

קבוצת פנינסולה בע"מ¹

דירוג ראשוני | אוקטובר 2019

אנשי קשר:

סופי טוביאקוב

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

sophiet@midroog.co.il

עומר פורמברג

ראש צוות - מערך דירוג משני

omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

¹ מיטב דש השקעות בע"מ מחזיקה [בעקיפין] 4.9% מהון המניות של מידרוג בע"מ. מניות החברה חסרות אמצעי שליטה כלשהם

קבוצת פנינסולה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק של A2.il לקבוצת פנינסולה בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אודות החברה

קבוצת פנינסולה בע"מ הינה חברה ציבורית הפועלת בענף האשראי החוץ בנקאי, באמצעות מתן פיתרונות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, הכוללים ניכיון המחאות ומתן הלוואות כנגד קבלת ביטחונות שונים. החל משנת 2015, החברה פועלת בענף באמצעות שתי חברות בנות, פנינסולה בע"מ ופנינסולה אשראי מסחרי בע"מ. בנוסף, החל משנת 2016, עוסקת החברה במתן שירותי ניהול לקרן הפועלת במתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים ו/או בהשקעה בהון של חברות, באמצעות פנינסולה ניהול קרנות בע"מ, ומחזיקה בקרן בכ- 20%. בעלי השליטה בחברה הם: מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "מיטב דש") (כ- 52%), מיכה אבני (כ- 15%), המשמש כמנכ"ל החברה, והיתרה על ידי הציבור. פעילות החברה מהווה מימון משלים ומתחרה למערכת הבנקאית, במסגרתה, פונה החברה לקהל יעד מגוון העומד בקריטריונים שהגדירה, תוך פעילות בעסקאות אשראי במח"מ קצר ובינוני. בחודש פברואר 2018, התקבלו בידי הקבוצה שלושה רישיונות מורחבים למתן אשראי, עבור חברת האם וחברות הבנות, כאשר פעילות מתן האשראי מתבצעת בחברות הבנות בלבד.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הסיכון הענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה של החברה אך מוגבל יחסית בריכוזיות לקוחות המשליכה גם על ריכוזיות ההכנסות. מיצובה העסקי של החברה מושפע גם משותפות אסטרטגית עם בעלי השליטה - מיטב דש, כאשר החברה מהווה את זרוע מתן האשראי העסקי של מיטב דש; פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים, אולם עודנו מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית; איכות הנכסים של החברה טובה ביחס לדירוג, נתמכת בתיאבון לסיכון מתון יחסית, אולם בדומה לחברות בענף, קיימת לחברה חשיפה גבוהה יחסית לענף הנדל"ן והתשתיות, הממונתת בחלקה על ידי קבלת בטוחות נדל"ן, ומהווה מוקד סיכון מרכזי בתיק, אשר עלול לפגום בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייני ההומוגניים. איכות הנכסים משתקפת גם ביחס מתון יחסית ויציב לאורך השנים של חובות בעייתיים לתיק האשראי; לחברה פרופיל פיננסי טוב ביחס לדירוג, נוכח בנייה מתמשכת של כרית ההון, התומכת בספיגת הפסדים בלתי צפויים המשתקפת במינוף מאזני טוב יחסית להערכתנו, גם ביחס לקובננטים; רווחיות החברה סבירה לדירוג ומושפעת מצמיחה גבוהה בתיק האשראי, שמירה על איכות נכסים טובה יחסית והוזלת עלות מקורות המימון לאורך זמן, אולם זו עשויה להישחק, להערכתנו, נוכח רמת התחרות בענף וגידול בתמהיל הלקוחות עם פרופיל סיכון מתון יותר מסך התיק; פרופיל הנזילות של החברה סביר, אולם נציין, כי תיק הלקוחות של החברה מאופיין במח"מ קצר, כאמור, התומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר כרית נזילות משמעותית בעת הצורך, אולם תוך פגיעה מסוימת בפרופיל העסקי ובהיקף הרווח.

