

אורשי ג.ש. בע"מ

מעקב | יוני 2022

אנשי קשר:

אביאור דגן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

avior.dagan@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

אנליסט בכיר - מעריך דירוג משני

amit.federman@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

itay.navarra@midroog.co.il

אורשי ג.ש. בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידורג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה אורשי ג.ש. בע"מ (להלן: "אורשי" ו/או "החברה") מ-A3.il ל-Baa1.il - מ-A3.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג	1170372	A3.il	יציב	05.01.2024

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בשיפור בפרופיל העסקי של החברה כתוצאה מגידול מתמשך בתיק האשראי, גידול בהיקף ההון העצמי, שיפור באיכות תיק האשראי ובנגישות לגורמי מימון, וכן מכניסת בנק לאומי כבעל מניות בחברה באמצעות לאומי פרטנרס בע"מ¹ (להלן: "לאומי פרטנרס").

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה וכן פרופיל עסקי אשר עודנו מוגבל בגודלה היחסי של החברה על אף גידול בהיקף פעילות החברה במונחי האשראי. עם זאת, אנו רואים השפעה לחיוב על הפרופיל העסקי והמוניטין של החברה עם השלמת עסקת ההשקעה של לאומי פרטנרס אשר, נכון למועד דוח זה, מחזיקה בכ- 20% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב ממח"מ התיק הקצר ואיכות נכסים בולטת לחיוב לדירוג, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה ריכוזית לענף הבנייה והתשתיות (בדומה למרבית החברות האחרות בענף), פיזור מושכים נמוך יחסית לדירוג ותלות באנשי מפתח. היקף הרווח הנקי היה יציב יחסית בשנים האחרונות ותמך בבנייה מתמשכת של ההון העצמי אשר מהווה כרית ספיגת הפסדים בלתי צפויים. עם זאת, ישנה שחיקה מתמשכת במרווח הפיננסי וביחסי הרווחיות של החברה. יחס המינוף המאזני של החברה טוב ביחס לדירוג ובפער הולם מהקובננטים. פרופיל הנזילות הינו נמוך לדירוג, אולם נתמך בגידול בהיקף מסגרות האשראי. תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר כאמור, תומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר כרית הנזילות בעת הצורך, אולם תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי, אולם ממותן ביחס לקצב הצמיחה בשנת 2021, על אף סביבה עסקית מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 0.3%-0.4% ובשיעור חובות בעייתיים² לתיק אשראי ברוטו שינועו בטווח שבין 2.0%-2.5%, אולם יחסים אלו יוותרו בולטים לחיוב ביחס לדירוג. לאור האמור לעיל, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2021, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי, אשר תקוזז בחלקה משחיקה מסוימת במרווח הפיננסי³ של החברה. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה⁴ ינועו בטווח שבין 2.3%-2.4% ו-3.6%-3.9%, בהתאמה. אנו צופים כי הכרית ההונית תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים מתונה, לצד צמיחה בפעילות החברה. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 18%-20%. כמו כן, לחברה מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות של גורמי המימון. תמיכת בעלים היווה שיקול נוסף לחיוב בדירוג, אשר להערכתנו מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי ובגמישות הפיננסית של החברה. מנגד, סיכון איש מפתח היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג, נוכח שכבה ניהולית מצומצמת, והזהות בין אנשי המפתח בחברה לבין בעלי השליטה בחברה.

