

# Encore Opportunities LTD

דירוג ראשוני ו דצמבר 2021

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן - מעריכת דירוג משנית  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## Encore Opportunities LTD

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג קובעת דירוג Baa1.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק Encore Opportunities LTD (להלן: "החברה" או "אנקור") בסך של עד כ-150 מיליון ש"ח ערך נקוב (כ-50 מיליון דולר). תמורת הגיוס תשמש את החברה לפעילות השוטפת ולהשקעות ורכישות.

### אודות החברה

Encore Opportunities Ltd התאגדה ביום 6 באפריל, 2021, בהתאם להוראות חוק Act Companies Business BVI, באיי הבתולה הבריטיים, כחברה פרטית המוגבלת במניות. מאז מועד התאגדותה ועד למועד פרסום התסקיף, לחברה לא הייתה כל פעילות. החברה נוסדה, בין השאר, לצורך גיוס חוב באמצעות הנפקת אגרות חוב ורישומן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.

החברה מוחזקת על ידי שתי חברות, P4D Intermediate Holdco, LLC (או "P4D") ו-Surepoint Intermediate Holdco, LLC (או "SEC"), שכל אחת מהן מחזיקה ב-50% מהונה המונפק והנפרע של החברה. כמו כן תאגיד Encore Enterprises Inc. (או "קבוצת אנקור") שהתאגד בטקסס, ארה"ב, מחזיקה ב-100% ממניות כל אחת מבעלות המניות בחברה. Encore Enterprises נשלטת על ידי ד"ר בהרט סנגאני ואשתו, הגב' סמיטה סנגאני (המחזיקים ב-90% מהון מניות התאגיד). פעילותה של קבוצת אנקור (חברת האם) כוללת החזקה וניהול של נכסי נדל"ן ומלונאות, תפעול וזכיינות של רשתות הסעדה וכן פעילות בתחומים רפואיים, והיא מעמידה את שירותי הניהול לפעילות Encore Opportunities LTD על שתי זרועותיה. כמו כן, חברת הנדל"ן שבבעלות הקבוצה הינה חברה מדווחת בישראל משנת 2017. החברה פועלת בשני מגזרי פעילות:

- מגזר רפואת השיניים באמצעות חברת P4D המפעילה נכון למועד דוח זה 25 מרפאות שיניים ב-7 מדינות בארה"ב; כמו כן, החברה נמצאת בשלבי רכישה של 6 מרפאות נוספות.
- מגזר הרפואה הדחופה (Emergency Room או "ER") באמצעות חברת Surepoint המפעילה נכון למועד דוח זה 14 מרכזי רפואת חירום, 2 מרפאות משפחה ומוקד טיפול יום אחד בטקסס, ארה"ב; כמו כן, החברה נמצאת בשלבי רכישה של 6 מרפאות נוספות.

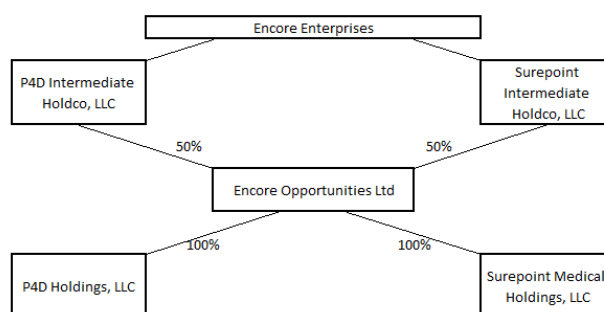
מנוע הצמיחה העיקרי בענף טיפולי הרפואה (Healthcare) באופן כללי ולחברה בפרט הינו מיזוגים ורכישות תוך ניצול ויצירת יתרון לגודל.

בתחום רפואת השיניים החברה רוכשת את פעילותן של מרפאות שיניים פרטיות ברחבי ארה"ב במטרה ליצור יתרון לגודל בצד הרכש והתפעול ולהגדיל את נפח הלקוחות. הרכישות בתחום רפואת השיניים מבוצעות בשיתוף פעולה ובמודל שותפות עם הרופאים המובילים בכל מרפאה, מודל המייצר זהות אינטרסים ומאפשר לרופאים להתמקד בצד הרפואי בעוד שהחברה לוקחת אחריות מלאה על כל הצד הלוגיסטי לרבות גביה, רכש, שיווק זימון תורים ועוד.

