המציעות שירותי ניכיון שוברי אשראי ומהוות להערכתנו כ- 60% מנתח

⁴ הנתונים הפיננסיים העיקריים מבוססים על נתוני הדוחות הכספיים שפורסמה החברה בטיטת התשקיף להשלמה ביום 06 במאי 2021 אשר מדווחים על פי תקינת IFRS.
⁵ הפניקס השקעות הינה חברת בת של הפניקס אחזקות בע"מ אשר מדורגת במידרוג בדירוג Aa3.il, באופק יציב.

השוק ליום ה-31 בדצמבר 2020. תחום ניכיון שוברי האשראי מאופיין בפרופיל סיכון פעילות נמוך יחסית, בשל היקפי פעילות צומחים, מעבר לאמצעי תשלום דיגיטליים ומסחר מקוון, פיזור לקוחות רב וסיכון אשראי מתון, נוכח מאפייני הצד הנגדי לעסקה. נציין כי, החברה מוכרת את כלל פעילות ניכיון שוברי האשראי לבנקים, ועל כן סיכון האשראי של הצד הנגדי לעסקה אינו חל עליה.⁶ לעומת זאת, תחום ניכיון השיקים בענף מאופיין בסיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית, ריכוזיות ענפית עם חשיפה משמעותית לענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים ובפרט בעת תקופות משבר, המאופיינות בפגיעה הן בצד הביקוש למוצרים ושירותים והן בצד ההיצע בשל עיכובים ומחסור בשרשרת האספקה של ענפים אלו; אסימטריה במידע אל מול הלקוחות ומושכים שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה ובפרט בשל היעדר לרוב של בטוחות מהותיות; שינויים רגולטוריים, שעלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. מנגד, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן אשראי. כמו כן, תחום מימון כנגד בטוחות נדל"ן מאופיין בסיכון בינוני-גבוה נוכח סכומי מימון משמעותיים יחסית אשר מביאים לריכוזיות לווים גבוהה יחסית בתיק האשראי, משך חיים ממוצע ארוך יותר וכן חשיפה למחזוריות כלכלית. יחד עם זאת, תחום זה מאופיין בבטוחות משמעותיות, לרוב מדרגה ראשונה ובשיעורי LTV מרביים (לרוב) של כ-70%. חסמי הכניסה לתחומי ניכיון השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן 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), לצד קבלת רישיון נותן שירותי אשראי מורחב מרשות שוק ההון ביטוח וחיסכון. בשלוש השנים 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, הכולל משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, שיפוקח על ידי רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון. הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי הגברת הדרישות הרגולטוריות בתחום תוביל לייצוב ולחיצוק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. בנוסף, הקשחת התנאים לקבלת רישיון על ידי רשות שוק ההון עשויה להערכתנו להקטין את מספר הגופים הפועלים בענף (בפרט הקטנים), דבר שעלול לייצר קונסולידציה, תוך הפיכתם של גופים אלה למשווקים (נקודות מכירה). חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף לאחרונה, צפוי להקטין את האסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש, צפוי להקל על הליכי חדלות פירעון של לווים, להגביר את שכיחות הכשלים ולפגוע בקידומות של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור העלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון בשנה האחרונה כתוצאה מהמשבר הכלכלי שנבע מהתפרצות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגרן, אשר הביאה לפגיעה באינתנת הפיננסית והנזילות של מספר רב של בתי עסק וביניהם לקוחות הענף ושל המושכים.

פרופיל עסקי הולם הנתמך במגוון רחב של פעילויות, גודלה של החברה ופיזור לקוחות הולם

החברה מספקת הצעת ערך מגוונת יחסית של תחומי פעילות בענף המימון החוץ בנקאי ובולטת לטובה ביחס לענף. החברה מספקת ללקוחותיה ניכיון שוברי אשראי, ניכיון שיקים, פעילות מימון כנגד בטוחות נדל"ן, פקטורינג ומאגד בתי עסק לסליקת כרטיסי אשראי. אלה תומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור ובפרופיל העסקי. בנוסף, נתמך הפרופיל העסקי במוניטין וניסיון רב מול לקוחות וגורמי המימון ובבסיס לקוחות עסקי רחב ומגוון. פעילות ניכיון שוברי האשראי מאופיינת בפיזור לווים רחב מאוד, כאשר עיקר לקוחותיה של החברה הם בתי עסק. כמו כן, 10 הלקוחות הגדולים בתחום ניכיון השיקים והמימון כנגד בטוחות נדל"ן היוו כ-30% מהתיק ליום 31 בדצמבר 2020 לעומת כ-24% מהתיק ליום 31 בדצמבר 2019 וכ-15% מהתיק ליום 31 בדצמבר 2018. עלייה בריכוזיות הלקוחות נובעת בעקבות קיטון בפעילות ניכיון השיקים, המאופיינת בריכוזיות לקוחות גבוהה יחסית, וגידול מוקפד בפעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן בשנת 2020. אנו מעריכים כי ככל שהחברה תגדיל את פעילות ניכיון השיקים בקצב גבוה יותר מפעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן, ריכוזיות הלקוחות בתיק האשראי שלה תשתפר. פעילותה המרכזית של החברה, הינה ניכיון שוברי כרטיסי אשראי ושירותי ניהול

