

# פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ

מעקב | אוגוסט 2020

## אנשי קשר:

**דניאל בן עמרם**  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[Danielb@midroog.co.il](mailto:Danielb@midroog.co.il)

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

---

## פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A2.il לפסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל פיננסי בולט לטובה, המבוסס על רמת מינוף מתונה ביחס לרמת הדירוג ולקבוצת השוואה<sup>1</sup>, המתבטאת ביחס הון למאזן של כ-21.7% ליום ה-31.03.2020 אשר צפויה להשתפר במידת מה להערכת מידרוג. החברה מציגה שיפור ברווח התפעולי ובמקורות מפעולות (FFO) בשנים האחרונות, נוכח אסטרטגיית הרחבת צי כלי הרכב של החברה וזאת תוך עלייה מתונה במינוף מתונה יחסית. מידרוג מניחה פגיעה ברווחיות החברה בשנים 2020-2021 בהשוואה לשנת 2019, בעיקר בשל השלכות המשבר הכלכלי על ענף הליסינג. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות בינוני, עם צי המונה כ-25.5 אלף כ"ר נכון לסוף שנת 2019, המשקף נתח שוק<sup>2</sup> של כ-10% בענף הליסינג וההשכרה. הכנסות החברה מדמי חכירה תפעולית והשכרה הסתכמו בכ-537 מ' ש"ח בשנת 2019. ריכוזיות מותגי קרסו בצי החברה (בעיקר במוטגי רנו וניסאן) מעלה את סיכון האשראי והיותה גורם שלילי בדירוג.

דירוג החברה זוכה להטבה דירוגית בשל היותה בבעלות מלאה של קרסו מוטורס בע"מ ("קרסו מוטורס", A1.il באופק יציב), שאנו מעריכים כי בידה היכולת והנכונות לתמיכה בחברה במידה גבוהה של סבירות בעת הצורך. אשרור דירוג המנפיק של פסיפיק וייצוב אופק הדירוג, על אף הורדת דירוג המנפיק של חברת האם קרסו מוטורס בע"מ נתמך בהערכתנו כי צמצום פער הדירוגים בין החברות, לא צפוי לפגוע במידת הנכונות והיכולת של חברת האם לתמוך בפסיפיק ככל ותידרש וכן בשל פרופיל עסקי ופיננסי יציב של פסיפיק.

מידרוג מעריכה כי החברה לא תמשיך באסטרטגיית צמיחת הצי, ואף תפעל לצמצום מסוים בצי בטווח הזמן הקצר נוכח השלכות המשבר הכלכלי על הביקושים בענף הליסינג. מידרוג מעריכה בנוסף כי התפתחות הצי של פסיפיק ותמהיל הצי ייבחנו בטווח הקצר גם בראיית מיזוג הפעילות של החברה עם החברה האחות קל אוטו שירותי מימון (1998) בע"מ, שנרכשה בידי קרסו בחודש מאי השנה, ובין החברות החל מיזוג תפעולי. צי הרכבים המאוחד של פסיפיק וקל אוטו עמד על כ-42 אלף כ"ר נכון למועד העסקה, ולהבנתנו, בכוונת קרסו לטייב את תיק החוכרים של שתי החברות. מידרוג מעריכה כי עסקת קל אוטו עשויה לשפר את מיצובה העסקי של החברה בשל הגידול בצי המשותף ופוטנציאל ליתרות לגודל. עם זאת, נותרת אי וודאות לגבי גודל הצי וטיבו בסוף תהליך המיזוג, וכן השלכתו על יחסי האיתנות והרווחיות של שתי החברות יחד, כאשר גורמים אלו יתבהרו לאורך הזמן. בשל כך, השפעת המיזוג הפוטנציאלי בין פסיפיק לבין קל אוטו לא קיבלה ביטוי בתרחיש הבסיס של מידרוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2020 ענף הליסינג יחווה ירידה בביקושים לעסקאות חדשות בשל המשבר הכלכלי שמוביל לעלייה חדה באבטלה והתייעלות של חברות וכן ברקע המגבלות הפיזיות הנובעות מצעדי הבלימה של מגיפת וירוס הקורונה. ככלל, איננו מניחים החזרת עסקאות ביקושים משמעותיים בשל המח"מ הקצר של העסקאות וקיומם של קנסות יציאה. הביקוש לעסקאות חדשות בשנת 2021 נתון באי וודאות גבוהה ותלוי בין השאר במידת ההתאוששות של שוק העבודה והמשק המקומי.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2020 מניח כי תחול ירידה בהיקף עסקאות הליסינג בחברה, בשיעור של 5%-10%, בעיקר נוכח אי חידוש עסקאות. כפועל יוצא אנו מניחים שחיקה בניצולת הצי בשל גידול מלאים, שעלולה להוביל לירידת ערך לא מהותית ביחס להון העצמי, אך בעלת השפעה שלילית על הרווח הנקי בשנת 2020. אנו מעריכים כי מימוש כלי הרכב מוצי יוסיף להניב רווחיות חיובית בזכות המשך ביקושים וכן נוכח מדיניות פחת שמרנית שמפגינה החברה לאורך זמן, כולל בשנה זו. החברה נקטה במהלכי התייעלות בהוצאות התפעוליות, ובעיקר צמצום כוח אדם והוצאות משתנות. אנו מעריכים כי מהלכים אלו ימתנו במידת מה את הפגיעה ברווחיות שתנבע מהקטנתן בהכנסות ההשכרה. עם זאת, בשל עליית סיכון האשראי במשק ובענף הליסינג בפרט, אנו מעריכים כי תחול עלייה במרווח האשראי של החברה בקרב המערכת הבנקאית. בשנת 2021, אנו מעריכים עלייה מסוימת בביקוש לעסקאות ליסינג חדשות