בתחום המרפאות לרפואה דחופה, החברה רוכשת מרפאות בעלות ביצועים תפעוליים ירודים הממוקמות באיזורים אטרקטיביים, ובאמצעות שימוש בניסיון הרב של הקבוצה, היתרון לגודל שלה והמומחיות בעולם ניהול המרפאות, מייעלת את המרכזים הרפואיים הנרכשים ומביאה אותם לרווחיות.

כמקובל בארה"ב, פעילות החברה במגזרי הרפואה הדחופה ורפואת השיניים נסמכת על 2 ישויות משפטיות נפרדות עבור כל מרפאה המוחזקות על ידי SUREPOINT הכוללות PLLC אשר אחראית על הצד הרפואי גרידא ו- LLC אשר אחראית על שאר צרכי המרפאה (החל מתפעול וכלה בניהול, שיווק פרסום וכו'). הפרדה זו הינה חלק מהרגולציה הנדרשת לפעילויות בתחומים אלו בארה"ב.

### בעלות ותרשים אחזקות ENCOR OPPORTUNITIES LTD



### שיקולים עיקריים לדירוג

מידרוג מעריכה את ענף שירותי הרפואה בארה"ב כבעל סיכון עסקי בינוני והוא מושפע לחיוב מיציבות ביקושים ומפוטנציאל הצמיחה בתת-הנישות בהן פועלת החברה, גורם שהשפיע לחיוב על הדירוג. לצד זאת, הענף הינו תחרותי מאוד וחשוף לרפורמות ממשלתיות ולרגולציות הנגזרות מכך. פיזור החברה הן בתחום הרפואה והן בתחום הפעילות הדנטלית הינו מרוכז באופן יחסי אך, להערכת מידרוג, הסיכון מתמתן באי-חשיפה ללקוחות מהותיים. החברה צמחה במידה ניכרת לאורך שנות פעילותה, כאשר בשנת 2018 החזיקה 10 מרכזי רפואת שיניים ורפואה דחופה ונכון למועד דוח זה מחזיקה ב- 41 מרכזים רפואיים. בנוסף, נמצאת בתהליך רכישה של 12 מרפאות נוספות. מידרוג מעריכה כי לחברה הנהלה מנוסה של אנשי מקצוע בשני מגזרי הפעילות בעלי ידע וניסיון בתחומם.

מיצובה העסקי של החברה מושפע מהיקף הכנסות שהינו הולם את רמת הדירוג, הצפוי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, להסתכם בכ- 165-180 מ' דולר בשנת 2021, בהשוואה לכ- 110 מ' דולר בשנת 2020. החברה מתפתחת בקצב ניכר אך עדיין בעלת נתח שוק קטן ביחס לשחקניות הגדולות בענף בתחום הרפואה הדחופה.

החברה רושמת רווחיות תפעולית גבוהה, עם שולי רווח של 32%-35% בשנים 2020-2021, שתורמת להיקף תזרימי המזומנים. יציבות הרווחיות ותזרימי המזומנים דורשת בחינה לאורך זמן לאור הטרק רקורד הקצר יחסית כאמור.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך שבתקופת התחזית צפוי גידול בהכנסות החברה לטווח 230-235 מ' דולר בשנת 2022, לנוכח הבשלת מרכזים שנרכשו בשנה האחרונה ורכישת מרכזים חדשים, וכפועל יוצא גידול ברווח התפעולי. סכום המקורות מפעולות (FFO) השנתי צפוי לנוע בטווח שבין 55-70 מ' דולר בשנים 2021-2022 כאשר מידרוג מניחה השקעות הוניות ע"ס של כ- 140 מ' דולר אשר כוללים רכישות, מיזוגים ופרעון התחייבויות חכירה בגובה של כ- 10 מ' דולר. נציין כי סכום זה כולל הוצאות הוניות בסך של כ- 11 מ' דולר שכבר הושקעו ע"י החברה. בהתחשב בדיבידנד שתחלק בהיקף של כ- 20 מ' דולר - מידרוג מעריכה גידול של 90-100 מ' דולר בחוב פיננסי ברוטו של החברה כולל האג"ח שיגוייס והלוואה ייעודית שתלקח ברמת מרפאות השיניים (כולל התחייבויות חכירה בגין הנכסים החדשים שירכשו), זאת בהשוואה לכ- 100 מ' דולר חוב פיננסי ברוטו (כולל התחייבויות חכירה) ליום 30.09.2021. בכוונת החברה בסמוך לגיוס האג"ח (סדרה א') לחלק דיבידנד בהיקף של כ- 20 מ' דולר. כמו כן בכוונת החברה לבחון חלוקות שוטפות לאחר מועד ההנפקה בשיעור של עד 50% מסך ה-FFO המיוחס לחברה.

