

גיבוי איתן בע"מ¹

דירוג ראשוני מותנה | ינואר 2019

אנשי קשר:

עומר פורמברג, ראש צוות - מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

אבי בן-נן, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

¹ דוח דירוג זה מתייחס לפעילות הקיימת בחברת גיבוי איתן בע"מ ח.פ. 514875962, אשר נכון למועד הדוח הינה חברה בת המוחזקת ב-100% ע"י אולטרה אקוויטי השקעות בע"מ. הפעילות המדורגת אשר אליה מתייחס דוח הדירוג מוחזקת ב-100% ע"י אולטרה אקוויטי השקעות בע"מ.

גיבוי איתן בע"מ

אופק דירוג: יציב	(P)Baa2.il	דירוג סדרה
------------------	------------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה² (P)Baa2.il (Provisional) באופק יציב לאגרות החוב שתגייס גיבוי איתן בע"מ ("החברה") בסך של עד 50 מיליון ₪ ערך נקוב. מטרת הגיוס הינה לשימושיה השוטפים של החברה ובשלב הראשוני פירעון מסגרות אשראי מבנקים³.

הדירוג מותנה בתנאים הבאים:

1. קבלת שטר נאמנות בקשר עם הנפקת אגרות החוב האמורות.

אודות החברה

חברת גיבוי איתן בע"מ התאגדה בישראל ביום 27 בינואר, 2013 בהתאם להוראות חוק החברות, התשנ"ט - 1999, כחברה פרטית בעירבון מוגבל. החברה החלה את פעילותה בחודש מרץ 2014. בעלי השליטה בחברה, הינם מר אביטל פרדו ומר אריאל פרדו, אשר הינם אחים, 'המחזיקים יחד' במישרין ובעקיפין ב-100% מההון המונפק והנפרע של החברה וב-100% בדילול מלא. החברה הינה חברת מימון המעניקה מימון לעסקים קטנים ובינוניים בישראל באמצעות מסחר במסמכים דחויים לטווח קצר. ביום ה-18 באוקטובר 2018 חתמו החברה וחברת אולטרה אקוויטי השקעות בע"מ ("אולטרה") על הסכם מיזוג ותוספות לו מיום 28 בנובמבר 2018 ומיום 31 בדצמבר 2018. במסגרת העסקה, תתמזג החברה עם אולטרה על ידי הקצאה של מניות אולטרה, שלד בורסאי ריק מכל פעילות, לבעלי המניות הקיימים של החברה וזאת תמורת העברת מלוא (100%) פעילות החברה, באופן שבו אולטרה תחזיק 100% ממניות החברה. ביום ה-7 בינואר 2019 הפכה החברה לחברה בת המוחזקת ב-100% ע"י אולטרה, שהינה חברה ציבורית בה אביטל ואריאל פרדו מחזיקים במישרין ובעקיפין בכ-75% מההון המונפק והנפרע של אולטרה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, פרופיל עסקי נמוך יחסית, גם נוכח גודלה של החברה וריכוזיות הכנסות, לקוחות ומקורות מימון העלולים להשפיע על יכולת יצור ההכנסות העתידית; פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב מתיאבון לסיכון הולם, נוכח מדיניות ניהול סיכונים ונהלי החיתום של החברה וממשל תאגידי כנדרש מחברה ציבורית. מנגד, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מריכוזיות לקוחות ומריכוזיות ענפית גבוהות יחסית ומחשיפה לאנשי מפתח. איכות נכסים הולמת לדירוג, נתמכת בריכוזיות מושכים נמוכה יחסית ומדדי סיכון הולמים לדירוג התומכים ביכולת יצור ההכנסות העתידית. יש לציין, כי איכות הנכסים עלולה להיפגם משמעותית לאורך המחזור, למרות פיזור המושכים, נוכח ריכוזיות לקוחות גבוהה ובפרט, בשל ריכוזיות ענפית וחשיפה גבוהה לענף הנדל"ן ונגזרותיו (בדומה לקבוצת השוואה), ענף המאופיין בסיכון ענפי גבוה יחסית נוכח מאפיינים הומוגניים; יחסי הרווחיות של החברה סבירים לדירוג, אולם היקף הרווח נמוך וגזר פוטנציאל בנייה נמוך יחסית של הכרית ההונית גם ביחס לקבוצת השוואה; לחברה מינוף מאזני בולט לטובה ביחס לדירוג אולם המרחק מהאמות המידה הפיננסיות סביר בלבד; פרופיל הנזילות של החברה סביר לדירוג. יש לציין, כי תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר יחסית, תומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על כרית הנזילות הסבירה בעת הצורך, אולם תוך פגיעה בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בטווח התחזית שלנו לשנים 2018-2019 אנו מניחים גידול משמעותי בהיקף תיק האשראי בשיעור מצטבר של כ-50% וכנגזר גידול משמעותי בהכנסות המימון. אנו צופים כי העלייה במרווח הפיננסי לאחר פירעון שטרי ההון של הבעלים בסוף שנת 2018, תוביל לכך ששיעור הרווחיות יציג שיפור משמעותי בשנת 2019, אשר יושפע לחיוב מחד מהגידול בהכנסות כאמור, לצד עליה מתונה בהוצאות עם הצמיחה בפעילות ודרישות רגולטוריות אשר תוביל לשיפור ביחס היעילות התפעולית שהיא נמוכה גם ביחס לקבוצת השוואה.