<sup>1</sup> קבוצת השוואה כוללת בעיקר חברות בענף הליסינג שנתוניהן פומביים.

<sup>2</sup> שיעור נתח השוק בוצע למול הערכות של כ-240 אלפי כ"ר בליסינג, בנטרול מלאי המוצע למכירה.

ביחס לשנת 2020, זאת על בסיס הנחה לצמיחה חיובית בתמ"ג בהתאם לתחזית ב"י, אם כי איננו מניחים עלייה בדמי השימוש כפי שאפיין את השנים האחרונות.

בדומה לענף, רווחיות החברה נמוכה יחסית לאורך זמן, כפי שזו נמדדת ביחס הרווח הנקי לפני מס לסך הנכסים במאזן (ROA) המבטא לגישתנו את המודל העסקי של פעילות הליסינג. בשנת 2019 חל שיפור משמעותי ברווחיות החברה, כפי שהשתקף ביחס ROA מותאם של 0.91% ביחס לממוצע של 0.58% בשנים 2016-2018, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מניח ROA של 0.4% - 0.6% בשנות התחזית.

רמת המינוף של החברה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג, ותרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנות התחזית היא צפויה להשתפר, ולעמוד בטווח של 22%-23% נוכח הנחה לצמצום מסוים בהיקף הצי והמשך יצירת רווחיות ועיבוי הכרית ההונית של החברה, תוך שהחברה אינה נוהגת לחלק דיבידנדים לבעלי המניות. מידרוג מעריכה כי רמת המינוף המתונה של החברה מהווה גורם ממתן למול החשיפה הגבוהה של צי החברה למוותגי קבוצת קרסו. יחס כיסוי הריבית, המבטא לגישתנו את הגמישות הפיננסית ואת יכולת המנפיק להמשיך למחזר את חובות החברה מתוך הפעילות השוטפת, עמד בשנת 2019 על כ-2.0X, ולהערכתנו בשנות התחזית צפוי להישחק ולנוע בטווח של 1.4X-1.8X.

