

אורשי ג.ש. בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח
אנליסט - מעריך דירוג ראשי
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	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

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

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
05.01.2024	יציב	Baa1.il	1170372	ג

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה וכן פרופיל עסקי אשר עודנו נמוך, זאת נוכח גודלה היחסי של החברה וריכוזיות המודל העסקי בשל פעילות מהותית מול נותני שירות אשראי ("נש"א"), המשליך גם על ריכוזיות ההכנסות. אנו סבורים, כי השלמת עסקת ההשקעה של לאומי פרטנרס בע"מ (להלן: "לאומי פרטנרס"), כפי שתפורט להלן, כך שתחזיק כ-20% מהון המניות של החברה¹, תשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי והמוניטין של החברה. פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב ממח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים רחב יחסית, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה ריכוזית לענף הבנייה והתשתיות (בדומה למרבית החברות האחרות בענף), תלות באנשי מפתח ואיכות נכסים סבירה לדירוג. רווחיות החברה הולמת לדירוג, והושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, מאיכות הנכסים ומהוזלת עלות מקורות המימון, אשר תמכו בבנייה מתמשכת של ההון העצמי אשר מהווה כרית ספיגת הפסדים בלתי צפויים. יחס המינוף המאזני של החברה טוב ביחס לדירוג ובפער רחב מהקובנטים (כולל הלוואות בעלים). פרופיל הנזילות השתפר ובולט לחיוב לדירוג כתוצאה מגידול בהיקף מסגרות האשראי, כאשר חל גידול בהיקף המסגרות הבנקאיות החתומות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. 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 2021-2022, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי, אולם ממותן ביחס לשנים קודמות לאור טיוב הלקוחות בתיק האשראי שנערך בשנת 2020. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים עלייה בשיעורי הכשל לצד גידול בשיעור הוצאות להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי ביחס לרבעון הראשון של שנת 2021. תחת הנחות אלו, אנו מניחים שיעור חובות בעייתיים² לתיק אשראי של כ-6% ושיעור חובות בעייתיים לכרית הספיגה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי) של כ-21%. לאור האמור לעיל, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2020, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי, אשר תקוזז בחלקה משחיקה מסוימת במרווח הפיננסי³ של החברה. בתרחיש זה, התשובה על הנכסים (ROA) ותשובת הליבה⁴ ינועו בטווח שבין 2.8%-3.1% ו-3.9%-4.6%, בהתאמה. אנו צופים כי הכרית ההונית תוסיף להיבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים, לצד צמיחה בפעילות החברה. כמו כן, השלמת העסקה עם לאומי פרטנרס צפויה להגדיל את הונה של החברה בכ-30 מיליון ₪. כל אלו, צפויים להמשיך לחזק את כרית ספיגת ההפסדים, ותומכים בפרופיל הסיכון ובגמישות הפיננסית של החברה גם בתקופת המשבר הנוכחי. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 23%-27%. כמו כן, לחברה מרווח בולט לטובה ביחס לאמות המידה הפיננסיות ובפרט ביחס לקובנט המאזני (כולל הלוואות בעלים). עם זאת, ככל ויתמשך המשבר, עלולה לחול התדרדרות באיכות הנכסים, כפי שמשקף במדדי הסיכון בתיק האשראי.

¹ השלמת העסקה כפופה ותתרחש בסמוך לאחר התקיימותם של תנאים מתלים שונים, לרבות, בין היתר, קבלת אישור הממונה על התחרות וקבלת אישורים רגולטוריים ואישורים צדדים שלישיים הנדרשים בקשר לעסקה, בתוך 90 ימים (עם אפשרות הארכה ב-30 ימים נוספים)

² המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידורג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של החברה. סכום החובות הבעייתיים כולל אשראי לקוחות בגינו נעשתה הפרשה בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ובתוספת אשראי בפיגור מעל 30 יום אשר לא נעשתה בגינו הפרשה 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 ועלויות ההכנסות לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה)

