



# קרטו מוטורס בע"מ

דירוג ראשוני | מאי 2015

1

## אנשי קשר:

אביטל כהן, רו"ח אנליסטית  
[avitalc@midroog.co.il](mailto:avitalc@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש צוות  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

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

## קרוסו מוטורס בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3 באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק קרוסו מוטורס בע"מ ("קרוסו" או "החברה") בסך של עד 400 מיליון ש"ח. ובמח"מ של עד כ-8 שנים. תמורת ההנפקה תשמש למחזור החוב הקיים, כך שהיקף החוב נטו של החברה (עקב ההנפקה ולאחר החלפת חובות קיימים) לא צפוי להשתנות.

**דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 27.05.2015. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.**

### פרופיל החברה

קרוסו מוטורס בע"מ הינה קבוצה ותיקה הפעילה בענף יבוא הרכב מעל 80 שנה. החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים כדלקמן: (1) יבוא, הפצה ומכירה, בישראל של דגמי כלי רכב מתוצרת יצרניות הרכב רנו (Renault), דאצ'יה (Dacia), ניסאן (Nissan), דגמי כלי רכב ממותג הפרימיום אינפיניטי (Infiniti) מתוצרת ניסאן, ושל ציוד מכני הנדסי מהמותגים קייס Atlas Copco, Case ו-Power Screen. כמו כן לחברה פעילות רכישה ומכירה של כלי רכב משומשים (Trade In), בעיקר כחלק מהליך מכירת הרכב החדש (2) מתן שירותים הכוללים שירותי מוסך, אחזקה, אחריות ותיקונים לכלי רכב המשווקים על-ידי החברה, וכן שירותי הפצה, שיווק ומכירה של חלקי חילוף; (3) מתן שירותי לייסינג לסוגי השונים והשכרת כלי רכב. כמו כן עוסקת הקבוצה במתן שירותי סוכנות ביטוח ושירותי מימון לרכישת כלי רכב חדשים ומשומשים. בנוסף, החברה מחזיקה ב-33.3% מהון המניות של מטרופוליס מוטורס, העוסקת בייבוא, שיווק ומכירה בישראל של כלי רכב דו-גלגליים לרבות אופניים חשמליים וכלי רכב תפעוליים, וב-50% מהון המניות של נתיב אקספרס, העוסקת בהפעלתם של אשכולות קווי תחבורה ציבורית על פי מכרזים שמפרסם משרד התחבורה. החברה בבעלות משפחת קרוסו (כ-80%) ומניותיה נסחרות בבורסה המקומית משנת 2011. החברה שומרת לאורך זמן על מיצובה בענף הרכב עם נתח שוק ממוצע של כ-8.5% מסך מסירות כלי הרכב בשנים האחרונות.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל עסקי גבוה יחסית הנתמך בנתחי שוק יציבים יחסית, מגוון מותגים ודגמים בשוק הפרטי, התואם כמעט את כל ספקטרום הטעמים בשוק המקומי ובשל כך - מקטין את החשיפה לסיכון בשל שינוי טעמי הציבור ומספר זרועות פעילות משלימות (לייסינג, טרייד אין, מימון וביטוח) במטרה לספק את כל צרכי הלקוח ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות. בנוסף, נהנית החברה מקשרים חזקים וטובים לאורך זמן מול הספקים, המתבטאים באספקת ביקושים, התאמת דגמים לצרכי הישראלי ובתמחור. מנגד, התמודדות החברה עם חיזוק המותג רנו, ונוכחותה הנוכחית החלשה בסגמנט המשפחתיות מהווים אתגרים מהותיים לצמיחת החברה ולמיצובה בענף.