בטווח התחזית שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים, גידול של כ- 23%-30% בשנה בתיק האשראי, אשר יוביל לצמיחה בהכנסות המימון נטו ולמרות לחץ מסוים על המרווח הפיננסי. בנוסף, אנו צופים כי שיעור ההוצאה לחומ"ס מתיק האשראי ינוע בטווח של -0.6% -0.8%, זאת בשל סביבה עסקית מאתגרת ועליית סיכון במספר ענפים, לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי, אשר יובילו להמשך לחץ מסוים על מדדי הסיכון בתיק בהינתן היעדר שינוי בתיאבון הסיכון. בתרחיש זה, אנו צופים כי, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 3.0%-3.5% ו- 4.5%-5.0%, בהתאמה, יחסים אשר סבירים לדירוג. אנו צופים, כי היקף הכרית ההונית ימשיך להבנות כתוצאה מצבירת רווחים, בניכוי חלוקת דיבידנדים של לפחות 60% מסך הרווח הנקי מדי רבעון, במונחים שנתיים. להערכתנו, יחס המינוף המאזני צפוי להישחק כתוצאה מצמיחה עודפת בתיק האשראי ביחס לפוטנציאל צבירת הרווחים. כך, יחסי המינוף המאזני תחת הנחות הצמיחה בתיק האשראי, כאמור, ינועו בטווח של בין כ- 17.0%-19.5% בטווח התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי ובפיזור ההכנסות
- שיפור משמעותי באיכות הנכסים ובקיבולת ספיגת ההפסדים
- שיפור בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל הסיכון של החברה
- עלייה משמעותית בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי וכנגזר שחיקה באיכות הנכסים
- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות ובמרווחים הפיננסיים באופן שיפגע ברווחיות החברה
- שחיקה בכרית ספיגת ההפסדים ההונית ו/או עליית מינוף מהותית
- פגיעה בנגישות למקורות המימון
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה ובביצועיה

קבוצת פניסולה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪:

2015	2016	2017	2018	30.06.2019	
25,966	37,986	59,211	10,986	1,924	מזומנים ושווי מזומנים
399,500	484,742	557,006	734,020	869,120	אשראי ללקוחות, נטו
4,798	6,526	8,682	11,839	NA	הפרשה לחומ"ס
330,282	405,868	464,074	581,469	683,249	חוב פיננסי [1]
429,083	526,529	621,258	751,878	882,396	סך נכסים
94,230	112,598	147,617	158,117	185,900	הון עצמי

27,630	37,249	43,655	48,812	32,240	הכנסות מימון, נטו
2,621	3,745	4,191	2,990	2,248	הוצאות חובות מסופקים ואבודים
8,518	14,908	19,205	22,924	15,418	רווח נקי
14,294	23,927	29,688	32,939	22,352	רווח לפני מס והוצאות לחובות מסופקים ואבודים
NA	NA	NA	NA	NA	חובות בעייתיים [2]

7.5%	7.9%	7.9%	7.1%	7.1%	מרווח פיננסי [3]
22%	21%	24%	21%	21%	הון עצמי / סך נכסים
2.3%	3.1%	3.3%	3.3%	3.8%	תשואה על הנכסים הממוצעים (ROA)
3.8%	5.0%	5.2%	4.8%	5.5%	רווח לפני מס והוצאות לחומ"ס / נכסים ממוצעים
1.4%	1.5%	1.6%	1.8%	NA	הפרשה לחומ"ס / אשראי ללקוחות ברוטו

0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	הוצאות חובות מסופקים / ממוצע אשראי ללקוחות נטו
2.5%	2.3%	2.8%	3.2%	NA	חובות בעייתיים/ אשראי ללקוחות ברוטו ממוצע
10.1%	8.4%	9.3%	12.0%	NA	חובות בעייתיים/ (הון עצמי + הפרשה להפסדי אשראי)

[1] חובות לבנקים, הלוואות מוסדיים ואגרות חוב

[2] חובות בפיגור מעל 30 יום שלא הוכרה בגינם ירידת ערך וחובות שהוכרה בגינם ירידת ערך

[3] הכנסות מימון לתיק אשראי ברוטו פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי, באמצעות ניכיון ממסרים מסחריים והלוואות למגזר העסקי ובפרט לעסקים קטנים ובינוניים. מגזר העסקים הקטנים והבינוניים ממומן בעיקרו (כ- 95%) ע"י המערכת הבנקאית. פרט למערכת הבנקאית, הענף מורכב ממספר שחקנים מרכזיים מצומצם, בעלי ותק וניסיון בתחום. הענף מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית; ריכוזיות ענפית עם חשיפה משמעותית לענף הנדל"ן על נגזרותיו, המאופיין בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים; אסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, שחלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה ובפרט בשל היעדר בטוחות מהותיות; שינויים רגולטוריים, שעלולים להשפיע על רמת התחרות, הביקושים והציבות בענף. מנגד, הענף מאופיין בפזר רחב של לקוחות וחייבים ובמח"מ קצר יחסית, התומך ביכולת ניהול החשיפות והפחתת הסיכון הכולל בגין מתן אשראי. 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, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובזמני תגובה מהירים יחסית; השקעות במערכות מחשוב; ויכולת 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. 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 ולחזק הענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו. חוק נתוני האשראי שנכנס לתוקף לאחרונה, צפוי להקטין את האסימטריה במידע ולתמוך בחיתום מותאם סיכון טוב יותר עבור חלק מהשחקנים 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.

פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודלה של החברה ומקורות מימון מגוונים, אולם מושפע לשלילה מריכוזיות גבוהה בתמהיל ההכנסות

המיצוב העסקי של החברה, מוערך על ידו כהולם ביחס לדירוג ונתמך בגודלה המשמעותי של החברה, כפי שמתבטא בהיקף תיק אשראי של כ- 870 מיליון ₪, נכון ליום ה-30 ביוני 2019, אשר צמח משמעותית בשנים האחרונות (גידול שנתי ממוצע של 23% בתיק האשראי ברוטו בשנים 2016-2018) וזאת תוך היסטוריית פעילות משמעותית על פני מחזוריות כלכלית של כ- 15 שנים. מודל הפעילות של החברה כולל מגוון שירותים פיננסיים ללקוחות ובהם ניכיון שיקים והעמדת מסגרות אשראי ללקוחות למימון הון חוזר, כאשר מתן ההלוואה נתמך בין היתר בקבלת ביטחונות שונים (ממסרים דחויים, נכסי נדל"ן, ציוד, ערבויות אישיות וערבויות צד ג'). מודל הפעילות של החברה כולל פעילות מול לקוחות קצה ונותני שירות אשראי (נש"א), כאשר לאחרונים משקל משמעותי של כמחצית מתיק האשראי, המאפשר להערכתנו, המשך גידול משמעותי בתיק האשראי לצד פיזור גיאוגרפי רחב, אך גם מהווה מוקד סיכון לפרופיל העסקי בשל ריכוזיות לקוחות, העלולה לפגום ביכולת השבת ההכנסות של החברה. כך, 10 הלקוחות הגדולים של החברה מהווים כ- 56% מתיק האשראי ו- 40% מסך ההכנסות, נכון לנתוני ה-31 לדצמבר 2018. נציין, כי בשנים האחרונות החברה פועלת להגדיל את היקף הלקוחות, המאופיינים בהיקף מימון גבוה יותר ומח"מ עסקאות ארוך יותר, אולם גם בעלי איתנות פיננסית גבוהה יותר, זאת לאור יכולתם, בין היתר, להעמיד בטחונות הכוללים נדל"ן וציוד. כך, היקף תיק האשראי לזמן ארוך של החברה, המגובה רובו בבטוחות, צמח משמעותית בשנים האחרונות ועמד על כ- 52 מיליון ₪ ליום ה-30 ביוני 2019, לעומת כ- 7 מיליון ₪ נכון לסוף שנת 2017 (צמיחה של כ- 620%).

² בהתבסס על דו"ח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל לשנת 2017, משרד הכלכלה והתעשייה, והערכות מידורג על בסיס דוחות ציבוריים של חברות מימון חוץ בנקאיות והיקף האשראי הניתן למגזר העסקים הקטנים והזעירים בבנקים.

יכולת השבת ההכנסות של החברה מתבססת בעיקר על המוניטין שצברו מנהליה הבכירים, הפועלים בשוק זה שנים ארוכות ונהנים להערכתנו מניסיון רב ומהיכרות רחבה עם מרבית הגורמים הפועלים בתחום, זאת לצד תודעת שירות גבוהה, זמני תגובה ומתן אשראי מהירים.

בנוסף נציין, כי הפרופיל העסקי ופוטנציאל צמיחת תיק האשראי מושפע לחיוב מכך שהחברה מוחזקת על ידי מיטב דש (המחזיקה כ- 52% ממניות החברה) ומהווה זרוע מימון למתן אשראי עסקי כחלק משותפות אסטרטגית, דבר המחזק את מוניטין החברה. להערכתנו, יכולה להיות קיימת תמיכה חלקית של מיטב דש (A1.ii) בחברה וזאת בשל סיכון מוניטין והיותה זרוע אשראי מהותית עבור בית ההשקעות. בכל מקרה תמיכה זו מוגבלת בסכום, להערכתנו. בנוסף, פוטנציאל הצמיחה נתמך בנגישות גבוהה יחסית למקורות מימון נוכח תמהיל מגוון יחסית של מקורות מימון (כפי שיתואר בפרק הנזילות), אשר השתפר בשנים האחרונות הודות לגיוס שתי סדרות אג"ח, סדרת נע"מ, ושלושה קווי אשראי מבנקים.