היקף תזרימי המזומנים התפעוליים של החברה יחסי הכיסוי בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג. יחסי הכיסוי של החברה מושפעים מהיקף גבוה של התחייבויות חכירה, אשר ליום 30.09.2021 עמדו על כ- 49 מ' דולר. מידרוג מעריכה כי יחס חוב פיננסי ברוטו מותאם

ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2021-2022 בטווח של 2.8X - 3.3X (לעומת 1.9X בשנת 2020) ויחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו בטווח של 6X - 8X (כ-12X בשנת 2020). גיוס האג"ח וחלוקת הדיבידנד יעלו את רמת המינוף של החברה, עם יחס הון עצמי למאזן פרפורמטה של כ-28%.

בשלב זה אנו מצביעים על היעדר טרק רקורד מספק של פעילויות החברה, זאת בהתייחס להיקף ההכנסות, הצמיחה האורגנית, שיעור הרווחיות וגובה ההשקעות השוטפות, בהתחשב בכך שמדובר בפעילות שבמרביתה נרכשה רק בשלוש השנים האחרונות. לפיכך, במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון לשלילה היעדר טרק רקורד מספק לפעילות החברה בהיקפה הנוכחי, כגורם סיכון המשפיע לשלילה על הדירוג. כמו כן, מידרוג הביאה בחשבון במסגרת השיקולים הנוספים את המדיניות הפיננסית של החברה הכוללת הישענות על רכישות חדשות למטרת הגדלת הפעילות באופן אשר עשוי להשפיע במידה מהותית על תאבון הסיכון ורמת המינוף.

עפי הצהרת החברה, החברה תבחן מעת לעת חלופות שונות לביצוע גידור בגין אגרות החוב השקליות אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

### שיקולים מבניים

אגרות החוב המדורגות יובטחו בשעבוד ראשון בדרגה על מניות החברה המחזיקה בפעילות ועל כלל התזרימים אשר ינבעו ממגזר הרפואה הדחופה (ER) וכן בשעבוד שלילי על כלל החברות העוסקות בפעילות. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לשיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב ביחס לדירוג המנפיק וזאת לנוכח הערכת מידרוג להלימה גבוהה בין סיכון האשראי של החברה לבין שווי השעבודים ונוכח הקושי להעריך את שווי הבטוחות לאורך זמן.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג זאת במקביל לשמירה על המדיניות הפיננסית של החברה.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- צבירת טרק רקורד בפעילות הקיימת של המרפאות, בהתייחס להיקף הכנסות, הרווחיות וההשקעות
- שיפור ביחס הון עצמי למאזן

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- השפעות רגולציה שליליות על ענף הפעילות של החברה
- שחיקה ביחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA לאורך זמן

Encore Opportunities LTD - נתונים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2018	FY 2019	FY 2020	1-9/20	1-9/21	
14.2	84.4	110.6	74.4	134.0	הכנסות
25.6%	47.3%	40.6%	41.5%	36.5%	רווח תפעולי %
3.2	38.1	41.5	28.7	45.7	רווח נקי
2	5	27.9	7	25	יתרות נזילות
N/A	48.5%	34.5%	39.3%	47.5%	הון עצמי/מאזן
10.7	37.0	99.3	76.8	99.6	חוב פיננסי מותאם*
2.4	0.8	1.9	2.1	1.4	חוב פיננסי מותאם / EBITDA*
9.2	20.8	12.5	13.7	14.2	רווח תפעולי להוצאות מימון