¹ בנק לאומי מחזיק בבעלות מלאה בחברת לאומי פרטנרס בע"מ אשר משמשת כזרוע ההשקעות של הבנק
² המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידורג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל את יתרת הפרשה הכללית בגין תיק האשראי בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגין הפרשה ספציפית, חובות בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה בגין הפרשה ספציפית וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני ההנהלה שנמסרו למידורג ואינם פומביים.
³ מרווח פיננסי מחושב על ידי מידורג באופן הבא: הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)
⁴ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. מידרוג תמשיך לבחון את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות ותיק האשראי
- שיפור משמעותי במדדי הרווחיות
- שיפור משמעותי בפרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- פגיעה בגמישות הפיננסית בנגישות למקורות המימון ובעליית מינוף מהותית
- שחיקה משמעותית בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגום ברווחיות החברה
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

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

2018	2019	2020	2021	31.03.2021	31.03.2022	
13,923	3,775	15,978	14,197	14,588	1,449	מזומנים ושווי מזומנים
212,849	322,613	260,249	375,130	256,746	408,122	אשראי ללקוחות, נטו
1,422	1,668	2,846	2,865	NA	NA	יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים
180,184	273,411	219,931	310,969	213,537	328,686	חוב פיננסי [1]
230,701	335,663	289,254	418,256	284,140	439,589	סך נכסים במאזן
45,986	55,288	62,800	101,347	64,130	104,462	הון עצמי
21,706	27,290	24,018	23,503	5,275	7,054	הכנסות מימון, נטו
1,299	1,217	1,841	156	(198)	313	הוצאות להפסדי אשראי חזויים
10,687	12,571	9,935	9,793	2,347	3,115	רווח נקי
15,219	17,567	14,689	12,982	2,858	4,443	רווח לפני מס והוצאות בגין הפסדי אשראי
11.0%	9.5%	7.6%	6.7%	7.4%	6.6%	מרווח פיננסי [2]
20%	16%	22%	24%	23%	24%	הון עצמי / סך נכסים
5.1%	4.4%	3.2%	2.8%	3.3%	2.9%	תשואה לסך נכסים ממוצעים (ROA)
7.2%	6.2%	4.7%	3.7%	4.0%	4.1%	רווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי חזויים / נכסים ממוצעים
0.7%	0.5%	1.1%	0.8%	NA	NA	יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים / אשראי ללקוחות ברוטו*
0.7%	0.5%	0.6%	0.0%	NA	NA	הפסדי אשראי חזויים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

[1] חובות לבנקים, הלוואות בעלים ואגרות חוב; החל משנת 2019 - כולל התחייבויות בגין חכירה

[2] 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 וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, בתחום ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה לרגולציה ולמגוון משתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והציבות בענף. רמת התחרות מושפעת הן מהמערכת הבנקאית (כ- 90% מהתחום ממומן ע"י המערכת הבנקאית⁵, בדגש להלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME), והן ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. בנוסף לכך, הענף מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה ונדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. כמו כן, הענף מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה אשר ממותן כאשר מועמדות בטוחות. כמו כן, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן אשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ותק, ניסיון וידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והציבות 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 מעמדה של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה, כי דרישות אלה יובילו לייצוב ולחיצוק 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). חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף בשנת 2019, משפר להערכתנו את האסימטריה במידע ותומך בחיתום מותאם סיכון 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.

שיפור בפרופיל העסקי, הנתמך ע"י כניסת לאומי פרטנרס כבעל מניות, אולם עודנו מוגבל עקב קוטנה של החברה

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בין השנים 2016-2021 (CAGR של כ- 22% בתיק האשראי ברוטו⁶), כך שנכון ליום 31 במרץ 2022, עמד תיק האשראי ברוטו על כ- 411 מיליון ₪. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי המיצוב העסקי של החברה עודנו מוגבל נוכח תיק אשראי קטן יחסית של החברה ביחס למתחרות הגדולות יותר בענף המשליך על פוטנציאל יצור ההכנסות, מתאפיין בחשיפה משמעותית למרווח פיננסי ללא מרכיב הכנסות תפעוליות נוספות מהותי ומודל פעילות ריכוזי הכולל בעיקר ניכיון ממסרים דחויים. בנוסף לשירותי הניכיון, לחברה פעילות נוספת במסגרת הסכם שיתוף פעולה עם חברת מילגם בע"מ אשר הינה חברה מובילה למתן שירותים לרשויות מקומיות העוסק במתן שירותי פקטורינג ומימון חשבונות (רכישת זכות לקבל כספים מחייבים מסחריים) וכן מתן שירותי ניכיון שיקים לספקי שירותים מקומיות או חברות עירוניות, אולם היקף התיק האשראי בגין פעילות זו אינו מהותי ביחס לתיק האשראי של החברה.