סיכון ענף הפעילות הינו מתון יחסית לממוצע הכלל משקי ומאופיין בביקושים יציבים לאורך זמן (מעל לרמה של כ-200 אלף כלי רכב בשנה) גם כתוצאה מנגישות משופרת למקורות מימון וסביבת הריביות הנמוכה, מערכת יחסים ארוכת טווח ושיתוף פעולה עם יצרני הרכב. מנגד, חשוף הענף לתנודות בשע"ח, מיסוי משמעותי, תלות בספקים והתבססות על ענף הלייסינג, המהווה נתח משמעותי מהיקף מסירות הענף. נציין כי בשנים האחרונות מאופיין הענף בביקוש יציב יחסית בהיקף המסירות גם נוכח נגישות מוגברת לאשראי זול. להערכתנו, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המתבסס על



היקף האשראי במשק, סביבת הריביות, צרכי השוק העסקי ורמת המינוע הנמוכה יחסית, היקף מסירות כלי הרכב צפוי להישחק בטווח הזמן הבינוני, אולם עדיין לשמור על רמה גבוהה יחסית, כאשר נתח שוק קרסו לא צפוי להשתנות מהותית. החברה מייצרת הכנסות משמעותיות בשנים האחרונות וצפויה להמשיך בכך בטווח הדירוג. רווחיותה הגולמית של החברה לא שונה מהותית ממתחרים אחרים בענף לאורך המחזור הכלכלי וחשופה לשינויים בשע"ח, אולם הרווחיות התפעולית של החברה תנודתית יחסית ואינה בולטת לטובה, נוכח רמת הוצאות תפעוליות גבוהה, המושפעת מתשתית מכירה ושירות רחבה. הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לנוע, להערכתנו, בטווח שבין 5.0% ל- 7.8% בטווח הזמן הקצר והבינוני וזו אינה בולטת לטובה יחסית לדירוג.

בנוסף, נתמך הדירוג באיתנות פיננסית טובה, ההולמת לדירוג והמתבטאת בכרית הונית משמעותית ויציבה לספיגת הפסדים ומהווה גורם חיובי לדירוג. מנגד, יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה ביחס לדירוג, תנודתיים וצפויים לנוע בטווחים דומים בטווח הקצר והבינוני. אולם יש לציין, כי חוב החברה מממן בחלקו הגדול נכסים נזילים. לחברה גמישות פיננסית הולמת לדירוג הנובעת מתמהיל החוב לז"ק בהלימה לשימושים, מנגישותה הטובה למקורות מימון, מרחק גדול מקובנטים, נכסים פנויים משעבוד, היקף המלאי וסחירותו. החברה, אינה נוהגת לשמור יתרות נזילות משמעותיות, אבל צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי חיובי בשנתיים הקרובות, גם נוכח הצפי להקטנת ה-Capex. החזקת החברה בחברת הבת, פסיפיק, אינה מהווה גורם מגביל לדירוג בנקודת החתך הנוכחית, נוכח היותה זרוע הפצה של קרסו המסייעת בהחדרת דגמיה לשוק המוסדי, ולאחר עיבוי ההון שלה. להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות גבוהים, התומכים בדירוג הנוכחי ואף בתרחיש קיצון של כשל בפסיפיק, שהסתברותו נמוכה, תשמר החברה יחס הון למאזן של מעל ל- 30%, ללא פגיעה מהותית בחוזק התזרימים וביחסי הכיסוי של החברה.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו ליציבות במיצובה העסקי והפיננסי של החברה, תוך שמירה על כרית גבוהה לספיגת הפסדים לא צפויים ויחסי כיסוי, אשר ינועו בטווח תחזית מידרוג לאורך המחזור הכלכלי.

#### נתונים פיננסיים עיקריים - דוח סולו של החברה<sup>1</sup>, במיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	Q1/2014	Q1/2015	
2,406	2,305	2,444	2,561	602	760	הכנסות
11.4%	12.0%	14.0%	13.4%	13.5%	14.6%	רווח גולמי / הכנסות
4.7%	4.7%	6.8%	5.5%	5.8%	7.4%	רווח תפעולי / הכנסות
97	82	112	115	27	31	רווח נקי (לפני דמי ניהול)
105	19	63	49	0	0	דיבידנד
725	410	424	656	398	446	חוב פיננסי
799	556	706	736	675	796	הון חוזר תפעולי
42%	51%	53%	45%	56%	50%	הון עצמי/סך מאזן
48%	32%	32%	40%	30%	32%	חוב פיננסי/CAP
5.6	3.2	2.3	4.0	2.2	2.4	חוב פיננסי / EBITDA
7.2	5.1	3.2	5.5	3.1	3.3	חוב פיננסי / FFO

<sup>1</sup> נתוני הסולו כוללים את פעילות היבוא והטרייד כאשר חברות הבנות ובפרט פסיפיק מוצגים כחברות כלולות.