הכנסות לפי תחומי פעילות, במיליוני דולר

FY 2018	FY 2019	FY 2020	1-9/20	1-9/21	
8.0	63.9	77.8	51.1	89.4	הכנסות מרפאות רפואה דחופה
6.3	20.5	32.9	23.2	44.6	הכנסות מרפאות שיניים

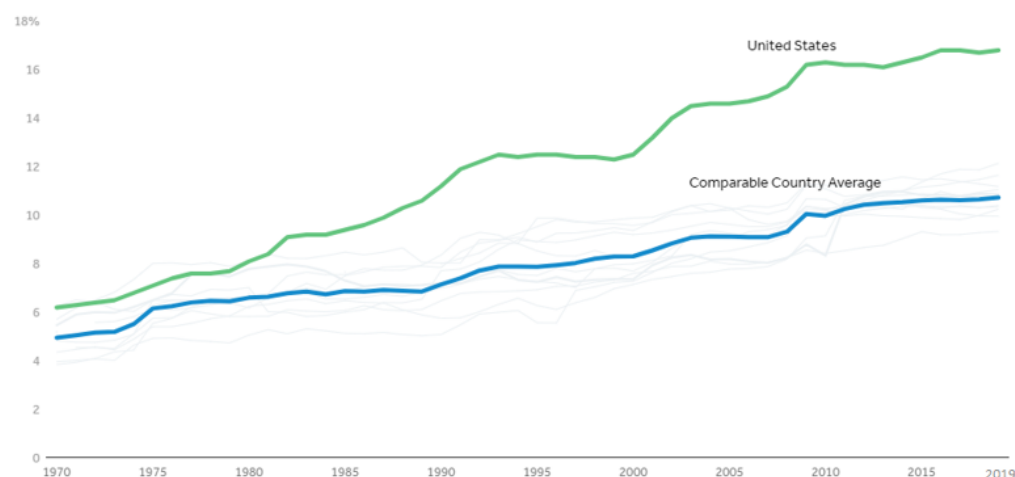
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני, צפי לצמיחה בהכנסות בתי החולים הפרטיים בארה"ב בטווח הזמן הקצר והבינוני

ההוצאה העולמית על שירותי בריאות מצויה מזה שנים במגמת גידול, נוכח הגידול באוכלוסייה, עלייה בתוחלת החיים והגדלת המבוססים בביטוחי בריאות.

הוצאות ארה"ב על שירותי בריאות כאחוז מהתמ"ג לעומת מדינות ברות השוואה מה OECD

Health consumption expenditures as percent of GDP, 1970-2019



Notes: U.S. values obtained from National Health Expenditure data. Health consumption does not include investments in structures, equipment, or research.

Source: KFF analysis of OECD and National Health Expenditure (NHE) data • Get the data • PNG

מידרוג מעריכה את ענף שירותי הרפואה בארה"ב כבעל סיכון עסקי בינוני והוא מושפע לחיוב מיציבות ביקושים ומפוטנציאל הצמיחה בתת-הנישות בהן פועלת החברה. לצד זאת, הענף הינו תחרותי מאוד וחשוף לרפורמות ממשלתיות ולרגולציות הנגזרות מכך. כזו היא גם הרפורמה האחרונה שאושרה בממשל בחודש יולי השנה, ונועדה, בין השאר, למנוע ממטופלים שהולכים להבדק או לקבל טיפול במרפאות שנמצאות מחוץ לרשת הבטוחית שלהם (Non-Network) לקבל חשבון מופרז באמצעות וועדת שופטים חיצונית אשר

במצב של חילוקי דעות יקבעו את הפיצוי ההולם לאותה מרפאה מטפלת. לדעת Moody's עוצמת ההשפעה של רפורמה זו על ענף הבריאות בארה"ב עדיין נמצאת באי וודאות נוכח סימני שאלה בדבר התערבות המערכת המשפטית ומידת ההשפעה על הוצאות המטופלים / פדיון המרפאות.