נזילות החברה נשענת על תזרים פנימי (תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני רכישת כלי רכב לפעילות הליסינג וההשכרה) משמעותי ביחס לחלויות השוטפות של החוב הפיננסי, של פי 1.2 עד 1.3 בארבעת הרבעונים שהחל מ-31.03.2020. החברה אינה נוהגת להותיר יתרות נזילות בהיקף מהותי יחסית לחלויות החוב, ובנוסף אין היא מחזיקה במסגרות אשראי חתומות, גורם שלילי בדירוגה. החברה פועלת לאורך זמן ניכר מול מספר תאגידים בנקאיים, ואנו מעריכים כי ניסיון העבר כמו גם הבעלות בידי קרסו תורמים לנגישותה למערכת הבנקאית, כפי שהתבטא גם בפרוץ נגיף הקורונה. גמישותה הפיננסית של החברה הולמת את הדירוג ונתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס ובצי כלי רכב פנויים משעבוד בשווי משמעותי. לצד זאת, החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי גורמי המפתח המשפיעים על מיצובה העסקי והפיננסי של החברה יעמדו בתרחיש הבסיס של מידרוג בשנות התחזית. להערכתנו כי יש בידי החברה את הכלים הנחוצים להתמודד באופן סביר עם השלכות משבר נגיף הקורונה, על אף סביבה עסקית חלשה בטווח הזמן הקצר-בינוני. לצד זאת, אי הוודאות הגבוהה בנוגע להתפתחות משבר וירוס קורונה והמשבר הכלכלי הם בעלי השלכה שלילית על ענף הרכב בכלל, וענף הליסינג בתוכו, וגורם זה מעלה אי וודאות גבוהה מהרגיל. כמו כן, אופק הדירוג נתמך בהערכתנו כי על אף הורדת הדירוג של חברת האם קרסו וצמצום פער הדירוגים בין החברות, הנחת התמיכה מצד חברת האם אינה צפויה להיפגע. מידרוג תבחן לאורך זמן את ההשלכות על פסיפיק, של רכישת קל אוטו בידי החברה האם, בהיבטים של הזדמנויות הסינרגיה לצד השלכות על הרווחיות והאיתנות המשותפת של שתי החברות.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס הון למאזן
- גידול משמעותי בהיקף הכנסות החברה ובנתח השוק, תוך כדי שמירה על רמת רווחיות הולמת

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ירידת יחס ההון למאזן אל מתחת ל-20% לאורך זמן
- ירידת יחס כיסוי ריבית אל מתחת ל-1.0 לאורך זמן
- הערכת מידרוג לירידה ביכולת ובנכונות לתמיכה מקרסו מוטורס

## פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

2016	2017	2018	2019	Q1 2019	Q1 2020	
799	838	907	854	198	211	סך הכנסות
270	309	324	369	88	94	מקורות מפעולות FFO
0.54%	0.59%	0.61%	0.91%	0.75%	0.90%	תשואה על הנכסים (ROA)*
1.6	1.7	1.6	2.0	2.5	2.6	EBIT/הוצ' מימון ברטו
24.1%	23.3%	22.0%	22.4%	20.7%	21.7%	הון עצמי לסך מאזן
3.8	2.9	3.1	3.0	3.4	3.0	חוב פיננסי ברטו ל-FFO

\*רווח לאחר מס בנטרול דיבידנדים ממניות קרסו לממוצע נכסים במאזן

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**צמצום הביקוש לעסקאות לסינג, לצד השפעה חיובית מתונה על הביקוש למושמשות בטווח הקצר. אי יציבות כלכלית ושיעורי אבטלה גבוהים יוסיפו להעיב על הסיכון הענפי**

ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה. הענף בעל פוטנציאל צמיחה מוגבל ונשלט על-ידי חמש חברות עיקריות בעלות נתח שוק של כ-70% מסך צי הליסינג התפעולי לאורך זמן. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים, הנובעים בעיקר מהצורך בהון עצמי משמעותי להשקעה ראשונית בצי הרכב, נגישות למקורות מימון חיצוניים וניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג וערכי הגרט. לחברות בענף תלות רבה ביכולת מחזור חוב לאורך מחזור האשראי וחישיפה גבוהה לערך הגרט של כלי הרכב המשומשים, המהווים את הנכס העיקרי במאזן של חברות הליסינג. ענף הליסינג חשוף במידה רבה לרגולציה בתחום המיסוי, הן בצד שווי השימוש המשפיע על האטרקטיביות של עסקת הליסינג עבור מעסיקים ומועסקים והן בצד שיעור מס הקנייה והמס הירוק על כלי הרכב החדשים, שמחירם מצוי בתמסורת גבוהה עם כלי הרכב המשומשים ומכאן שמשפיע על סיכון הגרט.