⁴ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

סיכון איש מפתח היווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג, נוכח שכבה ניהולית מצומצמת, והזהות בין אנשי המפתח בחברה לבין בעלי השליטה בחברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידורג. מידורג תמשיך לבחון את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק האשראי. נציין כי בשלב זה עדיין קיימת אי ודאות בנוגע להתאוששות המשק בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, ובכך על ההשלכות האפשריות על הסביבה הכלכלית, ענף המימון החוץ בנקאי והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות
- שיפור באיכות הנכסים
- שיפור משמעותי במדדי הרווחיות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה בפרופיל הפיננסי ובנגישות למקורות מימון
- שחיקה בכרית ספיגת ההפסדים ההונית ו/או עליית מינוף מהותית
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

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

2017	2018	2019	2020	31.03.2020	31.03.2021	
17,670	13,923	3,775	15,978	29,253	14,588	מזומנים ושוי מזומנים
162,195	212,849	322,613	260,249	294,683	256,746	אשראי ללקוחות, נטו
867	1,422	1,668	2,846	NA	NA	יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים
150,055	180,184	272,536	219,748	269,045	213,428	חוב פיננסי [1]
191,198	230,701	335,663	289,254	333,870	284,140	סך נכסים במאזן
36,921	45,986	55,288	62,800	56,696	64,130	הון עצמי

15,533	21,706	27,290	24,018	6,904	5,275	הכנסות מימון, נטו
1,149	1,299	1,217	1,841	540	(198)	הוצאות להפסדי אשראי חזויים
7,114	10,687	12,571	9,935	2,827	2,347	רווח נקי
10,502	15,219	17,567	14,689	4,172	2,858	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי חזויים

9.7%	11.0%	9.5%	7.6%	8.4%	7.4%	מרווח פיננסי [2]
19%	20%	16%	22%	17%	23%	הון עצמי / סך נכסים
4.0%	5.1%	4.4%	3.2%	3.4%	3.3%	תשואה לסך נכסים ממוצעים (ROA)
5.9%	7.2%	6.2%	4.7%	5.0%	4.0%	רווח לפני מס והפרשה להפסדי אשראי חזויים / נכסים ממוצעים
0.5%	0.7%	0.5%	1.1%	NA	NA	יתרת הפרשה להפסדי אשראי חזויים / אשראי ללקוחות ברוטו*
0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	(0.3%)	הפסדי אשראי חזויים / ממוצע אשראי ללקוחות ברוטו*

[1] חובות לבנקים, הלוואות בעלים ואגרות חוב

[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 ניכר ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט ל-SME. מגזר ה-SME ממומן בעיקרו (כ-95%) ע"י המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים, בעלי ותק וניסיון בתחום. 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. התפרצות נגיף קורונה, הניסיונות למגרור והמשבר הכלכלי שנלווה לכך משליכים על עליית הסיכון העסקי בענף המימון החוץ בנקאי, נוכח פגיעה במחזוריות העסקית הן בצד הביקוש למוצרים ושירותים והן בצד ההיצע. הדבר ניכר לאור עלייה בשיעור השיקים החוזרים בשיא תקופת המשבר, ונוכח עלייה במספר אירועי חדלות פירעון. מנגד, הענף מאופיין בפיזור רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים כרית הון עצמי ונגישות למקורות מימון בהיקפים משמעותיים וכן אישורים רגולטורים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית. שינויים רגולטוריים עלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. בשנים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי, הכוללת משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, המפוקח על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון. הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה יובילו לייצוב 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, צפוי להקטין אסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהגופים בענף. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש מקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים, מגביר את שכיחות הכשלים ופוגע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי, בייחוד לאור הצפי לעלייה בשכיחות אירועי חדלות הפירעון כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה, אשר תגרום לפגיעה באיתנות הפיננסית והנזילות של לקוחות הענף ושל המושכים.