**סיכון ענפי מתון יחסית**

ענף יבואני הרכב בישראל מתאפיין בסיכון עסקי מתון יחסית בהשוואה לכלל ענפי המשק ומעט נמוך מזה של ענפי סחר אחרים. אחד ממאפייניו העיקריים של הענף נובע מקוטנו של השוק המקומי וממאפיינים גיאופוליטיים של מדינת ישראל, אשר הינה סוג של "איי" מבודד, ללא קשרים עסקיים מהותיים עם שכנותיה. רכבים לא יכולים "לזלוג" לישראל ממדינות שכנות ולהיפך, עובדה אשר תורמת לעלות נמוכה יחסית של מחירי הרכבים ליבואנים המקומיים, גם נוכח הבנת היצרנים את מרכיב המיסוי הגבוה בשוק המקומי. הענף מאופיין בביקושים יציבים לאורך זמן (מעל לרמה של ב-200 אלף כלי רכב בשנה) גם כתוצאה מנגישות משופרת למקורות מימון וסביבת הריביות הנמוכה, מערכת יחסים ארוכת טווח ושיתוף פעולה עם יצרני הרכב. לאורך השנים רושם הענף גידול שנתי ממוצע בשיעור הגבוה מקצב גידול האוכלוסייה, כפי שמשקף בגידול מתמשך ברמת המינוע. נציין כי, רמת המינוע הנמוכה ביחס לעולם המערבי מצביעה על המשך פוטנציאל צמיחה, אם כי זה מוגבל, נוכח קיבולת התשתיות.

מנגד, חשוף הענף משמעותית לשע"ח, אשר הינו המרכיב העיקרי, המשפיע על הרווחיות הגולמית ומאופיין בתלות גבוהה בספקים- יצרני רכב בינלאומיים ובחברות הליסינג (לקוחות), המאופיינות ביתרונות לגודל. היות שישראל הינה שוק קטן ופחות רווחי, נוהגת היצרניות לספוג או לשחרר היצעים, בהתאם ליכולתן למקסם רווחיות בהסתכלות גלובלית, עובדה המשליכה על יכולת היבואנים לעמוד בקצב הביקושים המקומי ודורשת ניהול מלאי קפדני מצדם. לענף חשיפה לרגולציה מעודדת תחרות, הפועלת בכמה מישורים על מנת להגביר את התחרותיות בענף, הן בכמות המתחרים ומחירי הרכבים והן בעלויות החלפים ושירותי המוסכים. מידרוג, אינה צופה פגיעה מהותית בשחקניות בענף ו/או הוזלת מחירים מהותית בשל רגולציה, בטווח הזמן הקצר והבינוני, מכיוון שהוזלה כזו יכולה לנבוע בעיקר מהורדת מרכיב המיסוי, כאשר להערכתנו, למדינה אין תמריץ לכך בתקופה הנראית לעין. ענף הרכב מהווה חלק מהותי ויציב בסך גביית המיסים של המדינה ובסביבה כלכלית מאתגרת וצפי לגידול בגירעון התקציבי בטווח הזמן הבינוני, אין אנו צופים פגיעה מהותית במקור הכנסות זה.

בשנת 2014 היקף המסירות בשוק הרכב הסתכם בכ- 240 אלף רכבים, עלייה של 13% ביחס לשנת 2013 וזאת - למרות הסביבה הכלכלית המאתגרת ושחיקה באמון הצרכנים, בעיקר כתוצאה מנגישות לקוחות פרטיים למקורות המימון, צמצום הפער ממחירי רכב יד שנייה לאור השקת דגמים קטנים יותר, שע"ח נמוכים בחלק מהדגמים ורכישות רכבי "אפס ק"מ" ע"י חברות הליסינג. תוצאות 2015 עד כה מצביעות על המשך התרחבות בהיקף המסירות. להערכתנו, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המתבסס על היקף האשראי במשק, סביבת הריביות, צרכי השוק העסקי ורמת המינוע, היקף המסירות צפוי להישחק בטווח הזמן הבינוני, אולם עדיין לשמור על רמה גבוהה יחסית. נציין כי, המשך צמיחת האשראי הצרכני הצפויה תוסיף להוות גורם תומך לענף.