² דירוג מותנה נקבע למנפיקים ומכשירים פיננסיים כאשר הנפקת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים, אשר קיימת סבירות גבוהה שיתרחשו ו/או יושלמו. עם השלמת התנאים ו/או התקיימות הנסיבות, סימול הדירוג כמותנה (P) יוסר מהדירוג.
³ מטרת הגיוס ושימושי התמורה כפופים לקבלת האישורים על פי דין, ככל שידרשו.

מנגד, הסיכון הענפי בענף הנדל"ן, חוק חדלות הפירעון החדש והצפי להמשך עלייה שולית בריבית הבסיס, יובילו להערכתנו ללחץ על הרווחיות ולגידול בחובות הבעייתיים וההפרשות. עם זאת, השפעת עליית הריבית תמותן כתוצאה מיכולת החברה להתאים את גובה הריבית למרבית לקוחותיה. אנו צופים, כי התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה⁴ ינועו בטווח שבין 2.5%-3.5% ו-4.5%-5.5%, בהתאמה, רמה הולמת לדירוג. יש לציין, כי היקף הרווח הנקי, למרות השיפור ברווחיות ימשיך להיות נמוך וינוע בטווח שבין 3-4 מיליון ₪ בשנה, כך שלא צפוי שיפור מהותי בכרית ההונית. זו תבנה בשולים כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מסך הרווח הנקי. כך, יחס המינוף המאזני תחת הנחת הצמיחה בתיק האשראי, כאמור ייותר ברמה דומה של כ-27%-29%. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

גיבוי איתן בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪:

2015	2016	2017	30.06.2017	30.06.2018	
4,814	3,178	6,335	6,870	2,053	מזומנים ושווי מזומנים
53,937	67,100	87,161	76,762	103,250	אשראי ללקוחות, נטו
304	337	381	354	676	הפרשה לחומ"ס
31,217	44,319	66,030	57,048	76,316	חוב פיננסי [1]
58,859	72,774	96,939	85,797	109,020	סך נכסים
8,579	10,003	11,980	10,640	13,252	הון עצמי
15%	14%	12%	12%	12%	הון עצמי / סך נכסים
42%	37%	31%	33%	29%	הון עצמי + הלוואות בעלים / נכסים
0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	הפרשה לחומ"ס/אשראי ללקוחות ברוטו
3,697	5,647	6,565	2,980	4,048	הכנסות מימון, נטו
0	33	208	17	295	הוצאות חובות מסופקים
1,643	1,440	1,990	637	1,272	רווח נקי
2,237	1,986	2,841	864	2,020	רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי
6.1%	8.8%	8.2%	8.0%	8.2%	מרווח פיננסי
3.8%	3.0%	3.3%	2.2%	3.9%	רווח לפני מס והוצאות לחומ"ס/נכסים
2.8%	2.2%	2.3%	1.6%	2.5%	תשואה על הנכסים (ROA)
0.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.6%	הוצאות חובות מסופקים/אשראי ללקוחות נטו
0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	חובות אבדים/אשראי ללקוחות נטו