⁶ במקרים חריגים תיתכן חשיפה לחברה לסיכון האשראי של בתי העסק להם ביצעו את ניכיון שוברי האשראי וזאת במידה ולא חל קיבול של המוצר או השירות של אותו בית עסק על ידי הלקוח.

מול חברות כרטיסי האשראי, אשר מהווה כ- 51% מסך ההכנסות וכ- 59% מהרווח הגולמי בשנת 2020. פעילות זו, מאופיינת בצמיחה לאורך השנים האחרונות, בין היתר, בשל גידול בהיקף העסקאות המשולמות בכרטיסי אשראי. עם זאת, פעילות זו חשופה למחזוריות הכלכלית, להכנסה הפנויה ולשיעור האבטלה שעלה משמעותית מפרוץ המשבר אשר לצד ההגבלות על הפעילות הכלכלית במשק, הביאו לפגיעה מסוימת במחזורי העסקאות בשנת 2020. בהתאם לכך, לפי נתוני בנק ישראל, חלה שחיקה בהיקפי העסקאות המשולמות בכרטיסי אשראי בכ- 8.6% ברבעון השני של שנת 2020 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. יחד עם זאת, החל מהרבעון השלישי בשנת 2020 חלה עלייה בהיקפי העסקאות בכרטיסי אשראי כך שסך העסקאות בכרטיסי אשראי בשנת 2020 עמד על כ- 326 מיליארד ₪, המגלם קיטון של כ- 0.42% בלבד לעומת שנת 2019.⁷ לפי דוחותיה הכספיים לשנת 2020, החברה חוותה קיטון של כ- 1.5% בהכנסות ברוטו מריבית ועמלות במגזר כרטיסי האשראי. אנו מעריכים כי היקף פעילות החברה בתחום ניכין שוברי האשראי בקרב הגופים הפועלים בתחום, יותר משמעותי כפי שבא לידי ביטוי באמצעות נתח שוק של כ- 40% בשנים האחרונות וימשיך לצמוח בטווח התחזית וזאת תחת ההנחה כי בטווח התחזית לא תחול הרעה משמעותית בתחלואה אשר תצריך את הממשלה להטיל מחדש מגבלות בעלות השלכות מקרו-כלכליות משמעותיות על הפעילות במשק. נציין כי, החברה מוכרת את כלל פעילות ניכין שוברי האשראי לבנקים. נכון ליום 31 בדצמבר 2020, סך שוברים שנמכרו לבנקים וטרם סולקו עומד על כ- 3.6 מיליארד ₪, כאשר במאזן החברה סך של 1.3 מיליארד ₪ נוספים אשר נמכרו מספר ימים לאחר תאריך החתך.

פעילויות החברה בתחומי ניכין השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן, מהווים מנוע צמיחה מרכזי ותומך בהיקף הרווח, כאשר נכון ליום 31 בדצמבר 2020, היקף תיק האשראי של החברה עמד על כ- 923 מיליון ₪, מתוכם כ- 697 מיליון ₪ בגין פעילות ניכין השיקים ופעילות מימון כנגד בטוחות נדל"ן, חלק מהלקוחות בגין פעילויות אלה הינם לקוחות להם החברה מספקת גם שירותי ניכין כרטיסי אשראי. נציין, כי בשנה האחרונה, החברה הקטינה באופן מהותי את תיק ניכין השיקים בעקבות המשבר הכלכלי שנבע מהתפרצות נגיף הקורונה לצד גידול מוקפד בתיק המימון כנגד בטוחות נדל"ן. יחד עם זאת, נכון לסוף אפריל 2021, החברה הגדילה את תיק ניכין השיקים והמימון כנגד בטוחות נדל"ן ביחס להיקפם בסוף שנת 2020 בכ- 28.2% וכ- 8.2%, בהתאמה. נציין, כי פעילות מימון כנגד בטוחות נדל"ן מצריכה מומחיות נוספת בניהול נכסים והתחייבויות ומאופיינת במח"מ ארוך יחסית ביחס ליתר פעילויות החברה. עם זאת, בדומה לפעילות הניכין חלק מהתיק מממן לקוחות קיימים, כאשר לחברה שיעבוד ספציפי על הנכסים. אנו צופים, כי פעילויות אלה יהוו מנוע צמיחה מרכזי בפעילות החברה בטווח הבינוני-ארוך וחלקם בשורת הרווח של החברה יעלה באופן משמעותי.