חסימי הכניסה לענף כוללים בעיקר את מדיניות התשלומים של חברות הביטוח וכן את הצורך לבסס מערך הסכמים רחב מול מאות חברות ביטוח. מוניטין חזק ועמידה בדרישות רגולטוריות מהווים תנאי סף.

הביקושים לטיפולים בתחום רפואת השיניים מאופיינים בצמיחה הנובעת ממגמות עולמיות של התמקדות בטיפולים קוסמטיים וטיפולי שחזור וביקורות שנתיות כתוצאה מעליית המודעות בעולם לחשיבות טיפולים אלו. הביקושים רגישים למחזוריות הכלכלית ובעיקר להתפתחות ההכנסה הפנויה, לשיעור האבטלה ולרמת החיים. בדומה למגזר הדנטל, הביקושים של מגזר ה-ER תלויים בהכנסה הפנויה של האוכלוסייה ובמיקום שבוא נמצאת המרפאה וכך ישנה חשיבות אקוטית לקרבה למרכזי אוכלוסייה במעמד סוציו-אוקונמי ממוצע ומעלה.

ענף הרפואה (healthcare) בכלל ובארה"ב בפרט צפוי לחוות עלייה בנפח הפעילות וזאת נוכח הירידה (המתונה יחסית) שחווה בעקבות משבר הקורונה כאשר כל הטיפולים הלא דחופים הוסטו לצד לטובת טיפול בנפגעי המגפה ומכך שהחולים הדירו רגליהם מבתי החולים מחשש להדבקות מהנגיף. על מנת למתן את הירידה במהלך תקופת המשבר ובשנה הנוכחית, נהנו חברות טיפולי הרפואה ממענקים מהממשל האמריקאי. להערכת Moody's נפח הפעילות של החברות בענף צפוי לעלות בהדרגה לרמות טרום-קורונה וזאת ביתר שאת עם התקדמות תוכנית החיסונים בארה"ב, ולהערכת Moody's ה-EBITDA בחברות אלה חזוי לצמוח בכ-4%-5%. בנוסף, Moody's הציבה אופק דירוג יציב לחברות בענף בחודש דצמבר אשתקד.

נציין, כי במרוצת השנים נהנו חדרי המיון הפרטיים מעלייה בהיקף הפעילות נוכח רצון הלקוחות להימנע מתורים ארוכים ומיחס אישי. בטקסס, ענף ה-Free Standing Emergency Department (FSED) הינו המוביל ביחס לשאר מדינות ארה"ב כתוצאה ממעל ל-350 חדרי מיון אשר מהווים כ-50% מכלל חדרי המיון בארה"ב.

### **המיצוב העסקי מאופיין בהיקף הכנסות מתון אך הולם את רמת הדירוג וכן בבידול נמוך של הפעילות ביחס לשוק בו פועלת החברה**

היקף פעילות החברה, כ-170 מ' דולר ל-12 חודשים שהסתיימו ב-30.09.2021 הינו הולם לרמת הדירוג, אולם הוא נמוך ביחס לחברות בארה"ב הגדולות בתחום ומעיד על היותה שחקנית קטנה בתחום ומשפיע לשלילה להערכתנו על מעמדה העסקי. יחד עם זאת, לדברי הנהלת החברה מדובר בענף מבוצר וקיימות מספר רב של שחקניות החולשות על נתח שוק בלתי משמעותי. מכירות החברה מפוזרות על פני שני מגזרים בעלי מאפיינים שונים, עובדה התורמת לפיזור העסקי של החברה. עיקר הכנסות החברה (כ-70%) נובעות מתחום הרפואה הדחופה והיתר בתחום רפואת השיניים.