בעשור שמאז השלמת רפורמת "שווי שימוש", אשר נועדה לצמצם את הכדאיות במתן רכב לסינג כהטבה לעובדים, חווה ענף הליסינג סטגנציה בביקוש הצי המצרפי וזאת למרות הצמיחה בתוצר המקומי ובתעסוקה. מצב זה הוביל לתחרות עזה נוכח עלויות מעבר נמוכות ובידול נמוך במוצר ובשירות, אשר שחקה את דמי השימוש והרווחיות של כלל החברות בענף. בשנים האחרונות, ברקע המשך הצמיחה במשק המקומי, חלה התמתנות ברמת התחרות בענף מצד השחקנים הגדולים, אשר התבטאה בעליה בדמי השימוש בליסינג התפעולי, אשר בשילוב עם מדד המחירים, הובילה לשיפור ברווחיות בענף. פוטנציאל הצמיחה המוגבל הוביל את החברות בענף לפתח פעילויות משלימות על גבי פלטפורמת הפעילות הקיימת, כגון מכירה של כלי רכב 0 ק"מ, לסינג ללקוחות פרטיים וכן כניסה לתחום האשראי למימון רכישת כלי רכב חדשים ומשומשים. פעילויות אלו היוו את מנוע הצמיחה העיקרי של החברות בענף ופיצו על שחיקה בפעילות הליבה.

לחברות בענף חשיפה לערך הגרט של כלי הרכב, בעיקר בגיל שעד 4 שנים, אשר עלולה להתבטא בפער שלילי בין ערכם בספרים של כלי הרכב לבין מחירם בתום חיי העסקה. סיכון זה מאמיר נוכח המינוף הניכר שמאפיין את החברות בענף וכרית הרווחיות הצרה. מאפייני הצי של חברות הליסינג, כגון גיל הצי, פרופיל היצרנים ופרופיל הלקוחות משפיע אף הוא על איכות הצי וסיכון הגרט, וכתלות בקצב ההפחתה של הצי. גודלו וסחירותו הגבוהה של שוק הרכב המשומש בישראל מהווים גורם ממתן בבחינת סיכון הגרט, כאשר אלו נשענים על ביקוש יציב יחסי לאורך זמן, המוזן מהגידול בבעלי רישיונות נהיגה וברקע פתרונות תחבורה ציבורית שעודם לא מספקים דיו. כמו כן, חברות הליסינג מהוות גורם דומיננטי במכירות של כלי רכב משומשים בטווח 0-4 שנים, עם היצע מגוון של כלי רכב ופלטפורמת מכירה רחבה אשר כוללת פתרונות של טרייד-אין ופתרונות מימון, כל אלו מקנים להן יכולות מכירה גבוהות יחסית. מחירי כלי הרכב המשומשים מצויים במנגנון תמסורת עם מחירי הרכבים החדשים, המושפעים בתורם בעיקר משערי החליפין ומשיעור מס הקנייה על כלי רכב בישראל וכן מרמת מלאי כלי הרכב המוצעים.

ההשלכות של התפרצות נגיף קורונה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 הובילו להאטה משמעותית בפעילות הכלכלית במשק המקומי והגלובלי, לעלייה בשיעור האבטלה ולירידה בשיעור צמיחת התוצר. להערכתנו, השלכות אלו צפויות להוביל בטווח קצר לירידה לא מבוטלת בביקוש לעסקאות לסינג תפעולי בשל תהליכי התייעלות ומעבר לעבודה מהבית אצל חלק מלקוחות הענף. כמו

כן, אנו צופים כי תחול ירידה במגזר פעילות ההשכרה לז"ק, אשר בשונה מהליסינג, אינו כרוך בהתקשרות בחוזים ארוכים ומושפע גם הוא מההאטה הכלכלית ומהירידה בתיירות הנכנסת, כאשר זו תקוזז בחלקה מצד תחליפיות הביקושים להשכרה לז"ק למול עסקאות ליסינג ורכב משומש.

השלכות משבר נגיף הקורונה הובילו לפגיעה בנגישות של חברות הליסינג למקורות מימון, בעיקר כאשר קיים מינוף גבוה. אנו מעריכים כי החברות בענף יפעלו לצמצום היקף רכישת כלי רכב, להארכת עסקאות ליסינג בעזרת תמריצים ולהתאמת הציים בהתאם לרמת הביקושים במשק, על מנת להקטין מינוף בטווח הקצר.