כמו כן, החל משנת 2017, ובמסגרת חוק שטרומ⁸, פועלת החברה גם כמאגדת בתי עסק לסליקת כרטיסי אשראי. פעילות המאגד הינה עבור חברת כרטיסי אשראי כאל. פעילות זו מאופיינת בהכנסות תפעוליות בדמות עמלת סליקה ואינה חשופה למרווח פיננסי, כאשר, היקפה צפוי לגדול בטווח התחזית. בהקשר זה, נציין כי, החל מחודש יולי 2021, יתקיים מעבר לסליקה יומית עבור עסקאות כרטיסי אשראי בתשלום אחד, כך שהמנפיקים יעבירו את התשלומים לסולקים תוך יום אחד ממועד ביצוע העסקה. להערכתנו, במידה והסולקים יחויבו להעביר את התשלום לבתי העסק באופן מיידי, עלולה לחול פגיעה בפעילות ניכין שוברי האשראי של החברה וכן פגיעה מסוימת בנזילות והגמישות הפיננסית שלה, אולם לא באופן משמעותי להערכתנו, היות ועיקר הפעילות של החברה בניכין שוברי אשראי הינה בגין מספר תשלומים ולא עסקאות המבוצעות בתשלום אחד.⁹

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אשר מתבסס על תחזית בנק ישראל, אנו מעריכים כי יחול שיפור בסביבה העסקית אשר יבוא לידי ביטוי עם צפי לצמיחה בתוצר בשיעור של 6.3% ו- 5.0% בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה וכן ירידה בשיעור האבטלה הרחב ל- 6% בסוף 2022 וזאת מתוך הנחה כי בטווח התחזית לא תחול הרעה משמעותית בתחלואה אשר תצריך את הממשלה להטיל מחדש מגבלות בעלות השלכות מקרו-כלכליות משמעותיות על הפעילות במשק. בנוסף, אנו מעריכים צמיחה בצריכה הפרטית של כ- 11% ו- 7% בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה.¹⁰ כנגד, אנו מעריכים כי בטווח התחזית, הפעילות המרכזית של החברה (ניכין שוברי אשראי) צפויה לצמוח לאור צמיחה צפויה במחזורי העסקאות כתוצאה מהעלייה הצפויה בצריכה הפרטית אשר משתקפת באמצעות שימוש בכרטיסי האשראי. כמו כן, אנו מעריכים כי שאר פעילויות החברה, בדגש על ניכין שיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן צפויים לצמוח באופן מהותי בטווח התחזית ולהוות מנוע צמיחה מרכזי בפעילות החברה בטווח הבינוני-ארוך.

⁷ [בנק ישראל - מידע שוטף על התאגידים הבנקאיים](#).

⁸ החוק להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל.

⁹ להרחבה בנושא הנכם מופנים לסעיף 6.8.2 בטיטת התשקיף להשלמה אשר פרסמה החברה ביום 20 במאי 2021.

¹⁰ תחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, אפריל 2021.

פרופיל הסיכון נתמך בתיאבון לסיכון מתון, כפי שמשתקף במאפייני הלקוחות, בפיזור מושכים ופיזור ענפי סבירים וביכולת לקזז שוברי כרטיסי אשראי במסגרת עסקאות ניכיון שיקים