מרפאות הרפואה הדחופה של החברה נותנת מענה לטווח רחב של שירותים רפואיים, לרבות אישפוז לטווח של עד יממה אחת, בתנאים של רפואה פרטית המציעים יתרון של שירות מהיר ונוח בהשוואה לחדרי המיון של בתי החולים. המודל העסקי של החברה בתחום הרפואה הדחופה מבוסס על תמחור פרטני של שירותיה למול חברות הביטוח, על בסיס מו"מ, שלא באמצעות הרשת הביטוחית וללא הישענות על התעריפים הקבועים מראש של חברות הביטוח לסוגי הטיפולים השונים. באופן זה החברה מצליחה להגדיל את הפדיון האפקטיבי על שירותיה, זאת במחיר של תהליך גבייה מורכב וארוך יותר, הנסמך על מומחיות שצברה החברה ועל מערכות המידע. כמו כן, המודל העסקי נשען על ניהול הדוק של כוח האדם הרפואי במרפאות, שהינו התשומה העיקרית החברה במגזר המרפאות הדחופות, בין השאר באמצעות חברות כוח אדם חיצוניות ותוך ניצול הגידול ברשת המרפאות. מידרוג מעריכה כי הבידול של רשת חדרי ה-ER נמוך יחסית בקרב קליניקות דומות כשעיקר ההחלטה של הלקוח באם להעדיף את מתקני החברה ע"פ המתחרים מושתת על מיקום הקליניקה, זמן ההמתנה וחווית הלקוח.

בתחום שירותי רפואת השיניים מבנה השוק בארה"ב מבוסס בעיקר על מרפאות פרטיות של מספר רופאים בודדים ומרפאות מאורגנות מהוות חלק קטן יחסית מהשוק. במגזר זה, המודל העסקי של החברה מושתת על שותפות עסקית עם רופאי שיניים בעלי צבר לקוחות שהחברה מאתרת ומצרפת לרשת המרפאות ובכך מגדילה את הפדיונות. במסגרת רכישה של קליניקה חדשה, רופא השיניים נותר עם אחוזי שותפות ברווחים במרפאה וכן נהנה מתמריץ מבוסס ביצועים אשר נשען, בין היתר, על יכולות הניהול והתפעול של החברה ויתרונות לגודל ברכש המשותף. חלוקת האחריות במבנה השותפות משפרת את רווחיות המרפאה בהשוואה למצב הקודם, ומאפשרת לרופאים להתמקד אך ורק בטיפול הרפואי. בשונה מהמרפאות הדחופות, בתחום מרפאות השיניים המוניטין ונאמנות הלקוחות מצויים בידי הרופאים המטפלים. לפיכך, הסיכון העסקי הינו לעזיבה של רופא השיניים ועמו צבר הלקוחות ובשל כך, על החברה לשמור כל העת על התמריץ הכלכלי לרופאי השיניים. עם זאת, מידרוג הביאה בחשבון את אסטרטגיית החברה בניהול הסיכונים, הכוללת את הכנסת הרופא כשותף כך שמחזיק כ-30% מהבעלות, וכן את קיומו של הסכם אי-תחרות של הרופא בעת רכישת המרפאה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך צמיחה שנתית של כ- 40%-45% בהכנסות החברה בשני מגזרי הפעילות במאוחד בשנים 2021-2022 (מתוך כך כ- 3% בגין צמיחה אורגנית והיתר בגין צמיחה אנ-אורגנית), כאשר צפי הכנסות החברה בשנת 2021 צפוי להערכתנו לעמוד על כ- 180-165 מ' ובשנת 2022 צפוי להתכנס לטווח של 235-230 מ' דולר.

### **רווחיות החברה גבוהה אך צפויה להישחק עקב עלייה בבסיס הוצאות התפעול**

מחולל הרווחיות של החברה הינו מגזר ה-ER המאופיין ברמת רווחיות גבוהה הנאמדת לכ- 75% רווח גולמי מהכנסות וכ-39% רווח תפעולי מהכנסות, בהתאמה. הרווחיות הגבוהה המאפיינת את המגזר נובעת מתעריפים גבוהים, חסמי כניסה גבוהים, רגולציה מכבידה ומבנה הוצאות רזה וקשיח.