פרופיל עסקי נמוך יחסית ומוגבל בקוטנה של החברה וריכוזיות בתמהיל ההכנסות

היקף הפעילות של החברה צמח בקצב מהיר בין השנים 2016-2019 (CAGR של כ-19% בתיק האשראי ברוטו⁵), כך שנכון ליום 31 בדצמבר 2019, עמד תיק האשראי ברוטו על כ-324 מיליון ₪. המשבר הכלכלי במשק על רקע התפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגרור, וטיוב תיק הלקוחות של החברה במהלך שנת 2020 בשל עליית סיכון האשראי של הלקוחות, הובילו לקיטון בשיעור של כ-19% בתיק האשראי ברוטו, נכון ליום 31 בדצמבר 2020, ביחס ליום 31 בדצמבר 2019, כך שעמד על כ-263 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2020. קיטון זה ביחס לתיק האשראי ליום 31 דצמבר 2019 נמשך גם במהלך הרבעון הראשון של שנת 2021, כך שנכון ליום 31 במרץ 2021, תיק האשראי ברוטו ללא שינוי מהותי ביחס ליום 31 בדצמבר 2020. במהלך חודש יוני 2021, הודיעה החברה על חתימת הסכם עם לאומי פרטנרס על רכישת והקצאה של 20% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. להערכתנו, השלמת עסקה זו (העסקה כפופה להתקיימותם של מתנאים מתלים שונים)⁶ תתמוך במיצובה העסקי של החברה, ובפרט במוניטין ובגמישות הפיננסית של החברה ועשויה להמשיך לתמוך בשיפור בתמהיל מקורות המימון של החברה. 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

⁵ תיק אשראי נטו (לזמן קצר וארוך) בתוספת יתרת הפרשה להפסדי אשראי

⁶ פרטים נוספים אודות העסקה מופיעים בדוח שפורסם על ידי החברה ביום 29 ביוני 2021

תפעוליות נוספות מהותי ומודל פעילות ריכוזי הכולל בעיקר ניכיון צ'קים מסחריים. מודל הפעילות של החברה כולל עבודה מול לקוחות קצה ונש"א, כאשר לאחרונים משקל משמעותי של כ- 51% מתיק האשראי, נכון ליום 31 בדצמבר 2020, גבוה ביחס לחלקם ביום 31 בדצמבר 2019 (43%). אנו סבורים כי עבודה מול נש"א מאפשרת לחברה המשך גידול של תיק האשראי לצד פיזור גיאוגרפי רחב, אך גם מהווה מוקד סיכון לפרופיל העסקי בשל תלות מהותית בלקוחות, העלולה לפגום ביכולת השבת ההכנסות של החברה, גם לאור הפגיעות הגבוהה יחסית של נש"א להאטה בפעילות העסקית. החשיפה ל-10 הלקוחות הגדולים של החברה עומדת על כ- 44% מתיק האשראי וכ- 39% מסך ההכנסות, נכון לנתוני ה-31 לדצמבר 2020 (כ- 44% וכ- 41% בממוצע בין השנים 2017-2019). יכולת השבת ההכנסות של החברה מתבססת בעיקר על המוניטין שצברו מנהליה הבכירים, הפועלים בשוק זה שנים ארוכות ונהנים להערכתנו מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד איכות שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים. לחברה פעילות נוספת במסגרת הסכם שיתוף פעולה עם חברה מובילה למתן שירותים מקומיות העוסק בפקטורינג ומימון חשבוניות (רכישת זכות לקבל כספים מחייבים מסחריים) וכן מתן שירותי ניכיון שיקים לספקי שירותים לרשויות מקומיות או חברות עירוניות, אולם היקף תיק האשראי בגין פעילות זו אינו מהותי מסך תיק האשראי של החברה.

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

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה של התיק צפוי להיות חיובי, אולם ממותן ביחס לשנים קודמות לאור טיוב הלקוחות בתיק האשראי בשנת 2020, אשר חשופים באופן ממותן להשלכות המשבר הכלכלי הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה והתחרות הגוברת בענף.

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

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל גם שני דירקטורים חיצוניים ושני דירקטורים בלתי תלויים. פרופיל הסיכון נתמך בתיק אשראי מפורז יחסית, המשתקף בפיזור מושכים טוב יחסית, אך במגמת עלייה, כך שחלקם של 10 המושכים הגדולים עמד על כ- 15% מיתרת תיק האשראי ליום 31 במרץ 2021 (כ- 11% ליום 31 בדצמבר 2019) ועל כ- 60% מההון העצמי לאותו מועד. תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (בדומה לענף), כאשר, נכון ליום 31 במרץ 2021, החברה חשופה בעיקר לענפי הבנייה (כ- 35%) והתשתיות (כ- 21%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. מח"מ תיק האשראי קצר מאוד, בדומה לחברות דומות בענף, וצפוי לאפשר גמישות ניהולית וחינומית, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית, אשר תתבטא ביכולת התאמת הריבית של החברה כנגד השינוי בסיכון הלקוחות ושינוי עלות המימון.