החברה מאופיינת במודעות גבוהה לניהול סיכונים, הליך חיתום קפדני וניטור חשיפות שוטף. לחברה מחלקת ניהול סיכונים ייעודית הנתמכת הן במערכות מחשוב מתקדמות, המזהות עסקאות החשודות כבעייתיות והן בצוות עובדים המבצעים בקרה יומית לעסקאות השונות. פרופיל הסיכון נתמך בפעילות ניכיון שוברי אשראי המאופיינת בסיכון מתון לאור מכירת הפעילות לבנקים וסיכונים כשל תמורה מצד הלקוחות. בנוסף, התיק מאופיין בפיזור רחב של מושכים נוכח מאפייני האשראי הצרכני, אשר בגינו החברה מבצעת ניכיון שוברי האשראי. במסגרת פעילותה בניכיון שיקים, 10 המושכים הגדולים היוו כ- 28.6% מתיק האשראי של החברה ליום 31 בדצמבר 2020 (2019: 22.6%). מנגד, לחברה פיזור ענפי סביר בתחום ניכיון השיקים, המורכב בעיקר מנותני שירות אשראי וחשמל ואלקטרוניקה (כ- 39.4% וכ- 21.2%, בהתאמה), נכון ליום 31 בדצמבר 2020. בהקשר זה נציין כי, ריכוזיות המושכים והריכוזיות הענפית בפעילות ניכיון השיקים עלתה בעקבות קיטון משמעותי בפעילות זו שיזמה החברה בשנת 2020 לטובת טיוב הלקוחות בתיק האשראי נוכח משבר הקורונה והעלייה בסיכון האשראי. אנו מעריכים כי עם גידול בפעילות ניכיון השיקים, ריכוזיות המושכים והריכוזיות הענפית צפויות לקטון ולנוע בטווחים בהם היו טרום משבר הקורונה. כמו כן, יש לציין, כי בפעילות ניכיון השיקים, לחברה בניגוד למתחרותיה בענף אין חשיפה מהותית ללקוחות בענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיין על ידינו בסיכון גבוה יחסית, נוכח מאפיינים הומוגניים. על אף הגידול המשמעותי בתחום פעילות השיקים, אשר צמח משמעותית בחברה, כאמור בשנים האחרונות (בנטרול שנת 2020) לא חלה שחיקה להערכתנו בחיתום ובניהול סיכונים האשראי, זאת משום שעל פי החברה, חלק מלקוחותיה בפעילות ניכיון השיקים, הינם לקוחות בפעילות ניכיון שוברי האשראי, אשר נותנים ערבויות ובטחונות של שוברי כרטיסי האשראי, ועל כן להערכתנו, פרופיל הסיכון של הלקוחות קטן. בנוסף, מח"מ תיק האשראי הקצר, בדומה לשאר החברות בענף, מקטין להערכתנו את סיכון חשיפת הריבית ומאפשר גמישות ניהולית וחיתומית טובות בתקופות משבר, אשר תבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ועליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית.

איכות הנכסים הינה בולטת לטובה ביחס לדירוג והציגה יציבות יחסית נוכח משבר הקורונה אולם קיים צפי ללחץ על מדדי הסיכון לאור צפי לצמיחה בתחומי ניכיון השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן

איכות הנכסים של החברה בולטת לטובה, כפי שמשתקף במדדי סיכון נמוכים יחסית, גם כתלות במאפייני הלקוחות וכריות ספיגה הולמות כנגד החובות הבעייתיים¹¹. בהתאם לכך, שיעור החובות הבעייתיים מסך תיק האשראי עמד על כ- 0.76% ליום 31 בדצמבר 2020 (2019: 1.12%). איכות תיק האשראי מושפעת מניהול סיכונים הולם שנעשה בתיק ניכיון השיקים כאשר בשנת 2020 החברה הקטינה את התיק באופן משמעותי לנוכח משבר הקורונה. נציין, כי בפעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן לחברה קיימים שעבודים מדרגה ראשונה (על פי רוב) על נכסי נדל"ן, הממתנים חלקית את סיכון האשראי בתיק.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי תחול עלייה מסוימת בסיכון בתיק האשראי לאור צמיחה מהותית בפעילות ניכיון השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן בטווח התחזית. להערכתנו, חלק מהלקוחות בענף סבלו מפגיעה מהותית ברווחיות ובאיתנות הפיננסית וכן חוו קושי בנגישות למקורות המימון כתוצאה ממשבר הקורונה ועדיין לא התאוששו לחלוטין ולכן הסיכון הענפי עלה בשנה האחרונה. לאור זאת, אנו מעריכים כי תחול עלייה מסוימת במדדי הסיכון אשר תבוא לידי ביטוי באמצעות עלייה בשיעור חובות הבעייתיים מסך תיק האשראי ותנוע בטווח של 0.80%-0.90% לעומת כ- 0.76% נכון ליום 31 בדצמבר 2020 וכן שיעור חובות הבעייתיים לכריות הספיגה אשר ינועו בטווח של 10.0%-11.5% לעומת 8.9% נכון ליום 31 בדצמבר 2020. יחד עם זאת, נציין, כי שיעורים אלה בולטים לטובה ביחס לענף, הודות ליכולת החברה לקזז חובות שיקים של בתי עסק על ידי שוברי האשראי של הלקוחות ונוכח תיאבון לסיכון הנמוך המאפיין את החברה בגין הלקוחות מולם היא בוחרת לעבוד.

¹¹ חובות אשר בגינם החברה ביצעה הפרשה כללית וספציפית.