בטווח התחזית שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים, גידול משמעותי נוסף של כ- 23%-30% בשנה בתיק האשראי, אשר ישתקף הן בצמיחה בבסיס הלקוחות הקיים בנוסף לצמיחת בסיס לקוחות עם היקפי מימון גדולים יותר כנגד קבלת בטוחות, כאמור אשר יתמוך בגידול בבסיס ההכנסות ובפרופיל העסקי של החברה.

פרופיל הסיכון נתמך במח"מ התיק הקצר ופיזור מושכים, אולם מוגבל נוכח חשיפה לריכוזיות ענפית

החברה הינה ציבורית ומתנהלת על פי הסטנדרטים הנהוגים בחברות ציבוריות, לרבות בנושאי ממשל תאגידי. ניהול הסיכון בחברה נתמך במספר מעגלי בקרה בהם מנגנון חיתום קפדני, ניטור ומעקב שוטף ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה, הכולל גם שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור בלתי תלוי. כמו כן, בניגוד לחברות אחרות בענף, הסובלות מתלות מהותית באנשי מפתח, לאור מבנה הבעלות בחברה, לחברה תלות נמוכה יחסית במנכ"ל החברה, המהווה בעל שליטה בחברה. כך נתמך פרופיל הסיכון של החברה בפיזור מושכים טוב יחסית, המשתקף ב- 10 המושכים הגדולים, המהווים כ- 11% מהתיק ב-30 ביוני 2019 וכ- 51% מההון העצמי לאותו מועד. עם זאת, תיק האשראי של החברה מאופיין בפיזור ענפי נמוך יחסית (בדומה לענף), כאשר החברה חשופה בעיקר לענפי הבנייה (כ- 28%), והתשתיות (כ- 14%), המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפעים ממאפיינים הומוגניים.

מח"מ תיק האשראי בדומה לשאר החברות בענף קצר מאוד, תומך בניהול סיכון הנזילות ומקטין את החשיפה לשינויים בריבית. בהקשר לכך נציין, כי להערכתנו, מח"מ התיק צפוי להתארך נוכח הצפי לגידול באשראי לזמן ארוך, אך יותר קצר בטווח התחזית. נציין בנוסף, כי החברה פועלת בשנים האחרונות להתאים מקורות לנכסים בגין ההתארכות המח"מ לרבות באמצעות גיוס אג"ח במח"מ דומה.

איכות הנכסים טובה ביחס לדירוג

תיק האשראי של החברה מאופיין ברמת סיכון נמוכה ביחס לדירוג, כפי שמשתקף בשיעור חובות בעייתיים³ לסך התיק ברוטו אשר שמר על יציבות לאורך השנים ועמד בממוצע על כ- 2.7% בין השנים 2016-2018, כאשר יחס הכיסוי טוב⁴ יחסית ועמד על כ- 58% לסוף שנת 2018. יחס זה משקף כרית טובה יחסית ביחס לסיכון הצפוי בתיק ואף נמצא במגמת שיפור לאורך השנים. בנוסף, סך כריות הספיגה של החברה (יתרת ההפרשה והון עצמי) הולמים ביחס להפסדים הצפויים בתיק ותומכים בהמשך גידול בתיק האשראי בטווח התחזית.

מוקד סיכון מרכזי בתיק, נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענף הנדל"ן, כאמור, העלולה לפגום משמעותית בכריות הספיגה כתוצאה מהפסד בלתי צפוי ונוכח מאפייני ההומוגניים, אולם ממותנת בחלקה על ידי קבלת בטוחות נדל"ן. בטווח הזמן הקצר, אנו צופים יציבות מסוימת בשיעור ההוצאה לחומ"ס, זאת על אף שלהערכתנו, הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת נוכח רמת התחרות הגבוהה גם בשל הרחבת ההיצע, עליה ברמת הסיכון במספר ענפים אליהם חשופה החברה, לצד המשך צמיחה מהירה בתיק האשראי.