במהלך חודש יוני 2021, הודיעה החברה על חתימת הסכם עם לאומי פרטנרס (להלן: "הסכם ההשקעה") על רכישת והקצאה של 20% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. ביום 2 בדצמבר 2021, הושלמה ההתקשרות בהסכם ההשקעה, וזאת לאחר התקיימותם של התנאים המתלים להתקשרות האמורה. כך, נכון למועד דוח זה לאומי פרטנרס מחזיקה 20% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. להערכתנו, לאומי פרטנרס תומכת במיצוב העסקי של החברה, ובפרט במוניטין ובגמישות הפיננסית של החברה ועשויה להמשיך לתמוך בשיפור בתמהיל מקורות המימון של החברה.

⁵ הערכות מידורג על בסיס דו"חות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות והיקף האשראי הניתן למגזר העסקים הקטנים והזעירים בבנקים.
⁶ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

מודל הפעילות של החברה כולל עבודה מול לקוחות קצה ונש"א, כאשר לאחרונים משקל של כ- 38% מתיק האשראי, נכון ליום 31 בדצמבר 2021, שיפור ביחס לחלקם ביום 31 בדצמבר 2020 (51%). 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. נציין כי חל שיפור מסוים בריכוזיות הלקוחות של החברה במהלך שנת 2021 אך זו עדיין גבוהה ביחס לחברות אחרות בענף. כך, נכון לנתוני ה-31 בדצמבר 2021, החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה עומדת על כ- 39% מתיק האשראי וכ- 36% מסך ההכנסות זאת בהשוואה ל- 45% וכ- 40% בממוצע בין השנים 2018-2020, בהתאמה. נציין, כי יכולת השבת ההכנסות של החברה מתבססת בעיקר על המוניטין שצברה החברה, הפועלת בשוק זה שנים ארוכות ונהנית להערכתנו מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם מרבית הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד תודעת שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים. החברה מפעילה כיום ארבעה סניפים כאשר שני סניפים במרכז הארץ, אחד בצפון ואחד בדרום הארץ. הסניפים כאמור מאפשרים לתמוך בפיזור הגיאוגרפי ובשיפור הנגישות של לקוחות החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף ומהשלכות המאקרו כלכליות הצפויות, וביניהן רמת האינפלציה הגבוהה וצפי לעליית הריבית, אשר עשויים להשליך על רמת הביקושים. עם זאת, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי, אולם ממותן ביחס לקצב הצמיחה בשנת 2021.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר, אולם פיזור המושכים הינו נמוך לדירוג

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל שני דירקטורים חיצוניים ושני דירקטורים בלתי תלויים, וכן במנהלת סיכונים ובמבקר פנים. עם זאת, פרופיל הסיכון מושפע מריכוזיות בתיק האשראי, כפי שמשתקף בחלקם של 10 המושכים הגדולים, אשר עמד על כ- 20% ליום 31 בדצמבר 2021 ועל כ- 19% מיתרת תיק האשראי ליום 31 במרץ 2022 (כ- 13.3% בממוצע בין השנים 2018-2021) ועל כ- 75% מההון העצמי לאותו מועד, המשקף עלייה ביחס לשנים עברו (כ- 11% בממוצע בין השנים 2019-2020). כמו כן, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (בדומה לענף), כאשר, נכון ליום 31 במרץ 2022, החברה חשופה בעיקר לענפי הבנייה (כ- 38%) והתשתיות (כ- 18%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי קצר מאוד, בדומה לחברות דומות בענף, וצפוי לאפשר גמישות ניהולית וחיתומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי עלות המימון.