רווחיות החברה עודנה נמוכה יחסית לדירוג, נוכח פרופיל הפעילות והלקוחות אולם מאופיינת ביציבות גבוהה

רווחיות החברה עודנה נמוכה יחסית, אולם במגמת שיפור אשר נתמכת בצמיחה מתמשכת בתיק האשראי, שינוי מסוים בתמהיל התיק, ויחס הוצאות להכנסות גבוה יחסית הנובע גם מפרופיל הפעילות מול לקוחות, המאופיינים ברמת סיכון נמוכה בהשוואה לענף. המרווח הפיננסי של החברה נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות (בנטרול שנת 2020), ומושפע מעלייה בחלקו של האשראי לניכיון שיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן בתמהיל התיק, אך גם מעליית מחיר הריבית בגין גיוס אגרות חוב במהלך 2019 והלוואות מגופים מוסדיים בשנת 2020 אשר מאופיינות בשיעורי ריבית גבוהים יותר מאלה המשולמים בגין מסגרות אשראי מהבנקים. על כן, החברה עודנה מאופיינת במרווח פיננסי נמוך יחסית לענף המימון החוץ בנקאי, כתוצאה מתיאבון לסיכון מתון, כאמור, הן בפעילות שוברי האשראי והן בפעילות ניכיון השיקים. כרית הרווחיות אמנם נמוכה יחסית ודומה במהותה יותר לשיעורי הרווחיות שמאופיינים מוסדות בנקאיים וחברות כרטיסי אשראי, אולם בשל מאפייני הפעילות וסיכויי האשראי המתונים הגלומים בתיק, נראות הרווחים טובה יותר ביחס למתחרותיה של החברה בענף המימון החוץ בנקאי. בהתאם לכך, יחסי הרווחיות - תשואה על נכסים ממוצעים ורווח לפני מס והוצאות חו"מ"ס לממוצע נכסים (תשואת הליבה) נשחקו בשנת 2020, ועמדו על כ- 0.67% וכ- 0.94%, בהתאמה (לעומת כ- 0.73% וכ- 1.08%, בהתאמה בשנת 2019).

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים יציבות מסוימת במרווח הפיננסי ויחסי הרווחיות, אשר יושפעו מגידול מסוים בריבית מהלקוחות נוכח עלייה בסיכון תיק האשראי כתוצאה מצמיחת פעילויות ניכיון השיקים ומימון כנגד בטוחות נדל"ן, אשר יקוזזו על ידי עלייה מסוימת בעלות מקורות המימון כתוצאה מגידול במקורות מימון הכוללים אשראי לזמן ארוך. בנוסף, אנו מעריכים גידול בהוצאות לחו"מ"ס בהתאם לעלייה בסיכון תיק האשראי וכן ירידה מסוימת ביחס היעילות אשר תושפע מהוצאות הנפקה גבוהות (חד פעמיות). בתרחיש זה, אנו צופים כי התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 0.65%-0.60% ו-1.00%-0.90%, בהתאמה. כרית זו, נמוכה ביחס לדירוג, אך כאמור משקפת את רמות הסיכון בתיק.

נציין, כי המעבר הצפוי לסליקה יומית החל מחודש יולי 2021 עלול להביא לפגיעה בפעילות ניכיון שוברי האשראי של החברה וכן פגיעה מסוימת ברווחיות של החברה, אולם לא באופן משמעותי להערכתנו, היות ועיקר הפעילות של החברה בניכיון שוברי אשראי הינה בגין מספר תשלומים ולא עסקאות המבוצעות בתשלום אחד^{12,13}.

מינוף מאזני גבוה ביחס לדירוג, אולם קיבולת ספיגת הפסדים של כרית ההון סבירה ביחס לדירוג

החברה מתאפיינת ברמת מינוף גבוהה, כמשתקף ביחס הון עצמי לסך נכסים של כ- 7.9% נכון ליום 31 בדצמבר 2020 (2019: 7.3%). כמו כן, יחס הון עצמי לסך נכסים מנוהלים¹⁴ עמד על כ- 3.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2020 (2019: 2.5%). יחד עם זאת, לחברה כרית ספיגה נוספת בדמות הלוואת בעלים¹⁵, שהעמידה הפניקס השקעות לחברה בהיקף של כ- 50 מיליון ₪ (משלמת ריבית וללא מועד פירעון סופי)¹⁶. נציין, כי החברה שומרת על מרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות של גורמי המימון (הון עצמי מוחשי מינימאלי ויחס הון למאזן כולל הלוואת בעלים), כאשר הקובננטים שעל החברה לשמור הינם 100 מיליון ₪ לפחות וכ- 175.1%, בהתאמה. נציין, כי בנטרול יתרת החייבים לכרטיסי אשראי, אשר סיכון האשראי בהם מתון עמד יחס המינוף המאזני על כ- 18.8% ליום 31 בדצמבר 2020, אשר הינו הולם ביחס לדירוג, ומהווה כרית ביטחון טובה ביחס לרמת הסיכון בתיק. אנו צופים, כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות בצורה מתונה בטווח התחזית כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים מסך הרווח הנקי בדומה לשנים האחרונות, כאשר יחס המינוף המאזני הפשוט (ללא הלוואות בעלים) תחת הנחות פוטנציאל צמיחת התיק, כאמור, צפוי להישחק מעט, ולעמוד על כ- 7.1% בטווח התחזית, בעוד שיחס הון עצמי לנכסים מנוהלים צפוי להישאר ללא שינוי מהותי ולעמוד על כ- 3.0% בטווח התחזית. כרית זו, מאפשרת לחברה לספוג הפסדים ברמה סבירה יחסית.