כך להערכתנו, שיעור הוצאות לחומ"ס ינועו בטווח של 0.6%-0.8% מתיק הלקוחות בשנים 2019-2020 כתלות בצמיחה של תיק האשראי ויכולת הגבייה, כאשר יחס החובות הבעייתיים לתיק האשראי ברוטו ולכריות הספיגה, צפויים לנוע בטווח של 2.9%-3.0%, ו-13.0%-15.0%, בהתאמה.

³ חובות בפיגור מעל 30 יום שלא הוכרה בגינם ירידת ערך וחובות שהוכרה בגינם ירידת ערך
⁴ הפרשה כנגד חובות בעייתיים

רווחיות סבירה לדירוג; צפי לשחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות בשנתיים הקרובות

רווחיות החברה סבירה לדירוג, הושפעה לחיוב מצמיחת תיק האשראי וכנגזר הרחבת בסיס ההכנסות, איכות הנכסים והוזלת עלות מקורות המימון. זאת לאור, סביבת הריבית הנמוכה במשק, גיוון מקורות האשראי ושיפור תנאים מול הבנקים הממנים. מנגד, בשנים האחרונות, נשחקה הריבית הנגבית מלקוחות⁵, אשר עמדה בשנת 2018 על כ- 8.9% (2016: 10.3%), נוכח רמת התחרות בענף וגידול חלקן של עסקאות אשראי מגובות בטוחות, אשר גוזרות ריבית מותאמת סיכון נמוכה יותר. כך, המרווח הפיננסי שמר על יציבות מסוימת ועמד על כ- 7.6% בממוצע בשנים 2016-2018. נציין בנוסף, כי לחברה מקור הכנסות נוסף מדמי ניהול רבעוניים בתמורה לשירותי ניהול לקרן הון צמיחה להשקעה בעסקים קטנים ובינוניים בשיתוף משרד הכלכלה, אך איננו מהותי מסך בסיס ההכנסות של החברה. החברה הציגה שיפור מתמשך ביחס היעילות התפעולית לאורך השנים, כפי שמשקף ביחס יעילות תפעולית טוב יחסית, אשר עמד על 33% נכון לסוף שנת 2018 (2016: 38%), וזאת לאור שמירה על מרווח פיננסי יציב יחסית, גידול מתון בהוצאות תפעוליות וגידול בהיקף הפעילות. כנגזר שיעורי הרווחיות, התשואה על נכסים (ROA) ותשואת הליבה⁶ השתפרו ועמדו על כ- 3.8% ו- 5.5%, בהתאמה, במחצית הראשונה של 2019. בטווח התחזית שלנו לשנים 2019-2020, אנו צופים המשך גידול בתיק האשראי לצד שחיקה מסוימת במרווח הפיננסי נוכח רמת התחרות בענף וירידה בריבית מותאמת סיכון בגין עלייה בחלקן של עסקאות אשראי מגובות בטוחות, כאמור. בתרחיש זה, התשואה על הנכסים (ROA) ותשואת הליבה ינועו בטווח שבין 3.0%-3.5% ו- 4.5%-5.0%, בהתאמה.

מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים

החברה מתאפיינת במינוף מאזני טוב יחסית, הנתמך על ידי בניית כרית ההון כתוצאה מרווחים שוטפים בניכוי דיבידנדים וגיוסי הון, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ- 21%, ליום ה-30 ביוני 2019. קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון ביחס לפרופיל הסיכון ואיכות הנכסים של החברה טובה יחסית להערכתנו ותומכת באיתנותה הפיננסית של החברה. בנוסף, לחברה פוליסת ביטוח אשראי ממבטח בינלאומי על סך 55 מיליון דולר אמריקאי, המהווה כ- 100% מהון החברה ליום ה-30 ביוני 2019 ותומך בשימור וחוזק כרית ההון. נציין, כי, ביוני 2019, הוזרמו לחברה כ- 30 מיליון ₪ בדרך של הנפקה לציבור⁷ המהווה שכבת ספיגה נוספת ביחס לחובות של החברה התומכת בפוטנציאל הצמיחה של תיק האשראי של החברה. פוטנציאל הצמיחה של החברה נתמך בין היתר בגמישות פיננסית טובה יחסית, כאשר החברה שומרת על מרחק הולם ביחס לקובננט העיקרי (יחס הון עצמי למאזן של 15%) מול הגורמים הממנים. מנגד, לחברה מדיניות דיבידנדים מכבידה יחסית אשר עומדת על לפחות 60% מהרווח הנקי מדי רבעון במונחים שנתיים. בטווח התחזית, אנו צופים, כי, יחס המינוף המאזני צפוי להישחק ולעמוד על כ- 17.0%-19.5% בעיקר בשל קצב הצמיחה המהיר בתיק, כאשר פוטנציאל בניית כרית ההון בניכוי דיבידנדים יצמח בקצב מתון יותר. בהקשר לכך נציין, כי לחברה נגישות טובה יחסית לשוק ההון ועשויה לפעול לגיוס הון נוסף מהציבור במידה והמרחק מהקובננט יצומצם.