שחיקה ביחסי הרווחיות והמרווח הפיננסי בשנים האחרונות, אולם אלו עדיין סבירים לדירוג

היקף הרווח הנקי בחברה היה יציב יחסית בשנים האחרונות והסתכם בכ- 11 מיליון ₪ בממוצע בין השנים 2018-2021 וזאת על אף צמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות והוזלת עלות מקורות המימון. כמו כן, ישנה שחיקה מתמשכת במרווח הפיננסי מעלייה ברמת התחרות בענף, וכן כתוצאה מהמודל העסקי של החברה הכולל פעילות מול נש"א. כך, שיעור הכנסות המימון לתיק האשראי ברוטו עמד על כ- 9.4% ברבעון הראשון של שנת 2022 ועל כ- 10.1% בשנת 2021 (לעומת כ- 11.2% בשנת 2020 וכ- 13.6% בשנת 2019). עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ- 2.7% ברבעון הראשון של שנת 2022 ועל כ- 3.4% בשנת 2022, ונמצאת במגמת ירידה (לעומת כ- 3.6% בשנת 2020 וכ- 4.1% בשנת 2019). כנגזר, המרווח הפיננסי נשחק ועמד ברבעון הראשון של שנת 2022 על כ- 6.6% ועל כ- 6.7% בשנת 2021 (לעומת כ- 7.6% בשנת 2020 וכ- 9.5% בשנת 2019) והינו נמוך יחסית לקבוצת ההשוואה. כתוצאה מכך, היעילות התפעולית של החברה נשחקה, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הוצאות תפעוליות להכנסות אשר עמד על כ- 42% בשנת 2021 והינו גבוה ביחס לממוצע בשנים האחרונות (ממוצע של כ- 35% לשנים 2018-2020). כנגזר שיעורי הרווחיות, התשואה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה עמדו בשנת 2021 על כ- 2.8% וכ- 3.7%, בהתאמה, וברבעון הראשון של שנת 2022 בגילום שנתי על כ- 2.9% וכ- 4.1%, בהתאמה (לעומת כ- 3.2% וכ- 4.7%, בהתאמה, לשנת 2020).

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2021, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי אשר תקוזז בחלקה משחיקה מסוימת במרווח הפיננסי של החברה. לאור זאת, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 2.3%-2.4% ו- 3.6%-3.9%, בהתאמה.

שיפור באיכות תיק האשראי, הבולטת לחיוב ביחס לדירוג, תומך בהעלאת הדירוג

איכות תיק האשראי בולטת לחיוב ביחס לדירוג והינה תומכת בהעלאת הדירוג. כך, שיעור החובות הבעייתיים לסך תיק האשראי ברוטו עמד על כ- 1.7% ליום 31 במרץ 2022 (כ- 1.8% ליום 31 בדצמבר 2021), והינו במגמת שיפור בשנים האחרונות (כ- 3.4% וכ- 2.5% ליום 31 בדצמבר 2020 ו- 31 בדצמבר 2019, בהתאמה). מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי הנמוך מ- 0.1% בשנת 2021 וכן שיעור יתרת הפרשה לתיק האשראי אשר עמד על כ- 0.6%. כנגזר מכך, יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים עמד על כ- 35% ליום 31 בדצמבר 2021, המשקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון הצפוי בתיק. בנוסף, אנו בוחנים את שיעור החובות האבודים ביחס לתיק האשראי ברוטו, אשר הינו במגמת שיפור ובולט לחיוב לדירוג, כך שעמד בגילום שנתי על כ- 0.3% ברבעון הראשון של שנת 2022 ועל כ- 0.2% בשנת 2021, (לעומת ממוצע של כ- 0.4% בשנים 2018-2020). אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענפי הנדל"ן והתשתיות, העלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים כי הסביבה העסקית התחרותית וצפי להמשך העלאת שיעור הריבית במשך לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, יובילו ללחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור ההוצאות לחומ"ס ביחס לתיק האשראי יעלה בטווח התחזית ויגיע בין 0.6%-0.7%. כמו כן, אנו מניחים עלייה בשיעור החובות האבודים מסך התיק שינועו להערכתנו בטווח שבין 0.3%-0.4% ובשיעור חובות בעייתיים לתיק אשראי ברוטו שינועו בטווח שבין 2.0%-2.5%, אולם יחסים אלו יוותרו בולטים לחיוב ביחס לדירוג.

מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים הבלתי צפויים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ- 23.8%, ליום 31 במרץ 2022 ונתמך על ידי בניית כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים בניכוי חלוקת דיבידנדים של החברה בשנים האחרונות והן כתוצאה מהשלמת העסקה עם לאומי פרטנרס במהלך הרבעון האחרון של שנת 2021 אשר תרמה לגידול כרית ההון בכ- 30 מיליון ₪. נציין כי החברה שומרת על מרחק הולם מאמות המידה הפיננסיות של גורמי המימון. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להיבנות מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים מתונה, לצד צמיחה בפעילות החברה. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 18%-20%. רמת המינוף כמתואר לעיל הינה תומכת בפרופיל הפיננסי של החברה וביכולתה לספוג הפסדים בלתי צפויים.

פרופיל נזילות נמוך לדירוג וגמישות פיננסית סבירה לדירוג; מנגד, מגוון מקורות המימון הולם לדירוג

החברה תלויה במידה מסוימת במערכת הבנקאית לשם מימון פעילותה השוטפת ופעלה בשנים האחרונות לשפר את תנאי האשראי מול הבנקים ולהגדיל את היקף המסגרות. בהתאם לכך, נכון ליום 31 במרץ 2022, לחברה מימון מארבעה בנקים (שתיים חתומות) בסך של כ- 345 מיליון ₪, מתוכן כ- 166 מיליון ש"ח היו מנוצלות וכ- 70 מיליון ₪ מתוכן חתומות ופנויות. בנוסף, החברה גייסה סדרת אג"ח לקראת סוף שנת 2020 בסך של כ- 88 מיליון ₪ כאשר בחודש ינואר 2022 הרחיבה החברה את סדרה זו בסך כ- 92 מיליון ₪. נכון ליום 31 במרץ 2022, יחס יתרות הנזילות (היחס מביא בחשבון מזומנים ושווי מזומנים ומסגרות חתומות ופנויות בלבד) ביחס לתשלומי החוב (קרן) ב-12 חודשים הקרובים עמד על כ- 89% והינו נמוך ביחס לדירוג. נציין כי, תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר כאמור (כ- 64% ממנו נפרע תוך 90 יום), התומך בגמישות הפיננסית וביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד עליית עלות המימון מהמערכת הבנקאית במידה ותתרחש, ועשוי לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם תוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. אנו סבורים, כי לחברה מרווח הולם ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף ולהיקף ההון אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה לאורך המחזור. עם זאת, מידורג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף על ידי בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את המימון מהמערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. נכון ליום 31 במרץ 2022, יחס זה עמד על כ- 49% והינו סביר ביחס לדירוג.

שיקולים נוספים

תלות מהותית באנשי מפתח

למרות פעולות שנקטה החברה בשנים האחרונות, אנו סבורים כי לחברה עדיין תלות במספר מצומצם 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.

תמיכת בעלים מהווה גורם תומך בפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית של החברה