בשנים האחרונות חלה עלייה בביקוש לרכבים קטנים על חשבון רכבים משפחתיים, אשר מהווים אלטרנטיבה זולה יחסית, נוכח תמריצים כלכליים ובהם המיסוי הירוק ועליית מחירי הדלק, אשר יוצרים יתרון ליבואנים בעלי מגוון דגמים רלוונטי לטעמי הציבור המשתנים. זהות הרכב העתידי ובפרט טכניקת ההנעה "הירוקה" נותרה פתוחה, כאשר ישנם מספר פיתוחים וכרגע נראה, כי השוק מתכנס לכיוון דגם דומיננטי מהסוג ההיברידי, המשלב מנוע חשמלי ומנוע בנזין.

<sup>2</sup> כל הנתונים הפיננסיים מתייחסים לנתוני קרסו סולו ללא חברת הליסינג פסיפיק.

### מיצוב עסקי גבוה יחסית ההולם לדירוג

החברה הינה אחת מ-6 היבואניות הגדולות והוותיקות בענף ובעלת פרופיל עסקי גבוה יחסית, הנתמך בנתחי שוק יציבים יחסית (8.5% בממוצע בשלוש השנים האחרונות), מגוון מותגים ודגמים בשוק הפרטי, התואם כמעט את כל ספקטרום הטעמים בשוק המקומי ובשל כך - מקטין את החשיפה לסיכון בשל שינוי טעמי הציבור ומספר זרועות פעילות משלימות (ליסינג, טרייד אין, מימון וביטוח) במטרה לספק את כל צרכי הלקוח ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות. לחברה תלות מהותית בשני יצרנים בעלי קשרי בעלות, הפועלים כקבוצת רנו-ניסאן (הסכם מתמשך לכל הפחות לתקופה של עוד כשלוש שנים), המספקים את כל דגמי החברה. קבוצה זו נוקטת באסטרטגיית נתח שוק והצהירה על כוונתה להיות יצרן מס' 3 בעולם (כיום מספר 4), מאופיינת בחדשנות טכנולוגית ובזמני השקה מהירים יחסית לשוק, שתומכים ביכולתה של החברה להתמודד עם שוק משתנה ולספק את הביקוש המקומי. איכות הקשר של היבואן עם היצרן הבינלאומי הינה בעלת השפעה רבה על מידת ההצלחה של היבואן בשוק המקומי ומיצובו העסקי. להערכתנו, קרסו נהנית מקשרים חזקים וטובים לאורך זמן מול הספקים, המתבטאים באספקת ביקושים, התאמת דגמים לצרכן הישראלי ובתמחור.

להערכתנו, החברה צפויה לשמור על מיצובה בטווח הזמן הקצר והבינוני וללא שינוי מהותי בנתח השוק, גם נוכח מגוון הדגמים הרחב, כאמור ותוך המשך השקת דגמים חדשים. המותג ניסאן (בעל נתח שוק של 4.6% בממוצע בשלוש השנים האחרונות) צפוי לשמר את מעמדו, להערכתנו, בשל דומיננטיות בקטגוריה המשולבת (Cross Over, SUV) ובקטגורית המיני והרחבת היצע הדגמים לקטגורית הרכבים המשפחתיים הפופולאריים. המותג רנו סבל מחולשה יחסית בתדמית בשוק המקומי גם נוכח מגוון דגמים מיושן ומצומצם יחסית ולמרות חוזקו של היצרן. אולם, בשנים האחרונות פועל היצרן לשיפור איכות כלי הרכב ולחידוש הדגמים, גם נוכח אסטרטגיית נתח שוק, כאשר בשנת 2013 הושקו מספר דגמים חדשים (פלואנס ומגאן- דיזל, וקליאו בנזון), שהביאו לצמיחה בהיקף המסירות. להערכתנו, יציבות נתחי השוק של מותג זה פחות ודאית וצפויה לנוע בטווח של 3%-4% בזמן הקצר והבינוני. שני מותגים אלה נהנים מיתרון תחרותי יחסי בהיבט התמחור, נוכח שע"ח נוחים בטווח הזמן הקצר.