המגזר מאופיין ביכולת השבת הכנסות טובה יחסית, בזכות ניסיון ניכר של החברה בניהול מו"מ אל מול חברות ביטוח. מגזר מרפאות השיניים תרם כ-24% מהרווח התפעולי המאוחד במוצע תלת שנתי. בשנים 2018-2020 חל גידול כמותי נוכח פתיחת מרפאות חדשות כאשר אלו מביאים את הרווחיות התפעולית של המגזר לכ- 18% לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021 וכ- 16.2% לשנת 2020 כולה. נציין, כי מגזר זה מאופיין במרכיב גבוה של עלויות קבועות של שכר עבודה ודמי שכירות.

הכנסות מגזר ה-ER צמחו בצורה ניכרת בשנים 2018-2020 (בשנת 2018 הכנסות החברה עמדו על כ- 8 מ' דולר לעומת כ- 78 מ' דולר בשנת 2020 כאשר עיקר הצמיחה הינה בגין רכישות חדשות), בעוד שהכנסות מגזר רפואת השיניים הראו תנודתיות נמוכה יותר וצמחו בשנים 2018-2020 בכ- 26 מ' דולר (כ- 6 מ' דולר בשנת 2018 עד לכ- 32 מ' דולר בשנת 2020). נציין כמובן, שהרוב המוחלט של שיעורים אלה נבע מרכישות ומיזוגים.

שיעור הרווחיות הגולמית של החברה (מאוחד) ירד בצורה מתונה מכ- 73% בשנת 2019 עד לכ- 70% בשנת 2020. עם זאת, להערכת מידרוג, החברה תשמור על ממוצע של כ- 72% לאורך התחזית וזאת הודות ליתרון החברה לגודל ובכך שכלל שתגדיל את פעילותה כך רווחיותה תשתפר עם השנים. כפועל יוצא לחברה רווחיות תפעולית של כ- 37% בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2021 (42% בשנת 2020). עם זאת, כתוצאה מעלייה בהוצאות הנהלה וכלליות, ותשלומי דמי ניהול הן למנהלים תחת קבוצת אנקור והן להנהלות שמנהלות את תפעול המגזרים של החברה (SEC-I P4D), אנו צופים רווחיות תפעולית של כ- 25% בשנות התחזית. רווחיות זו בולטת לרמת הדירוג של החברה ולהערכת החברה עומדת בקנה אחד מול הרווחיות המאפיינת את השחקניות בתחום. הרווח התפעולי לשנים 2021-2022 צפוי להסתכם בטווח שבין 50-65 מ' דולר לשנה, זאת בהשוואה לרווח תפעולי של כ-44 מ' דולר בשנת 2020.

### **תזרים חופשי שלילי הנובע בעיקור מהשקעות לצמיחה בשנים הקרובות, מנגד יחסי הכיסוי מהירים יחסית לרמת הדירוג, בהנתן גיוס האג"ח האמור**

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022, צפוי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) להסתכם בטווח 70-85 מיליון דולר לשנה (לעומת כ-52 מיליון דולר בשנת 2020) וסכום המקורות מפעולות (FFO) צפוי לנוע בטווח שבין 70-55 מ' דולר

לשנה (לעומת כ-46 מ' דולר בשנת 2020). מידרוג מניחה השקעות הוניות, לרבות רכישת פעילויות, בהיקף של כ-80 מ' דולר לשנה (בתשעת החודשים הראשונים שנת 2021 בוצעו השקעות בהיקף של כ-10 מ' דולר). צרכי ההשקעות ההוניות כוללים בעיקר רכישת מרפאות חדשות בשני מגזרי הפעילות, אולם גם פירעון התחייבויות חכירה והשקעות שוטפות במרפאות הקיימות. כמו כן מידרוג מניחה חלוקת הדיבידנד בשיעור של עד 50% מסך המקורות לפעולות (FFO), בהתאם לדברי החברה.