אנו מניחים נכונות לתמיכה מסוימת של בנק לאומי, אשר הינו בעל מניות בחברה בשרשור ומחזיק באופן עקיף נכון למועד הדוח שיעור של 20% מההון המונפק של החברה. בנוסף, אנו מעריכים נכונות לתמיכה מסוימת של בעלי השליטה, כפי שמשתקף בהיסטוריה תמיכה מוכחת של בעלי השליטה בחברה לאורך השנים. תמיכה זו התבטאה באמצעות העמדת אשראי בדרך של הלוואות בעלים הנושאת ריבית וערבות בעלים מול המממנים הבנקאיים.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. לחברה קיימת מנהלת סיכונים המשמשת גם כקצינת ציות בחברה. במסגרת תפקידה, פועלת לניטור ולבקרת סיכונים אשראי ורגולציה. בנוסף, לחברה קיימת ועדת אשראי אשר בראשה עומד ד"ר צ. ועדת האשראי מונה ארבעה חברים מתוכם שני דירקטורים חיצוניים. הוועדה מתכנסת על פי דרישה באם הובא לידיעת ההנהלה מידע המצריך את כינוסה. הוועדה סוקרת את תיק האשראי, לקוחות ומושכים וכן דנה בהתקשרויות ועסקאות חדשות המובאות לפתחה בהתאם לצורך. יתר על כן, הוועדה מבצעת בקרה תקופתית ומקיפה של תיק האשראי בו מתבצע ניתוח של התיק אל מול תקופות עבר ואל מול מדיניות האשראי שקבעה החברה ואמות המידה הפיננסיות שהחברה התחייבה בהן. כמו כן, לחברה קיים מבקר פנים, הכפוף ליו"ר ועדת הביקורת של החברה.

לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. עם זאת, מידרוג מניחה חשיפה בינונית של החברה לסיכונים ממשל תאגידי כאשר סיכון של תלות מהותית באנשי מפתח גולם כאמור בשיקולים הנוספים כמצוין לעיל.

מטריצת הדירוג:

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2022			
קטגוריה	פרמטר	תת פרמטר	מדידה [1]	ניקוד	מדידה
פרופיל עסקי	ענף פעילות	סיכון ענפי	-	Baa.il	-
	פרופיל עסקי	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	-	Ba.il	-
	פרופיל סיכון	ריכוזיות תיק האשראי	-	B.il	-
		ניהול סיכונים	-	Baa.il	-
פרופיל פיננסי	רווחיות	רווח נקי לממוצע נכסים	2.9%	A.il	2.4%-2.3%
		רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים	4.1%	A.il	3.9%-3.6%
	איכות נכסים	חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו	1.7%	Aa.il	2.5%-2.0%
		חובות אבודים לסך תיק אשראי ברוטו	0.3%	Aa.il	0.4%-0.3%
	הלימות ההון	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	23.8%	Aa.il	20%-18%
	מימון ונזילות	יחס כיסוי הנזילות	~89%	Baa.il	~89%
		נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	~49%	Baa.il	~49%
		מגוון מקורות מימון	5	A.il	6
	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	-	Baa.il	-
	דירוג נגזר				
דירוג בפועל					A3.il