איכות הנכסים סבירה לדירוג

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון סבירה לדירוג, אולם בשנת 2020 חלה הרעה באיכות הנכסים על רקע המשבר הכלכלי, כפי שמשתקף בשיעור החובות הבעייתיים לסך התיק ברוטו ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) אשר עמדו על כ- 6% וכ- 23% ליום 31 במרץ 2021, בהתאמה. מאפייני תיק האשראי גוזרים שיעור הוצאה להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי מתון יחסית של כ- 0.6% בשנת 2020, וכן נכון לרבעון הראשון של שנת 2021, יחס זה בגילום שנתי עמד על הכנסה של כ- 0.3%. נכון ליום 31 במרץ 2021, יתרת ההפרשה לתיק האשראי עמדה על כ- 1% וכנגזר מכך, יחס כיסוי יתרת הפרשה כנגד חובות בעייתיים אינו בולט לטובה, ועומד על כ- 16% לאותו יום, המשתקף כרית הפרשה נמוכה ביחס לסיכון הצפוי בתיק. אנו סבורים כי מוקד סיכון נוסף בתיק האשראי, נובע מריכוזיות גבוהה הבינוי והתשתיות, העלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי נוכח המאפיינים ההומוגניים של ענפים אלו. כנגזר מכך, אנו צופים עלייה בשיעורי הכשל (כ- 0.2% בשנת 2020 וכ- 0.1%, בגילום שנתי, לרבעון הראשון של שנת 2021). בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו מעריכים כי יתרת ההפרשה ביחס לתיק האשראי תיותר על כנה, לאור הנחה של גידול בשיעור חובות אבודים לתיק אשראי לצד גידול בשיעור הוצאות להפסדי אשראי חזויים מתיק אשראי, ביחס לרבעון הראשון של שנת 2021. תחת הנחות אלו, אנו מניחים כי שיעור החובות הבעייתיים לסך התיק ברוטו ולסך כריות הספיגה של החברה (הון עצמי ויתרת הפרשה להפסדי אשראי צפויים) יעמדו על כ- 6% וכ- 21%, בהתאמה. יש לציין כי

הערכותינו לגבי התאוששות המשק בשנות התחזית נתונה באי וודאות מסוימת לאור מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי ויכולת היציאה ממנו.

שחיקה ביחסי הרווחיות והמרווח הפיננסי בשנים האחרונות, אולם עדיין הולמים ביחס לדירוג

היקף הרווח הנקי בחברה הושפע לחיוב מצמיחת תיק האשראי בשנים האחרונות, מאיכות נכסים סבירה והוזלת עלות מקורות המימון. עם זאת, בעקבות טיוב תיק האשראי במהלך שנת 2020, חלה ירידה בהיקף הרווח הנקי בשיעור של 21% לעומת שנת 2019. 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-11.5% ברבעון הראשון של שנת 2021 ועל כ-11.2% בשנת 2020 (לעומת כ-13.6% בשנת 2019 וכ-15.2% בשנת 2018). עלות מקורות המימון של החברה לחוב הפיננסי עמדה על כ-3.6% בשנת 2020 (כ-4.1% ברבעון הראשון של שנת 2021), ונמצאת במגמת ירידה (לעומת כ-4.3% בשנת 2019 וכ-3.6% בשנת 2018). לפי כך, המרווח הפיננסי נשחק ועמד ברבעון הראשון של שנת 2021 על כ-7.4% ועל כ-7.6% בשנת 2020 לעומת ממוצע של כ-10.0% בין השנים 2017-2019, נמוך יחסית לקבוצת ההשוואה. כתוצאה מכך, היעילות התפעולית של החברה נשחקה, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הוצאות תפעוליות להכנסות אשר עמד על כ-39% בשנת 2020, אשר גבוה ביחס לממוצע בשנים האחרונות (ממוצע של כ-33% לשנים 2017-2019). כנגזר שיעורי הרווחיות, התשובה על נכסים ממוצעים (ROA) ותשואת הליבה עמדו בשנת 2020 על כ-3.2% וכ-4.7%, בהתאמה, וברבעון הראשון של שנת 2021 בגילום שנתי על כ-3.3% וכ-4.0%, בהתאמה (לעומת כ-4.4% וכ-6.2%, בהתאמה, לשנת 2019).