להערכת מידרוג, הביקוש לכלי רכב משומשים אינו צפוי להיפגע במידה משמעותית כתוצאה מהתפרצות וירוס קורונה והמשבר הכלכלי שנלווה לכך, בשל היותו של הרכב המשומש תחליף זול ונחות לרכב חדש, שהביקוש לו ירד במידה משמעותית בשל השלכות המשבר הכלכלי.

### **הפרופיל העסקי מוגבל בשל מודל עסקי צר וריכוזיות גבוהה של מותגי קרסו; השלכות עסקת קל אוטו יתבהרו לאורך זמן**

פסיפיק הינה זרוע הליסינג והמימון של יבואנית כלי הרכב קרסו מוטורס ועיקר פעילותה הינו בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב. פעילות פסיפיק מיועדת בין השאר לתמוך במכירות הרכב החדש של קרסו מוטורס באמצעות החדרת דגמים חדשים ולהקנות ליבואן יתרונות יחסיים למול יבואנים אחרים וחברות הליסינג. צי הרכב של פסיפיק, הפועלת בשם המותג Lease4U, מונה כ- 25 אלף כ"ר נכון ליום 31.12.2019, מתוכם כ- 20 אלף כ"ר בליסינג וכ- 3 אלף כ"ר בהשכרה לז"ק. החברה פעלה בשנים האחרונות להרחבת היקף הצי על מנת לשפר את מיצובה העסקי בענף, ובין השנים 2016-2019 היקף הצי גדל במצטבר בכ-27%, המבטא צמיחה עודפת ביחס לענף.

עם היקף הכנסות מחכירה תפעולית, מימונית והשכרה של כ-537 מיליוני ₪ בשנת 2019, גיוון פעילות החברה הינו מצומצם ביחס לחברות מקבילות בענף, והיא מתמקדת בעיקר במגזר הליסינג התפעולי אשר היווה כ-87% מהכנסות החברה מהשכרה בשנת 2019. יתר ההכנסות נבעו בעיקר מפעילות ההשכרה לז"ק, שהינה קטנה בהיקפה אך תורמת לגמישות התפעולית ולניהול הצי. החברה חותרת להרחיב את מגוון הפתרונות בתחום שירותי הליסינג, ובדומה ליתר החברות בענף, מציעה מסלולים של ליסינג ללקוחות פרטיים ו-SUBLEASE. לחברה 25 סניפי מכירה ושירותי בפריסה ארצית רחבה יחסית. כמו כן, באמצעות חברת האחות- אוטו-קאש, מציעה החברה פתרונות מימון ללקוחותיה בתחום רכישת הרכב המשומש והטרייד אין. חשיפת החברה למוותגי קרסו, מצעימה את סיכון ערך הגרט של צי החברה נוכח תמורות לאורך זמן בטעמי הצרכנים ובפרט נוכח רמת סחירות נמוכה יחסית של חלק ממותגי קרסו.

השלכות נגיף קורונה הובילו להאטה משמעותית בפעילות העסקית במשק המקומי, עלייה בשיעור האבטלה, וירידה ברמת הנסועה. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020 היקף הצי המניב של החברה צפוי להצטמצם בטווח של 5%-10% בהשוואה לשנת 2019, בעיקר כתוצאה מאי חידוש עסקאות ליסינג אשר הגיעו לסימון, למרות מאמצי החברה להארכת עסקאות קיימות. הירידה בהיקף הצי תושפע גם מהירידה בביקושים לשירותי השכרה לז"ק, לאור היעדר מנגנון קנסות בגין החזרת עסקאות בטרם עת, ועל אף רמת החשיפה הנמוכה יחסית של החברה לענף התיירות. בהתאם לכך אנו מניחים ירידה בשיעור ניצולת הצי, וגידול משמעותי בשיעור הצי שאינו מניב בשנה זו, כך שבסה"כ היקף הצי (מניב ושאינו מניב) צפוי להצטמצם במעט ביחס לרמתו בשנת 2019. מידרוג מעריכה כי בשנת 2021 צפויה עלייה מתונה בהיקף הצי הכולל של החברה, וכי תחול עלייה בשיעור ניצולת נוכח שיפור התאמת הצי לרמת הביקושים במשק.