¹² על העסקאות דנן, תחול חובת המנפיקים להעביר לסולקים את התשלומים בתוך יום אחד מביצוע העסקה.

¹³ להרחבה בנושא הנכס מופנים לסעיף 6.8.2 בטיטת התשקיף להשלמה אשר פרסמה החברה ביום 20 במאי 2021.

¹⁴ נכסים מנוהלים כוללים את סך הנכסים בחברה בתוספת סך שוברי האשראי אשר נמכרו לבנקים וטרם סולקו.

¹⁵ הלוואת הבעלים אינה מסווגת כהון על פי המתודולוגיה של מידורג, אולם מהווה כרית לספיגת הפסדים ביחס לחובות הבכירים של החברה.

¹⁶ החברה נמצאת במו"מ עם הפניקס השקעות בנוגע ללוחות הזמנים לפירעון הלוואה זו.

¹⁷ לאור המעבר לדיווח הדוחות הכספיים בהתאם לתקינת ה-IFRS, יחס זה התעדכן משיעור של 2.0% לשיעור של 5.1%.

גיוון מקורות המימון באמצעות התקשרות עם 2 גופים מוסדיים משפרת את גמישותה הפיננסית של החברה ותומכת את המשך צמיחת התיק בתחום מימון כנגד בטוחות נדל"ן

ביום 20 באוגוסט 2020, התקשרה החברה עם גוף מוסדי לקבלת הלוואה בסך של 250 מיליון ₪ אשר תיפרע ב- 9 תשלומים שווים החל מחודש פברואר 2023. כמו כן, ביום 25 ביוני 2020, התקשרו החברה וחברת הבת שלה, גמא מימון, עם גוף מוסדי נוסף לקבלת הלוואה בסך של 100 מיליון ₪ אשר 25 מיליון ₪ מתוכה יפרעו ב- 11 תשלומים שווים מדי רבעון והיתרה בסך 75 מיליון ₪ תיפרע בתשלום אחד ביום 8 ביולי 2023. להערכתנו, גיוון מקורות המימון משפר את גמישותה הפיננסית של החברה ותומך את צמיחת פעילות החברה בתחום מימון כנגד בטוחות נדל"ן אשר מאופיינת במח"מ ארוך יותר ביחס לפעילות העיקרית של החברה.

פרופיל הנזילות הולם ביחס לדירוג

לחברה מאזן נזיל וסחיר יחסית, המורכב ברובו מפעילות ניכיון שוברי האשראי, כאשר החברה מנהלת את נזילותה ברמה יומית ובהתאם להיקף רכישת השוברים לאותו היום מבתי העסק, דבר המהווה תחליף לשמירה על יתרת מזומנים משמעותית, להערכתנו. פעילות זו, הינו הנכס המרכזי במאזן החברה אשר מאופיין במח"מ קצר מאוד של כ- 1.3 חודשים וממומן ברובו על ידי מכירת שוברי האשראי לבנקים. כך, לחברה מסגרות משמעותיות (לא חתומות) אל מול הבנקים הממונים ולאורך מספר מחזורי אשראי. נכון למועד דוח זה, היקף המסגרות העומדות לרשות החברה בבנקים הינם 6.6 מיליארד ₪, הכוללות את מסגרות און קול ומסגרות אשראי בגין שוברים הנמכרים על ידי החברה לבנקים, כאשר החברה ניצלה מסך זה כ- 3.5 מיליארד ₪. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי חתומות לשנה בהיקף של 300 מיליון ₪ (מתוכם 3 מיליון ₪ מנוצלים¹⁸). יתר על כן, מח"מ התיק של ניכיון השיקים, אשר עומד על כ- 2.5 חודשים, הינו תומך בגמישות הפיננסית וביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית ריבית המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, ויכול לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם לתקופה מוגבלת בזמן ותוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי.