על בסיס הנחות אלה ובהינתן מדיניות ההשקעות האמורה, החברה צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי אשר כולל את התזרים מפעילות שוטפת בניכוי השקעות הוניות ודיבידנד, כך שה-FCF השלילי צפוי להיות עד כ-40 מיליון דולר בשנות התחזית. מידרוג מעריכה כי התזרים השלילי לעיל ימומן מגיוס האג"ח המתוכנן או מקורות אשראי בנקאיים; אלו צפויים להיאמד לסך של 80-90 מ' דולר (מתוך כ-45 מיליון דולר מגיוס האג"ח) עד לסוף שנת 2022. מידרוג הביאה בחשבון כי ביכולת החברה לרסן את קצב הצמיחה כך שללא התרחבות תציג תזרים חופשי פנוי חיובי הנאמד לטווח של כ-20-35 מיליון דולר. נכון ליום 30.09.2021 לחברה חוב בנקאי של כ-52 מ' דולר שעיקרו הלוואה בנקאית שניתלה בשנת 2020 על ידי מגזר מרפאות השיניים לצורך מימון רכישות והשקעות בציד, כאשר נכסי חברת P4D משועבדים לטובת הלוואה זו. נוסף לכך לחברה התחייבויות חכירה של כ-48 מ' דולר ליום 30.09.2021.

בהתאם לתרחיש הבסיסי, מידרוג מעריכה כי יחסי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2021-2022 בטווח של 3.3X - 2.8X (לעומת 1.9X בשנת 2020) ויחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו צפוי לעמוד על כ-7.0 בכל אחת משנות התחזית (כ-12X בשנת 2020). יחסי כיסוי אלו הינם מהירים במעט יחסית לרמת הדירוג.

רמת המינוף של החברה כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, עמד ליום 30.09.2021 על כ-47%, ולהערכתנו צפוי לרדת ל-28% עד לתום שנת 2022 כפועל יוצא של הגידול בחוב (לרבות חוב בגין חכירה), חלוקת הדיבידנדים ובהתחשב ברווח השוטף שהחברה תייצר. יחס זה חלש ומעיב על גמישותה הפיננסית של החברה בהתחשב גם בהשקעות הנכבדות שהחברה צפויה לבצע בטווח זמן זה. מדיניות החלוקה המתוכננת של החברה ותוכנית ההשקעות הרחבה מחלישים את המדיניות הפיננסית, והם היוו גורם שלילי בדירוג.

נכון ליום 30.09.2021 לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-17 מ' דולר. הגמישות הפיננסית הינה הולמת להערכתנו נוכח מרווח מספק מאמות מידה פיננסיות.

## שיקולים נוספים לדירוג

### היעדר טרק רקורד משמעותי לתוצאות הכספיות של החברה

לחברה טרק רקורד מוגבל של שני מגזרים, בדגש על היקף ההכנסות, צמיחה אורגנית, שיעור הרווחיות וההשקעות השוטפות, נוכח זאת שמרבית הפעילויות נרכשו בשלוש השנים האחרונות וחלקו הארי של צמיחת החברה נשען על רכישות ומיזוגים. להערכת מידרוג, אלו, מקשים על הערכת תזרים המזומנים הצפוי לאורך זמן ומהווה גורם סיכון משמעותי.

### מדיניות הרכישה משקפת תיאבון סיכון מוגבר

לחברה תיאבון סיכון המתבטא, בין היתר, ברכישות חדשות. הרכישות הנ"ל מלוות בגידול בחוב (לרבות בגין התחייבות חכירה) בהיקף משמעותי, כאשר אלו נערכות בפרק זמן קצר יחסית אשר לדעת מדרוג, מהוות גירום סיכון.



## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il		A.il		סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	650	Baa.il	530	היקף הכנסות (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
Baa.il		Baa.il		מעמד עסקי	
Aaa.il	25%	Aaa.il	37%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	28%	Aa.il	47%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	2.8-3.3	Aa.il	1.4	חוב פיננסי ברוטו מותאם / EBITDA	
Aa.il	200-220	Aa.il	180	FFO (במיליוני ₪)	
Aa.il	7.0	Aaa.il	14.2	רווח תפעולי / הוצ' מימון	
Baa.il		Baa.il		מדיניות פיננסית	
<b>A2.il</b>					דירוג נגזר
<b>Baa1.il</b>					דירוג בפועל

## דוחות קשורים

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 19.12.2021

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 19.12.2021

שם יוזם הדירוג: Encore Opportunities LTD

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: Encore Opportunities LTD

## 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 ביעוץ 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>