בחודש מאי 2020 הושלמה רכישת קל-אוטו ע"י חברת האם קרסו מוטורס. במועד סגירת העסקה החזיקה קל אוטו בצי של כ-17 אלף כלי רכב. מאז הרכישה החל מיזוג תפעולי בין החברה לבין קל אוטו, אשר כולל ניהול צי משותף תחת הנהלה משותפת במטרה להניב סינרגיות ניהוליות ועסקיות מהפעילות המשותפת, תוך טיוב תיק הלקוחות של שתי החברות (יודגש כי פסיפיק וקל אוטו עודן חברות אחיות בקבוצת קרסו ולא בוצע מיזוג משפטי בפועל של שתי החברות). להערכת מידרוג, רכישת קל אוטו בידי קרסו עשויה לשפר את מיצובה העסקי של פסיפיק בענף הליסינג, בעיקר נוכח החשיבות של יתרונות לגודל בקבלת הנחות מספקים, לצד ניצול יעיל של

תשתיות ומערכי שיווק והפצה, ופיזור רחב יותר של תיק הלקוחות. עסקה זו, לצד רה-ארגון אשר בוצע בשנת 2019 עם העברת פעילויות הטרייד-אין ומכירת ה-0 ק"מ לחברת האחות "מרחבים", עשויים לתמוך בשיפור יכולת המכירה של החברה, זאת ע"י הגדלת פריסת הסניפים והיצע כלי הרכב הנמכרים במגרשים. לצד כל זאת, קל אוטו נרכשה על ידי קרסו במסגרת הסדר חוב מול מממניה לאחר שנקלעה למצוקה פיננסית קשה. אנו מעריכים כי הסדר החוב ורכישתה בידי קרסו שיפרו את איתנותה וגמישותה הפיננסית של קל אוטו, אולם מיצובה הפיננסי פרופורמה לרכישה טרם נבחן על ידינו וכך גם רווחיותה תידרוש בחינה לאורך זמן.

### **ירידה בשיעור ניצולת הצי צפויה להעיב על רווחיות החברה בטווח הזמן הקצר**

נראות ההכנסות של החברה טובה יחסית ונתמכת בצבר הכנסות הנובע מחוזי חכירה לטווח של כ-3 שנים, המקנים לחברה רמת הכנסות יציבה וצפויה יחסית בטווח הזמן הקצר והבינוני, עם מרכיב השכרה לז"ק נמוך יחסית. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מרמת המינוף המתונה אך הינה מוגבלת נוכח היקף וגיוון הפעילות המוגבל של החברה. יחס רווח התפעולי להוצאות המימון של החברה הסתכם במומוצע בשלוש שנים האחרונות בכ-1.8X. והינו בולט לטובה ביחס לקבוצת השוואה. בשנת 2019 החברה הציגה שיפור משמעותי ברווח הנקי בנטרול הכנסות מימון בגין דיבידנדים ממניות קרסו, נוכח גידול מתון בצי כלי הרכב הממוצע של החברה, שיפור ברווחיות מכירת הרכבים המשומשים בעזרת החברה האחות מרחבים ועלייה בדמי השימוש הממוצעים, המבטאת מגמה שאפיינה את הענף בשנתיים האחרונות, של עלייה בדמי השימוש בעסקאות חדשות. בהתאם לכך, יחס ROA בנטרול דיבידנד ממניות קרסו, המבטא בראייתנו את מכלול המודל העסקי של פעילות הליסינג, עמד בשנת 2019 על כ-0.9% והושפע לחיוב מהמגמות הנ"ל, וזאת בהשוואה לכ-0.6% בשנת 2018.