לפי דוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2020, לחברה תשלומי קרן אג"ח של כ- 520 מיליון ₪¹⁹, אשר אנו סבורים כי רובם ככולם ישולמו באמצעות הון החוזר של החברה בטווח התחזית. בנוסף, נציין כי, פעילות המימון כנגד בטוחות נדל"ן של החברה, המאופיינת במח"מ ארוך יחסית, מחייבת התאמת נכסים והתחייבויות שונה ביחס לפעילויות הניכיון, וצפויה להיות ממומנת להערכתנו על ידי אשראי לזמן ארוך מגופים מוסדיים. בהתאם לכך, בשנת 2020 חתמה החברה על 2 הלוואות אל מול גופים מוסדיים בהיקף כולל של 350 מיליון ש"ח. בנוסף, אנו מניחים בטווח התחזית כי החברה עשויה להגדיל את מקורות המימון ארוכי הטווח, אשר ישמשו למימון פעילות אשראי שאינה ניכיון שוברי אשראי. אנו מעריכים, כי לחברה גמישות פיננסית טובה הנתמכת, בין היתר, בנגישות גבוהה לגורמי מימון, כפי שמשקף בתמהיל טוב של מקורות מימון ובעלויות נמוכות יחסית. אלה כוללים, כאמור את ההון העצמי, מסגרות און קול לא חתומות בהיקפים משמעותיים ממספר תאגידיים בנקאיים, מסגרת אשראי חתומות לשנה מתאגידיים בנקאיים, הלוואות לזמן ארוך מגופים מוסדיים, אג"ח והלוואות בעלים. כמו כן, להערכתנו, הנפקת החברה לציבור צפויה לשפר את הנגישות למקורות מימון, בדגש על נגישות לגיוסים בשוק ההון.

¹⁸ בהתאם לטיטוטת התשקיף להשלמה אשר פרסמה החברה ביום 06 במאי 2021.
¹⁹ נכון למועד הדוח, יתרת קרן האג"ח עומדת על כ- 391 מיליון ₪, לאחר שהתבצע תשלום בסך של כ- 129 מיליון ₪ ביום 31 במרץ 2021.

שיקולים נוספים

המודל העסקי של החברה מתמקד בפעילויות (ניכיון שוברי אשראי ומאגד סליקה) בעלות סיכון אשראי מתון לצד מכירת כלל פעילות ניכיון שוברי אשראי למערכת הבנקאית

המודל העסקי של החברה אשר מתמקד בפעילויות של ניכיון שוברי אשראי וכמאגד סליקה, הינן פעילויות אשר להערכתנו בעלות סיכון אשראי מתון היות והחברה מוכרת את כלל פעילות ניכיון שוברי האשראי לבנקים, ועל כן סיכון האשראי של הצד הנגדי לעסקה אינו חל עליה.²⁰ אנו צופים כי פעילויות ניכיון שוברי אשראי ומאגד סליקה צפויים להיוותר בליבת פעילות החברה גם בשנים הבאות (אם כי תרומתן להכנסות והרווחיות הגולמית עלולות להתמתן) היות ולחברה יתרון יחסי בדמות של מוצר טכנולוגי אשר מסייע לה לשמור על נתחי שוק גבוהים בפעילות לאורך זמן. להערכתנו, פעילויות אלה תומכות את יציבות הביצועים של החברה, לצד סיכון נמוך יחסית וזאת על אף רגישותם למחזוריות הכלכלית.

בעלת השליטה הצפויה בחברה בעקבות הצעת המכר מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית של החברה

הפניקס השקעות (מחזיקה נכון למועד הדוח 49% ממניות החברה) צפויה לקבל לידיה את השליטה בחברה במסגרת הנפקת מניות החברה לציבור והצעת המכר של בעלי השליטה הנוכחיים. כמו כן, נכון למועד הדוח, קיימת הלוואת בעלים שהעניקה הפניקס השקעות לחברה בסך של 50 מיליון ₪ אשר נחותה להתחייבויות הפיננסיות של החברה ולהערכתנו, מהווה תמיכה בלתי פורמלית בחברה. אנו מעריכים כי, ככל והפניקס השקעות תהיה בעלת השליטה בחברה, הפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית של החברה צפויים להתחזק ולתמוך את דירוג החברה.