[1] חובות לבנקים, אחרים ואגרות חוב

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים למגזר העסקי ובפרט לעסקים קטנים ובינוניים. מגזר העסקים הקטנים והבינוניים ממזמן בעיקרו (כ-95%) ע"י המערכת הבנקאית⁵. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים מצומצם, בעלי ותק וניסיון בתחום. הענף מאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ולשינויים רגולטוריים המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. בנוסף, הענף חשוף גם ללקוחות בעלי פרופיל סיכון אשראי גבוה יותר בהשוואה ללקוחות המערכת הבנקאית, במגוון היבטים (כגון: העדר בטוחות, רמות מינוף וכיו"ב), כאשר בשל רמת ההתחרות בענף ומגבלות מידע על המושכים לא תמיד מתומחרים באופן הולם לסיכון. בנוסף, תמהיל הענפים ריכוזי יחסית עם חשיפה משמעותית לענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיין בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. מנגד, הענף מאופיין בפזיזות רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן האשראי. חסמי הכניסה לענף כוללים צורך בגמישות פיננסית והון בכדי לייצר נגישות למקורות מימון מבחינת תנאי המימון וזמינות השירות למבקשי האשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים בין היתר, גם קבלת רישיון מתן אשראי מהרגולטור, וכן ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים התומכים ביכולת

⁴ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

⁵ בהתבסס על דו"ח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל לשנת 2017, משרד הכלכלה והתעשייה.

חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית; השקעות במערכות מחשוב; יכולת שיווק גבוהה, המאפשרת פיזור סיכונים על פני מספר רב של לווים ו/או מושכים (כותבי השיקים);

בשנתיים האחרונות עבר הענף אסדרה נרחבת שכללה בין היתר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו - 2016, שנכנס לתוקף ביוני 2017. במסגרתו נקבעה לראשונה מסגרת כוללת להסדרת שוק האשראי החוץ בנקאי הכולל משטר רגולטורי על הגופים הפועלים בענף, שיפוקח על ידי רשות שוק ההון ביטוח וחסכון. להגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף עשויה להיות השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה כי הגברת הדרישות הרגולטוריות בתחום תוביל לייצוב ולחיצוק הענף באופן כללי, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. חוק נתוני האשראי הצפוי להיכנס לתוקף בשנת 2019, צפוי לתרום לקבלת מידע נוסף על הלווים בענף ולתמוך בחיתום טוב ויעיל יותר. מנגד, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי החדש, צפוי להקל על הליכי חדלות הפירעון של לווים ולפגוע בקדימותם של נושים מובטחים, כך שלהערכתנו תהיה לו השפעה שלילית על כלל הגופים העוסקים במתן אשראי.

פרופיל עסקי נמוך יחסית, המוגבל בקוטנה של החברה, ריכוזיות תמהיל ההכנסות ונגישות מוגבלת יחסית למקורות מימון

היקף הפעילות של החברה קטן משמעותית ביחס למתחרותיה המרכזיות, ללא היסטוריה של פעילות משמעותית על פני המחזוריות הכלכלית. החברה מאופיינת בריכוזיות בתמהיל ההכנסות והלקוחות ומגוון סביר יחסית של מקורות מימון, הכוללים את ההון העצמי, הלוואות בעלים ומסגרות אשראי מארבעה תאגידי בנקאיים. מנגד, הפרופיל העסקי נתמך בפיזור מושכים טוב, התומך באיכות תיק האשראי וביכולת השבת הרווחים, בניסיון ומומחיות בתחום, התומכים גם כן ביכולת השבת הרווחים, אבל מייצרים סיכון אנשי מפתח ובפרט ביחס לאחד מבעלי השליטה. יכולת השבת ההכנסות מתבססת בעיקר על המוניטין שצברו מנהלי הבכירים, הנהנים מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם מרבית הגורמים הפועלים בתחום ואיכות השירות המתבטאת בזמני תגובה ומתן אשראי מהירים ובכך שעיקר לקוחות החברה הינם לקוחות חוזרים (בהתאם למידע שנמסר לנו על ידי החברה).

בשלוש וחצי השנים האחרונות צמח תיק האשראי של החברה בלמעלה מ-90%, כאשר הצמיחה נשענה בעיקר על נותני שירותי אשראי (נש"א). אנו צופים, כי החברה תמשיך לצמוח בקצב מהיר גם בטווח הקצר-בינוני בשיעורים דו-ספרתיים, בדומה לקבוצת ההשוואה. זאת, כתלות בנגישות לגורמי מימון ועל בסיס המערך העסקי הקיים והתבססות משמעותית על נש"א ללא פתיחת סניפים והתרחבות גיאוגרפית משמעותית.