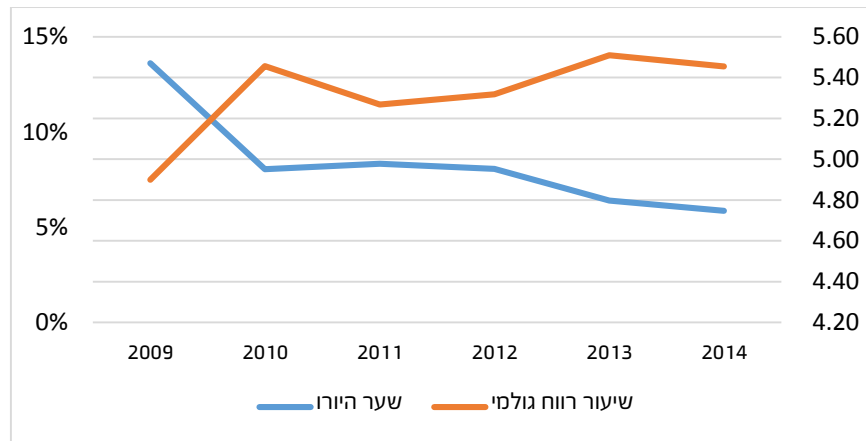
בנוסף, מייבאת החברה את המותג אינפיניטי לפלח שוק היוקרה ולאחרונה השיקה את מותג ה-Low Cost דאצ'יה העונה על צרכי הצרכן הישראלי, נוכח עלותו האטרקטיבית, ביחס למתחריו העיקריים בקטגורית רכבי הפנאי שטח.

### רווחיות תפעולית תנודתית יחסית ותלות בענף הליסינג

לחברה תלות בחברות הליסינג, בדומה לכלל הענף והן מהוות חלק מהותי ממכירות ומסירות החברה, כאשר משקלן של חברות הליסינג גדל בשנים האחרונות (כ-48% מההכנסות בשנת 2014, לעומת כ-38% בשנת 2012), בתוך כך, חברת הבת פסיפיק מהווה כ-9% מהכנסות החברה, עובדה המעיבה על פוטנציאל הרווחיות של החברה שכן לקוחות הליסינג מאופיינים ביתרונות לגודל וכוח מיקוח אל מול יבואניות הרכב והן זוכות להנחות משמעותיות, אשר שוחקות את הרווחיות. מנגד, יש לציין, כי חברות אלו משמשות לעיתים כמנוף להחדרת דגמים חדשים לשוק. היקף המסירות בענף ובחברה בפרט מצוי בקורלציה גבוהה עם הביקושים בחברות הליסינג ואלו תלויות בנגישות למקורות מימון ועל כן, הביקוש שלהן לרכבים מוטה מחזוריות כלכלית. להערכתנו, גם בסיס הלקוחות הפרטי מושפע משמעותית מנגישות למימון זול- עובדה המשתקפת בגידול בהיקף המסירות בשנתיים האחרונות, למרות הסביבה הכלכלית המאתגרת, בשל מחיר הכסף הזול ושיעורי מימון גבוהים.

הכנסות החברה מצויות במגמת צמיחה בשנים האחרונות, נוכח הגידול בהיקף המסירות, כאשר במקביל גם השוק צמח. כ-90% מהכנסות החברה לאורך זמן נובעות ממכירת רכבים חדשים ומפעילות הטרייד אין והיתר ממגזר השירות. בשנת 2014 צמחו הכנסות החברה בכ-5%, נוכח גידול של כ-3% בהיקף המסירות רכבים חדשים וגידול בפעילות הטרייד אין.

לחברה היקף הכנסות חוזרות בשיעור של כ- 10% מסך ההכנסות לאורך זמן הנובעות ממגזר השירות, כאמור. רווחיותה הגולמית של החברה (בסולו) בעלת קורלציה שלילית חזקה לשע"ח, בעיקר למטבע היורו, כפי שניתן לראות בגרף הנ"ל.



החשיפה לשע"ח נובעת מקביעת מחירי הרכבים פעם בשנה בתחילת השנה על סמך שע"ח בסמוך לאותו המועד וגם ביחס למחירי המתחרים העיקרים, כאשר מחיר המכירה קשיח יחסית לאורך השנה, בעוד שהחברה מגלגלת מלאי מספר פעמים בשנה. על כן בוחנת החברה באופן שוטף ומגדרת חלקית את החשיפה המטבעית ע"י שימוש בנגזרים פיננסיים. גידורי המט"ח מצליחים למתן את השפעת שע"ח בטווח הזמן הקצר, אולם אין ביכולת החברה לבטל את השפעת תנודתיות המט"ח לאורך זמן. נציין, כי במקרה הצורך (תנודות משמעותיות) היצרן משתתף בעלות החשיפה (נכון לשני הכיוונים).