אודות החברה

גמא ניהול וסליקה בע"מ הינה חברה פרטית, אשר הוקמה בשנת 1998 ופעילותה המרכזית הינה מימון וניהול של שוברי כרטיסי אשראי. בעלי המניות בחברה הינם הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ (49%), חברת קרינל (12.75%) (בשליטת חיים פינק), משקיעים פרטיים²¹ (12.75%), רם בקרה וניהול בע"מ (12.3%) (בשליטת רוני מירו), מיקוד פיננסים ייעוץ והשקעות בע"מ (5.1%) (בשליטת אריאל גנוט), שליין אחזקות בע"מ (5.1%) (בשליטת משפחת אונגר) ונכסי אליעזר בע"מ (3%) (בשליטת ביתיה לביא)²². בחודש מאי 2021, פרסמה החברה טיוטת תשקיף להשלמה, הצעה ראשונה והצעת מכר של מניות בדרך של הצעה לא אחידה²³ לטובת הנפקת מניותיה לציבור, כך שלאחר ההנפקה, הפניקס השקעות תהיה בעלת השליטה בחברה. גמא התקשרה עם חברות כרטיסי האשראי בישראל, הפועלות כסוללות של כרטיסי אשראי, כאשר בכפוף להסכם, ממחות חברות האשראי את זכויות בתי העסק לטובת גמא. במסגרת ההסכם מתחייבות חברות כרטיסי האשראי לשלם לגמא, במקום לספק, את הסכומים בגין השוברים. גמא מתקשרת בהסכמים עם בתי עסק שונים, במסגרתם היא מבצעת ניהול, ניכיון ומכירה של השוברים שנמסרו לה. בהסכמי הניכיון ממחה בית העסק לגמא את כל זכויותיו כלפי חברת כרטיסי האשראי בגין השוברים לניכיון. בנוסף, גמא מספקת לבתי העסק שירותי תוכנה לניהול והתאמות של כל מותגי חברות כרטיסי האשראי השונים, על גבי פלטפורמה ממוחשבת אחת. גמא מספקת ללקוחותיה הלוואות ומחתימה אותם על התחייבות לפעילות מולה, לפחות עד ליום פירעון השיק האחרון. כמו כן, מקבלת החברה ערבויות אישיות וביטחונות במסגרת כרטיסי האשראי. החברה מבצעת גם פעילות ניכיון שיקים, מימון כנגד בטוחות נדל"ן ופעילויות מימון אחרות. החל משנת 2017, פועלת החברה כמאגדת אשראי, במסגרת פעילות זו חתמה החברה על הסכם עם חברת כאל במסגרתו מגייסת גמא בתי עסק לסליקת כרטיסי אשראי ומעניקה את שרותי הניהול בכלל המותגים הנסלקים על ידי כאל.

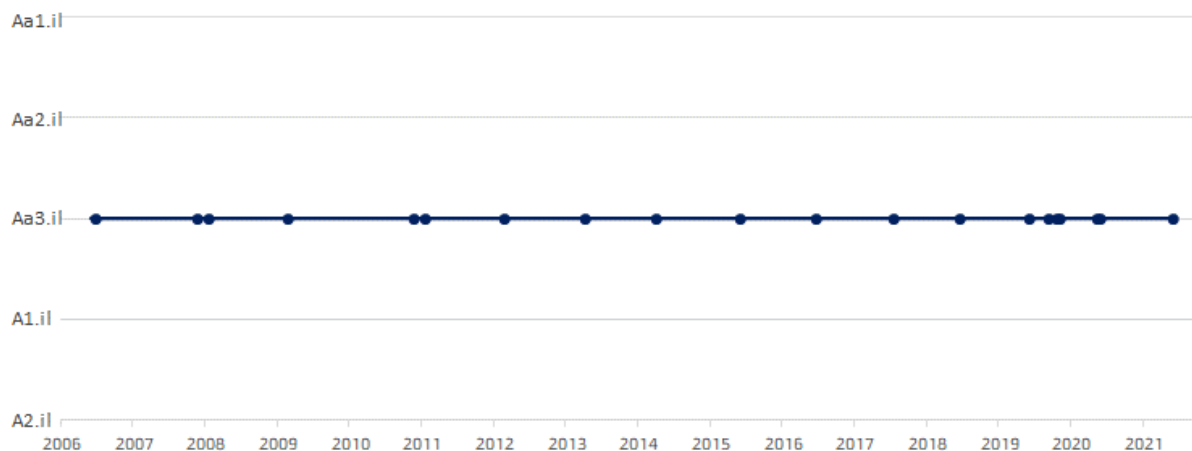
²⁰ במקרים חריגים תיתכן חשיפה לחברה לסיכון האשראי של בתי העסק להם ביצעו את ניכיון שוברי האשראי וזאת במידה ולא חל קיבול של המוצר או השירות של אותו בית עסק על ידי הלקוח.

²¹ במהלך שנת 2018, מבנה ההחזקות השתנה, כך שחברת קרינל מכרה מחצית מאחזקותיה למשקיעים פרטיים - אלי רייזמן, אבי רייזמן, רפאל רייזמן ומייקל פניג, כך שכל אחד מחזיק ב-159 מניות, כ-3.1875% ממניות החברה.

²² 51% מהמניות (שאינן מוחזקות על ידי הפניקס) מוחזקות בנאמנות על ידי פועלים נאמנות.

²³ אתר המא"י - טיוטת תשקיף להשלמה, הנפקה ראשונה והצעת מכר של מניות בדרך של הצעה לא אחידה, תשקיף מדף - חוספת דוח דירוג.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

20.05.2021	תאריך דוח הדירוג:
20.05.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
30.05.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
גמא ניהול וסליקה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
גמא ניהול וסליקה 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 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 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 מכוון 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>