החברה מאופיינת בריכוזיות בתמהיל הכנסות גם ביחס למתחרות העיקריים, נוכח המודל העסקי, כאשר 10 הלקוחות הגדולים מהווים כ-70%-75% מסך ההכנסות בשנה האחרונה ולאורך זמן. ריכוזיות זו, עלולה לגרום לתנודתיות ולפגום בנראות ההכנסות ומהווה משקולת לדירוג ואינה צפויה להשתפר משמעותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח המשך ההסתמכות הצפויה של החברה על נש"אים לצורך גידול בפעילות. בנוסף, המגוון הסביר יחסית של מקורות מימון, צפוי להשתפר להערכתנו לאחר גיוס האג"ח. אולם נציין, כי תמהיל האשראי הבנקאי ריכוזי יחסית כך מרבית מסגרות האשראי הן מבנק בודד נכון ליוני 2018, כאשר יכולת נגישות החברה למקורות מימון הינה קריטית להמשך שיפור הפרופיל העסקי.

פרופיל הסיכון נתמך במדיניות ניהול סיכונים הולמת, אולם מושפע לשלילה מריכוזיות גבוהה בתיק האשראי

עם השלמת עסקת המיזוג עם אולטרה, יחולו על החברה חובות בתחום הממשל התאגידי הנהוגות בחברות ציבוריות, לרבות בכל הקשור במינוי דירקטורים בלתי תלויים ובעלי כשירות פיננסית. עם זאת, החברה עדיין תלויה לדעתנו באנשי מפתח אשר הינם בעלי השליטה בחברה, באופן המשפיע להערכתנו גם על איכות הממשל התאגידי. ניהול הסיכונים והציות בחברה מבוצע על ידי מנהל סיכונים וקצינת ציות שאינם חלק מבעלי המניות בחברה. ניהול הסיכונים עדיין בתהליכי התהוות, אולם נציין, כי הינו טוב ביחס לקבוצת ההשוואה, כאשר החברה נותנת דגש לניהול תהליכי ניהול הסיכונים, עמידה במגבלות חשיפות ותהליכי חיתום נאותים התומכים בתיאבון סיכון מתון ביחס לשחקנים אחרים בענף. כך, יש לציין, כי בשנים האחרונות השקיעה החברה משאבים רבים בפיתוח מערכת ניהול אשראי מתקדמת מבוססת ענן, המאפשרת שליטה טובה יותר בניהול וניטור החשיפות, בבניית בסיס נתונים ובבניית כלים תומכי החלטה. להערכתנו, כלים אלו בולטים לחיוב, כאמור ביחס לרמה המקובלת בענף וצפויים לסייע לחברה לשמר את איכות הנכסים

ולהתמודד עם המחזוריות הכלכלית. מנגד, תיק האשראי של החברה ריכוזי יחסית, לאור הסתמכות החברה על נותני שירותי אשראי (מנכי משנה) בהיקף משמעותי, כך שלחודש נובמבר 2018 הם היוו כ-90% מסך תיק האשראי. מחד, פעילות זו מאפשרת גידול משמעותי בהיקף תיק ההלוואות של החברה תוך פיזור גיאוגרפי ומאידך, יוצרת תלות גבוהה במספר לקוחות מצומצם. תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי מצומצם (בדומה לענף) כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי הבנייה והנדל"ן (כ-41%) והתשתיות (כ-14%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים. עם זאת, שיעור החשיפה ל-10 המושכים הגדולים הולם ועמד על כ-14% מהתיק וכ-45% מההון העצמי המתואם (כולל שטרי הון) ליום ה-30 ביוני 2018, התומך באיכות תיק האשראי. מח"מ תיק האשראי בדומה לשאר החברות בענף קצר מאוד (כ-45 יום), עובדה המקטינה להערכתנו את סיכון חשיפת הריבית ומאפשרת גמישות בניהול הנזילות. מידורג צופה כי החברה תמשיך ותשפר את ניהול הסיכונים, ניהול ההון ושאר כריות הספיגה ביחס לסיכון לאורך זמן וזאת בהלימה גם לגידול בפעילות והסיכונים המתפתחים בסביבה העסקית.