להערכתנו תחול הרעה ברווחיות החברה בשנת 2020 על בסיס ההנחות העיקריות הבאות: 1. צמצום מתון בהיקף הצי הכולל של החברה תוך ירידה משמעותית בשיעור הניצולת שתוביל להפחתות ערך אך לא בהיקף מהותי ביחס להון העצמי 2. ירידה מסוימת בדמי השימוש בעסקאות ליסינג חדשות, בשונה מהמגמה בשנתיים האחרונות, ויתכן שאף לחץ על מחירי העסקאות הנמשכות. 3. ירידה בהיקף העסקאות ובדמי השימוש בפעילות השכרה לז"ק, אשר היוותה כ-13% מהכנסות מחכירה בשנת 2019. 4. ביקושים יציבים יחסית לרכבים משומשים, ויתכן שאף עלייה בביקוש, תוביל לשמירה על רווחי ההון ממכירת רכבי הצי 5. עלייה בהוצאות המימון, בשל עליית סיכון האשראי במשק ובענף הליסינג בפרט. בשנת 2021 אנו מעריכים כי החברה תשפר את רווחיותה ככל שתתאים את היקף הצי לביקושים לעסקאות ליסינג (קרי תגדיל את שיעור הניצולת). מעבר לכך, מגמת הדמ"ש תלויה במידת ההתאוששות במשק והירידה בשיעורי האבטלה, לגבי אלו קיימת תחזית לשיפור נכון לשלב זה. בהתאם לכך, מידרוג מעריכה כי היקף ההכנסות מחכירה והשכרה בשנות התחזית צפוי להסתכם בטווח של 490-510 מיליון ש"ח ושיעור ה-ROA בנטרול דיבידנד מחברת האם צפוי לנוע בטווח של 0.4%-0.6%.

### **כרית הונית גבוהה ורמת מינוף בולטת לטובה ביחס למתחרות בענף**

רמת מינוף של החברה המתבטאת ביחס ההון העצמי לסך המאזן עמדה על כ-21.7% ליום 31.03.2020, וזאת בהשוואה לכ-20.7% וכ-22.2% ברבעונים המקבילים בשנים 2019 ו-2018. רמת המינוף של החברה בולטת לטובה יחסית לחברות השוואה בענף הליסינג וכן ביחס לדירוג החברה. עם זאת החברה הגדילה את המינוף לאורך השנים האחרונות, נוכח הגידול בצי, והמתאם הגבוה שבין היקף החוב הפיננסי לגודל צי כלי הרכב. כמו כן, החברה רשמה הפסד כולל אחר משמעותי במהלך השנים 2017 ו-2018 בגין שערורח החזקתה ב-2.9% מסך ההון המונפק של מניית קרסו, בסך מצטבר של כ-40 מיליון ש"ח אשר נזקף ישירות להון העצמי וקיזז את הרווחים השוטפים בתקופות הנ"ל. להערכת מידרוג, יכולת החברה להגדיל את היקף הפעילות מבלי להגדיל את רמת המינוף המאזני הינה מוגבלת נוכח רווחיות צרה יחסית. החברה אינה מחלקת דיבידנדים ואינה צפויה לכך גם בעתיד הקרוב. להערכת מידרוג, יחס הון למאזן צפוי להשתפר בשנות התחזית ולנוע בטווח של 22%-23% וזאת תחת הנחת מידרוג כי החברה תפעל לצמצום היקף הצי בטווח הזמן הקצר. יחס הכיסוי של החברה מהיר ובוולט לטובה לרמת הדירוג של החברה, החוב הפיננסי ברוטו ל-FFO הסתכם לכ-3.0X על בסיס ארבעת הרבעונים עד ליום 31.03.2020, וזאת בהשוואה ל-3.4X לתקופה המקבילה אשתקד. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחס הכיסוי צפוי להיות איטי יותר בשנות התחזית ולנוע בטווח של 3.0X-3.5X, וזאת על אף התמתנות בהיקף החוב של החברה, בעיקר בשל הערכתנו לירידה ברווח.