נזילות החברה סבירה לדירוג ונתמכת במח"מ התיק הקצר

החברה תלויה במידה רבה במימון חיצוני ובפרט במערכת הבנקאית לצורך מימון פעילותה השוטפת ואינה מחזיקה כרית מזומן מהותית. לחברה מימון משלושה בנקים, מתוכם מסגרת חתומה אחת בהיקף של 150 מיליון ₪. פרופיל הנזילות של החברה, נסמך כאמור, בעיקר על מסגרות בנקאיות כאשר יחס הנזילות - הכולל יתרות נזילות (כולל מסגרת חתומה ופנויה) ביחס לתשלומי החוב (קרן) בשנתיים הקרובות עמד על כ- 83% והינו סביר ביחס לדירוג, כאשר בשנתיים הקרובות החברה תידרש לשלם קרן אג"ח של כ- 240 מיליון ₪. לחברה נגישות טובה יחסית למקורות מימון, כאמור וצפויה למחזר חוב זה בטווח התחזית. בנוסף, נציין כי תיק הלקוחות מאופיין במח"מ קצר (כ- 89 ימים), תומך בגמישות הפיננסית ויכול לפצות על היעדר נזילות מספקת בעת הצורך, אולם לתקופה מוגבלת בזמן ותוך שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי. אנו לא צופים שינוי מהותי בפרופיל הנזילות בטווח התחזית.

⁵ הכנסות מימון לממוצע תיק אשראי ברוטו

⁶ רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים בתקופה

⁷ נציין כי החברה הנפיקה שתי סדרות כתבי אופציות בהיקף של כ- 10 מיליון ₪ כל אחת, כאשר מועד המימוש שלהן הינו בדצמבר 2019 ו- יוני 2020, אשר נמצאות בתוך הכסף נכון למועד הדוח.

נציין, כי בנובמבר 2018, גייסה החברה נע"מ (סדרה 1) בהיקף כולל של 125 מיליון ₪, עם "אופציית קריאה" לכסף תוך 7 ימי עסקים, אשר מייצרת אי ודאות בנוגע למועד ה"קריאה לכסף" אם בכלל. כנגדם הצהירה החברה כי תשמר מסגרת בנקאית פנויה וחתומה בהיקף של 50 מיליון ₪. בנוסף, מניתוח הנזילות שביצעה מידרוג עולה כי בטווח זמן ה"קריאה לכסף", לחברה מקורות זמינים נוספים בדמות אשראי לקוחות לפירעון בהיקף ממוצע של כ- 85 מיליון ₪ ובתרחיש רגישות של מידרוג בהיקף של כ- 43 מיליון ₪. בנוסף, היקפי האשראי הממוצעים שהחברה מעמידה ללקוחותיה בטווח זמן זה (7 ימי עסקים) עומדים בממוצע (ללא הנחת גידול בתיק) על כ- 132 מיליון ₪ ובתרחישי רגישות על כ- 82 מיליון ₪, כאשר החברה יכולה להקטין במידת מה את העמדת האשראי וללא פגיעה בפרופיל העסקי, להערכתנו. מקורות אלה תומכים ביכולתה של החברה לשרת את אי הודאות הנובעת מאופציית ה"קריאה לכסף" לאורך חיי הנע"מ במידה ותתרחש.

שיקולים מבניים - השפעה ניטרלית לדירוג

מבנה הגיוס של החברה כולל הנפקה בחברה, תוך הורדת סכום הגיוס לחברת הבת פנינסולה אשראי מסחרי בע"מ, בצורה של הלוואת בעלים Back To Back ביחס לתנאי אגרות החוב (סדרה א') ואגרות החוב (סדרה ב') של החברה, וזאת לצורך מימון פעילותה של חברת הבת. נציין כי בחברת הבת אין חובות הבכירים ביחס להלוואות הבעלים.

דוחות קשורים

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון המימון התאגידי, ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

22.10.2019

שם יוזם הדירוג:

קבוצת פנינסולה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

קבוצת פנינסולה בע"מ

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 וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי 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>