איכות הנכסים הולמת לדירוג אולם צפוי לחץ מסוים על מדדי הסיכון נוכח הגידול המהיר בתיק

שיעור ההוצאות והמחיקות מתיק האשראי נמצא במגמת עלייה מאז שנת 2015 עם הגידול בתיק והושפע מאירועי כשל וגבייה ספציפיים, כאשר כרית ההפרשה שמרה על יציבות יחסית סביב 0.55% מתיק האשראי ברוטו המשקף יחס כיסוי של סך הפרשה לחובות הבעייתיים⁶ של כ-110%, נכון ליום ה-31 בדצמבר 2017. בנוסף, שיעור החובות הבעייתיים ירד בשנים האחרונות, כך שהיווה כ-0.4% ב-30 ביוני 2018 (2017: 0.7%). יחס זה תומך ביכולת יצור ההכנסות העתידית, אולם אנו צופים עליה ביחס זה ובהוצאה לחומ"ס בטווח הקצר. זאת, נוכח אירוע נקודתי של לקוח אחד, אשר סווג כבעייתי, אליו מושווין תיק אשראי של כ-3 מיליון ₪, המדגים את סיכון ריכוזיות הלקוחות. להערכתנו, הסביבה העסקית התחרותית, חוק חדלות הפירעון ותחילת העלאת הריבית במשק לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, יובילו להמשך לחץ על מדדי הסיכון בתיק כך ששיעור הוצאות לחומ"ס יעלו בטווח הקצר אל למעלה מ-1% בשקלול שנתי לשנת 2018, ובשנת 2019 הם צפויים לרדת לכ-0.3% כתלות בהתפתחות מול הלקוח הבעייתי. נציין, כי לחברה כריות ספיגה סבירות (יתרת הפרשה, הון עצמי ושטרי הון) כנגד החובות הבעייתיים, כך ששיעור החובות הבעייתיים ביחס לכריות הספיגה צפוי לעמוד להערכתנו על כ-4%-5% בשנים 2018-2019. אולם, ריכוזיות התיק עלולה לפגום משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי.

רווחיות החברה נמוכה יחסית גם בשל מאפייני הסיכון ויעילות תפעולית נמוכה ביחס לקבוצת השוואה; צפי לשיפור ביחסי הרווחיות פרופורמלה לגיוס נוכח הגידול בתיק

החברה הציגה מרווח פיננסי יציב יחסית בשנים 2017 ו-2018, אשר עמד על כ-8.2%. מרווח זה נמוך ביחס לחברות בעלות היקף פעילות דומה בענף, דבר המשקף גם את פרופיל הפעילות הסולידי יחסית של החברה. כאשר, הרווחיות נתמכה בשנים האחרונות גם מצמיחה מהירה בתיק האשראי לצד גיוון והוזלת מקורות המימון עם ירידת הריבית במשק. מנגד, מאופיינת החברה ביעילות תפעולית נמוכה יחסית, כפי שמשתקף ביחס הוצאות הנהלה וכלליות להכנסות מימון נטו של כ-53% בשנתיים האחרונות. מאפיינים אלו גוזרים, יחסי רווחיות סבירים ביחס לדירוג בשלוש השנים האחרונות, המשתקפים בתשואה על נכסים ממוצעת של כ-2.5% ורווח לפני מס והוצאות חומ"ס לממוצע נכסים של כ-3.5% בממוצע. אולם סך הרווח הנקי במונחים כספיים הינו נמוך, כך גם פוטנציאל בניית הכרית ההונית בשנתיים הקרובות. בטווח התחזית שלנו לשנים 2018-2019 אנו מניחים גידול משמעותי בהיקף הכנסות המימון נטו של כ-35% בממוצע לשנה, נוכח הצפי לגידול המהיר בתיק, כאמור. אנו צופים, כי העלייה במרווח הפיננסי לאחר פירעון שטרי ההון של הבעלים בסוף שנת 2018, תוביל לכך ששיעור הרווחיות יציג שיפור משמעותי בשנת 2019, אשר יושפע לחיוב מחד מהגידול בהכנסות כאמור, לצד עליה מתונה בהוצאות עם הצמיחה בפעילות ודרישות רגולטוריות, אשר תוביל ליחס יעילות משופר של כ-40%-45%. מנגד, יושפע לשלילה מהצפי להמשך עלייה מסוימת בריבית הבסיס במשק, שתקשה על שיפור עלויות המימון מול המערכת הבנקאית ביחס למצב הקיים, פתיחת מרווחים בשוק החוב, המשך לחץ מחירים וגידול בחובות הבעייתיים וההפרשות, כאמור. עם זאת, השפעה זו תמותן כתוצאה מיכולת החברה להתאים את גובה הריבית הנגבית ממרבית לקוחותיה. אנו צופים, כי התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בין 2.5%-3.5% ו-4.5%-5.5%, בהתאמה ברמה הולמת לדירוג.