## פרופיל נזילות סביר וגמישות פיננסית הולמת, אשר נתמכת בעת הצורך על חברת האם לצורך גיוס מקורות משוק ההון

החברה נוהגת לשמור על יתרות נזילות בהיקף זניח יחסית לצרכי שירות החוב 12 חודשים קדימה, ואין בידיה מסגרות אשראי חתומות, החברה פועלת מזה שנים למול המערכת הבנקאית, ועם פרוץ משבר הקורונה פעלה להרחבת מסגרות האשראי מולה, ואנו מעריכים כי שייכות החברה לקבוצת קרסו תומכת בנגישותה למסגרות אשראי בעת הצורך. נזילות החברה טובה ונשענת על תזרים פנימי (FFO) בתוספת תמורה ממכירה של כלי רכב מפעילות הליסינג וההשכרה) משמעותי ביחס לחלויות השוטפות של החוב הפיננסי, בהיקף של פי 1.2X עד 1.3X בארבעת הרבעונים הקרובים. התזרים החופשי (FCF) של החברה בשנת 2020 צפוי להיות אפסי עד חיובי קטן נמוך וזאת בהתבסס על הנחה כי החברה תפעל לצמצום הצי בשנה זו ולהתאימו לרמת הביקושים במשק.

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס ובצי כלי רכב פנויים משעבוד בשווי משמעותי. היקף הצי החופשי משעבוד הסתכם בשיעור מהותי ביחס לחוב הפיננסי ומצוי בהיקף הולם ביחס לצרכי הגיוס 12 חודשים קדימה. בנוסף, הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב מיחס EBIT להוצאות המימון חזק יחסית, אולם הוא צפוי להישחק ולנוע בטווח של 1.4X-1.8X. לחברה התחייבות כלפי הגורמים המממנים לעמוד ביחס הון למאזן של 14%, בה היא עומדת במרווח מספק. מגוון מקורות המימון של החברה מצמצם ביחס לחברות בענף ונסמך בחלקו על חברת האם לצורך גיוס מקורות משוק ההון.

## שיקולים נוספים לדירוג

מידרוג מעריכה כי לפסיפיק חשיבות גבוהה עבור החברה האם (100%) קרסו מוטורס, בהיותה זרוע שיווק והפצה של היבואן, התורמת למכירות מותגי הרכב של קרסו מוטורס על ידי החדרתם לשוק המוסדי ולשוק הפרטי. כמו כן, פסיפיק מהווה חלק ממערך הפתרונות שמציעה קרסו מוטורס ללקוחותיה בתחום המימון לרכישת כלי רכב (בדמות ליסינג ללקוחות פרטיים). לקרסו היסטוריית תמיכה מוכחת בחברה, כפי שבאה לידי ביטוי בהזרמת הון של כ-280 מיליון ₪ בשנים 2012 ו-2014. גורמים אלו הובילו את מידרוג לקבוע הטבה דירוגית לדירוג המנפיק של פסיפיק על בסיס השייכות לקבוצת קרסו והערכתנו לסבירות ונכונות גבוהות לתמיכה במידת הצורך.

## אודות החברה

פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ הינה חברה פרטית הפועלת בתחום החכרת כלי רכב באמצעות המותג Lease4U בשני מגזרים עיקריים: מגזר הליסינג התפעולי במסגרתו מחכירה החברה כלי רכב לתקופות שונות ומוכרת אותם בתום תקופת החכירה; מגזר השכרה לזמן קצר במסגרתו משכירה החברה כלי רכב לז"ק ללקוחות עסקיים ולפרטיים. בנוסף, החברה עוסקת בפעילות סחר למכירת כלי רכב מפעילות הליסינג וההשכרה באמצעות חברת אחות מרחבים. פסיפיק מוחזקת בבעלות מלאה ע"י קרסו מוטורס בע"מ ומהווה זרוע שיווקית למותגי היבואן. מנכ"ל פסיפיק הינו מנכ"ל קבוצת קל אוטו, מר אבי צור ויו"ר החברה הינו מר אריאל קרסו. נכון למועד זה, מבצעות פסיפיק וקבוצת קל אוטו הליך של מיזוג תפעולי באמצעות איחוד וצמצום פעילויות חופפות וקבלת שירותים ממטה החברה.

## היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ, דוחות קשורים](#)

[קרוס מוטורס בע"מ, דוחות קשורים](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות ליסינג תפעולי של כלי רכב - יוני 2016](#)

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

[מתודולוגיה לשיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב נחותים, מכשירים היברידים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - ספטמבר 2019](#)

[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: 04.08.2020

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 12.09.2019

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 03.11.2016

שם יוזם הדירוג: קרוס מוטורס בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: קרוס מוטורס 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 וכאולה 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 מוכח 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>