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים שיפור בהכנסות מימון נטו של החברה ביחס לשנת 2020, נוכח הגידול הצפוי בתיק האשראי אשר תקוזז בחלקה משחיקה מסוימת במרווח הפיננסי של החברה. להערכתנו, המרווח הפיננסי יושפע הן מירידה מתונה בריבית ללקוחות החברה, נוכח רמת התחרות בענף, והן מהוזלת מקורות המימון של החברה. התשובה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 3.1%-2.8% ו-4.6%-3.9%, בהתאמה.

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

החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ-22.6%, ליום ה-31 במרץ 2021 ונתמך על ידי בניית כרית ההון הן כתוצאה מרווחים שוטפים בניכוי חלוקת דיבידנדים של החברה בשנים האחרונות. בנוסף, לחברה הלוואות בעלים מהווה כ-10% מסך הנכסים ל-31 במרס 2021, אשר מהווה שכבת ספיגה נוספת ביחס לחובות בכירים יותר ותומכת גם כן באיתנות הפיננסית של החברה, אולם אינה מסווגת כהון עצמי בהתאם להגדרות מידורג⁷. אנו צופים, כי הכרית ההונית תוסיף להיבנות מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים, לצד צמיחה בפעילות החברה. כמו כן, השלמת העסקה עם לאומי פרטנרס כאמור צפויה להגדיל את הונה של החברה בכ-30 מיליון ₪. כל אלו, צפויים להמשיך לחזק את כרית ספיגת ההפסדים, ותומכים בפרופיל הסיכון ובגמישות הפיננסית של החברה גם בתקופת המשבר הנוכחי. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני יעמוד בטווח שבין 27%-23%. כמו כן, לחברה מרווח בולט לטובה ביחס לאמות המידה הפיננסיות ובפרט ביחס לקובנט המאזני (כולל הלוואות בעלים). רמת המינוף כמתואר לעיל הינה תומכת בפרופיל הפיננסי של החברה וביכולתה לספוג הפסדים בלתי צפויים.

שיפור בפרופיל הנזילות, כאשר נזילות החברה בולטת לחיוב

החברה תלויה במידה רבה 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 2021, לחברה מימון מארבעה בנקים (שתיים חתומות), אשר היקפן המנוצל הכולל עמד על כ-87 מיליון ₪. בנוסף, החברה גייסה לקראת סוף שנת 2020, סדרת אג"ח בסך של כ-88 מיליון ₪.

⁷ דירוג חובות נחותים, חובות היברדיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019

לאותו יום, יחס היתרות הנזילות⁸ של החברה ביחס לתשלומי החוב (קרן) בשנתיים הקרובות עומד על כ- 100% והינו בולט לחיוב ביחס לדירוג. נציין כי, תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר כאמור (כ- 71% ממנו נפרע תוך 90 יום, נכון ליום 31 במרץ 2021), 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 טוב ביחס לאמות המידה הפיננסיות הקשורות לרמת המינוף (כולל הלוואות בעלים) ולהיקף ההון אשר צפוי לתמוך בגמישות הפיננסית של החברה לאורך המשבר. כמו כן, בחודש יוני 2021, דיווחה החברה על הגדלת היקף המסגרות החתומות מבנקים מממנים בסך של כ- 75 מיליון ₪. גידול זה, להערכתנו, צפוי לתמוך ביכולת הצמיחה ובפרופיל הנזילות של החברה.

שיקולים נוספים

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.