⁶ חובות בפיגור של מעל 30 יום

רמת מינוף בולטת לטובה ביחס לדירוג, אולם פוטנציאל בניית הכרית ההונית נמוך יחסית

החברה מתאפיינת ברמת מינוף טובה יחסית, כך שיחס הון עצמי ושטרי הון המסווגים ע"י מידרוג כהון בשל תנאייהם, ביחס לנכסים עמד על כ-29% ב-30 ביוני 2018. נציין שבתאריך ה-4 בדצמבר 2018 נפרעו מרבית משטרי הון, כנגד הקצאת הון על ידי הבעלים בסך של 12 מיליון ₪. מאפייני שטרי ההון כוללים נחיתות ביחס לכל התחייבות אחרת של החברה, תשלום (ריבית ו/או קרן) יבוצע רק בהתאם למבחן הרווח ויכולת הפירעון, הזיהים במהותם למבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות ועל כן מוכרים ומסווגים ע"י מידרוג כהון. כרית הונית זו אמורה להערכתנו לספוג הפסדים בלתי צפויים בתיק האשראי של החברה בצורה טובה יחסית ביחס לדירוג. לחברה מספר אמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף בהן התחייבה החברה לשמור על יחסי מינוף והיקף הון מול הבנקים של מעל 25%-28 מיליון ₪ בהתאמה. החברה שומרת על מרווח סביר מדרישות אלו, כך שהצמיחה הצפויה בהיקף התיק מייצרת אפשרות עמידה במרווח מספק מהקובננטים בשל יכולת יצור הרווח. אנו צופים, כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים שלא תעלה על 50% מסך הרווח הנקי. כך, יחס המינוף של הון עצמי למאזן תחת הנחות הצמיחה בתיק האשראי, כאמור ייותר ברמה דומה של כ-27%-29% בשנתיים הקרובות.

פרופיל הנזילות סביר ביחס לדירוג

להערכתנו גם לאחר גיוס אגרות החוב והפיכתה לציבורית, החברה תמשיך להיות תלויה במידה רבה מיכולתה לקבל מימון זול וזמין מהמערכת הבנקאית. יחס יתרות הנזילות (כולל מסגרת חתומה ופנויה) של החברה לתשלומי החוב (קרן וריבית) בשנתיים הקרובות עומד על כ-85% והינו סביר לדירוג. בשנתיים הקרובות, פרפורמה לגיוס תידרש החברה לשלם קרן אג"ח של כ-30 מיליון ₪, שאנו צופים כי תמומן ממחזור חוב ו/או הגדלת המסגרות מול המערכת הבנקאית. נציין, כי תיק הלקוחות מאופיין במח"מ קצר (כ-90% ממנו נפרע תוך 90 יום), התומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר נזילות משמעותית בעת הצורך, אולם תוך פגיעה בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח. אנו לא צופים שינוי מהותי בפרופיל הנזילות בטווח התחזית.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי
- שיפור משמעותי בפיזור ההכנסות ותיק האשראי
- שיפור משמעותי בפוטנציאל בניית כרית ההון

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל הסיכון של החברה
- שחיקה באיכות תיק האשראי
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה
- שחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה ו/או הגדלת המינוף
- פגיעה בנגישות למקורות המימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

דוחות קשורים

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

09.01.2019	תאריך דוח הדירוג:
גיבוי איתן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
גיבוי איתן 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' מידרג בע"מ (להלן: "מידרג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרג 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 מידרג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרג 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 מידרג 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 מידרג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרג 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.

מידרג 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 מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרג 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 מידרג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרג 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, מידרג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרג. מידרג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרג, 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 מידרג 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 מידרג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרג 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 מידרג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>