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

אודות החברה

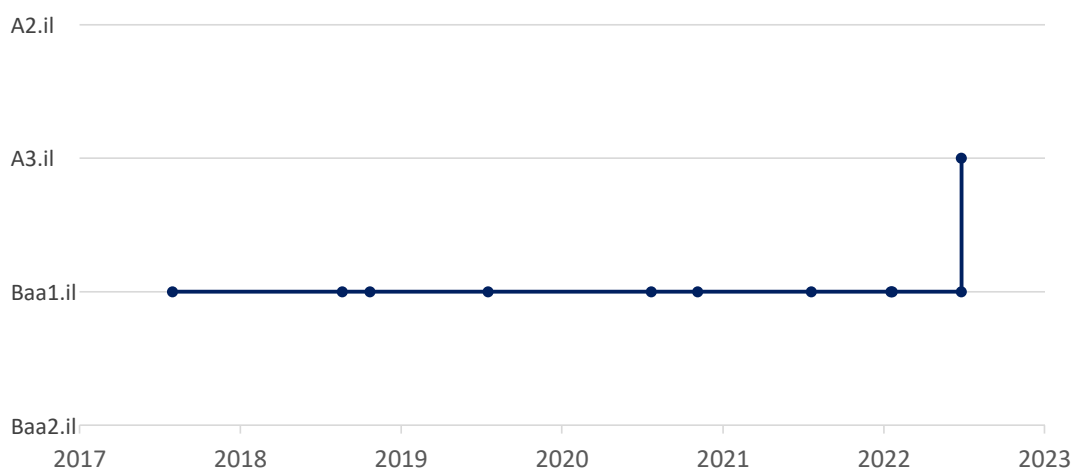
אורשי ג.ש. בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה ביום 24 במאי 2004, והחלה את פעילותה העסקית במתן שירותי ניכיון ממסרים דחויים ללקוחות מסחריים ו/או עוסקים מורשים החל משנת 2011. בעלי השליטה בחברה הינם מר שי לביא, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ- 49.6% מהון המניות של החברה, ומר גלעד אלגור, מנכ"ל ודירקטור בחברה, המחזיק בכ- 30.4% בחברה. החל מיום 2 בדצמבר 2021, לאומי פרטנרס מחזיקה בכ- 20% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה בהתאם להסכם רכישת והקצאת מניות (להלן: "הסכם ההשקעה") מיום 29 ביוני 2021. בהתאם להסכם, נחתם בין בעלי השליטה לבנק לאומי ולחברה כתב אופציה במסגרתו העניקו בעלי השליטה לבנק לאומי אופציה לרכישת חלק מיתרת החזקותיהם בחברה, המהוות 55% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה (לאחר השלמת העסקה על פי ההסכם). האופציה ניתנת למימוש במשך תקופה של 45 ימים שתחילתם החל מתום 3 שנים ממועד ההשלמה. לבנק לאומי ניתנה הזכות להאריך את תקופת המימוש ב- 18 חודשים, כך שתעמוד על 54 חודשים, וזאת כנגד תשלום במזומן בסך של 18 מיליון ₪ לבעלי השליטה. עוד יצוין כי החל ממועד השלמת ההסכם ביום 2 בדצמבר, נכנס לתוקפו כתב האופציה לבנק לאומי כמפורט לעיל.

לחברה ארבעה סניפי מכירה ברחבי הארץ, כאשר הסניף הראשי נמצא בבני ברק. החברה מעסיקה כ- 15 עובדים נכון לסוף שנת 2021. לחברה החזקה ב- 50% מהון המניות המונפק ומזכויות ההצבעה בחברת אורשי פקטורינג בע"מ, אשר פעילותה בה הינה במסגרת מיזם משותף של החברה עם מילגם בע"מ למתן שירותים לרשויות מקומיות העוסק במתן פתרונות אשראי לגורמים שהינם

ספקי שירותים ומוצרים לרשויות מקומיות או חברות עירוניות. ב-1 לאפריל 2020, דיווחה החברה על קבלת אישור המפקח על השירותים הפיננסיים, להארכת רישיון מורחב למתן אשראי ולמתן שירות בנקסי 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.

ביוני 2021, התקשרה החברה בהסכם אשר הושלם במועד האמור עם חברת BlueVine, חברה פרטית המאוגדת בארה"ב, אשר מתמחה במתן אשראי עסקי אוטומטי ודיגיטלי ושירותים פיננסיים נוספים, ועם הפניקס להקמת מיזם משותף אשר יעסוק במתן אשראי אוטומטי ודיגיטלי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל באמצעות חברת המיזם. בהתאם להסכם, הוקצו לחברה 27.5% מהון המניות המונפק והנפרע של חברת המיזם ומזכויות ההצבעה בו, בדילול מלא. בתמורת להקצאת המניות כאמור, שילמה החברה כ-3.25 מיליון דולר ארה"ב. בחודש אוגוסט 2021, הקימה החברה את אורשי רכבים בע"מ (להלן: "אורשי רכבים"), אשר הוחזקה במועד האמור בהחזקה מלאה על ידי החברה ותעסוק במתן פתרונות אשראי ושירותים פיננסיים בעולם הרכבים לרבות באמצעות החזקה במיזמים משותפים בתחום זה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אורשי ג.ש. בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות מימון - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2021](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

30.06.2022	תאריך דוח הדירוג:
20.01.2022	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 גבוה 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 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 וככאלה 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 ויהיה 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 בוזזת 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>