אודות החברה

אורשי ג.ש. בע"מ הינה חברה פרטית אשר התאגדה ביום 24 במאי 2004, והחלה את פעילותה העסקית במתן שירותי ניכיון ממסרים דחויים ללקוחות מסחריים ו/או עוסקים מורשים החל משנת 2011. בעלי השליטה בחברה הינם מר שי לביא, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ- 62% מהון המניות של החברה, ומר גלעד אלגור, מנכ"ל ודירקטור בחברה, המחזיק ב- 38% בחברה. לחברה שלושה סניפי מכירה ברחבי הארץ, כאשר הסניף הראשי נמצא בתל אביב. החברה מעסיקה כ- 12 עובדים נכון לסוף שנת 2020. 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.

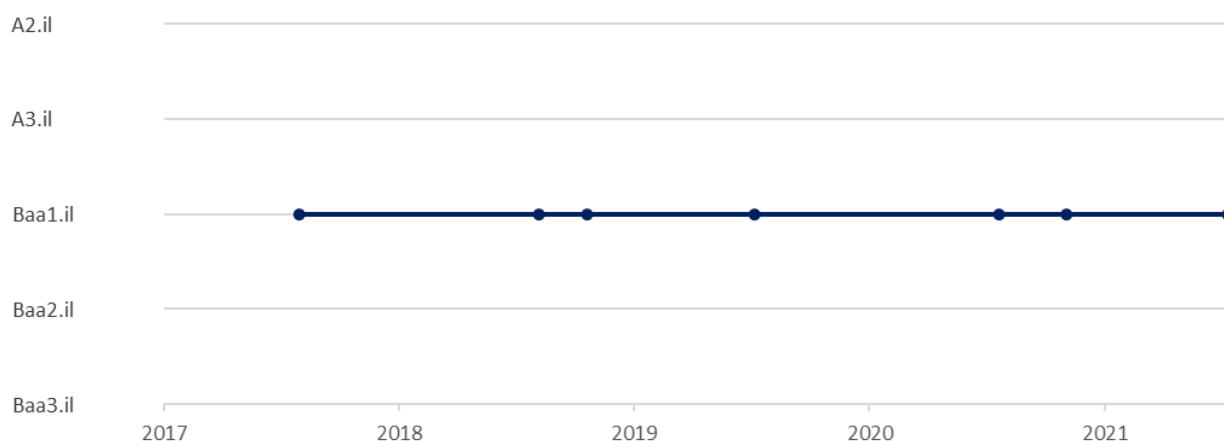
ביום 23 ביוני 2021, התקשרה החברה בהסכם אשר הושלם במועד האמור עם חברה פרטית המאוגדת בארה"ב, אשר מתמחה במתן אשראי עסקי אוטומטי ודיגיטלי ושירותים פיננסיים נוספים, ועם גוף מוסדי להקמת מיזם משותף אשר יעסוק במתן אשראי אוטומטי ודיגיטלי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל באמצעות חברת המיזם. בהתאם להסכם, הוקצו לחברה 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.

ביום 29 ביוני 2021, הודיעה החברה על התקשרות בהסכם עם לאומי פרטנרס לרכישת והקצאה של 20% בחברה. בהתאם להוראות ההסכם, בעלי השליטה בחברה ימכרו ללאומי פרטנרס מניות רגילות של החברה, אשר תהווה במועד השלמה כ- 5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, בתמורה לסך כולל של כ- 10 מיליון ₪. בנוסף לאמור, החברה תקצה ללאומי פרטנרס מניות רגילות של החברה, אשר תהווה כ- 15% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה במועד השלמה, בתמורה לסך של כ- 30 מיליון ₪ שיושקעו בהונה של החברה. מיד עם השלמת העסקה יחזיקו שי לביא, גלעד אלגור ולאומי פרטנרס, כ- 49.63%, כ- 30.37%, וכ- 20%, בהתאמה, מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. השלמת העסקה כפופה ותתרחש בסמוך לאחר התקיימותם של תנאים מתלים שונים, לרבות, בין היתר, קבלת אישור הממונה על התחרות וקבלת אישורים רגולטוריים ואישורי צדדים שלישיים הנדרשים בקשר לעסקה בתוך 90 ימים (עם אפשרות הארכה ב-30 ימים נוספים). בד בבד עם חתימת ההסכם, 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

⁸ יתרות הנזילות כוללות מזומן ומסגרות אשראי חתומות ופנויות

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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אורשי ג.ש. בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
04.11.2020	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 וליסכנוי 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 וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

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

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

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים 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>