רווחיותה הגולמית של החברה לא שונה מהותית ממתחרים אחרים בענף לאורך המחזור הכלכלי, אולם הרווחיות התפעולית של החברה תנודתית יחסית ואינה בולטת לטובה, נוכח רמת הוצאות גבוהה המושפעת מתשתית מכירה רחבה המשרתת את מגוון פעילויות החברה.

בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג גידול בהיקף המכירות בטווח הזמן הקצר, הנובע מגידול בביקוש לדגמי החברה (ניסאן ג'וק, ניסאן קשקאי, דאצ'יה), בתמהיל רכבים יקר יותר, אשראי זול והצעת ערך ומגוון דגמים המותאמים לטעמי הציבור. בטווח הזמן הבינוני אנו מניחים שחיקה מסוימת בהיקף המסירות וההכנסות כתוצאה מהתיישנות דגמים, סטגנציה בשוק הליסינג, עלייה מסוימת בסביבת הריבית במשק ולאור התחרות הגבוהה בענף (כולל מכירת רכבי "אפס ק"מ" ע"י חברות הליסינג). כריות הרווחיות התפעולית של החברה צפויות לנוע, להערכתנו, בטווח שבין 5.0% ל- 7.8% בטווח הזמן הקצר והבינוני ואינן בולטות לטובה יחסית לדירוג.

#### כרית הונית טובה ההולמת לדירוג, מנגד יחסי הכיסוי תנודתיים

היקף החוב של החברה מצוי בקורלציה גבוהה עם היקף ההון החוזר, המורכב בעיקר מיתרת לקוחות ומלאי כלי רכב ומהווה כ- 124% מהיקף החוב בממוצע ב- 3 השנים האחרונות. לחברה תיק לקוחות מפוזר ומדיניות אשראי המבוססת על שיעבודים וביטוח אשראי. זאת בנוסף, לסחירות המלאי הגבוהה יחסית.

לחברה איתנות פיננסית טובה, הנובעת מכרית לספיגת הפסדים טובה ומהווה גורם חיובי לדירוג, כפי שמתבטא ביחס הון למאזן של 45% ליום ה- 31.12.2014. יחס זה היה במגמת שיפור משנת 2011, אם כי נשחק בשנת 2014 נוכח גידול שאינו פרמננטי במלאי. להערכתנו, בהתאם לרווחיות הצפויה ונוכח היסטוריית חלוקת הדיבידנד של החברה (שיעור ממוצע של כ- 40% מהרווח הנקי בשלוש השנים האחרונות), שאנו מצפים שהחברה לא תסטה ממנה, יחס ההון למאזן צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר בינוני בין 50%-55%, ובכל מקרה לא ירד מתחת ל- 30% בתרחישים שביצעה מידרוג, כולל תרחיש קיצון בעל הסתברות נמוכה של כשל פירעון בפסיפיק והזרמת הון מהחברה. לאור האמור לעיל, אנו סבורים כי היקף ההון



של החברה מהווה כרית ביטחון הולמת כנגד הפסדים לא צפויים, במידה שיתרחשו, וסופגת הפסדים בצורה טובה במגוון תרחישים שערכה מידרוג.

החברה מייצרת תזרימים חזקים יחסית בשנים האחרונות אם כי תנודתיים, גם כתוצאה מהרווחיות התנודתית, נוכח השפעת משתנים אקסוגניים על שולי הרווח. יחסי כיסוי החוב של החברה, חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO, נעו בטווח שבין 2.5-4.0 ו- 3.0-4.5 בשלוש השנים האחרונות, בהתאמה, והינם סבירים יחסית לדירוג בהתחשב בכך שחוב החברה מממן בחלקו הגדול נכסים נזילים. בתרחיש הבסיס של מידרוג, צפויים יחסי הכיסי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO, לנוע בטווחים שבין 3.6-4.3 ו- 4.5-5.5 לאורך המחזור הכלכלי (עם סבירות גבוהה יותר לאמצע הטווח). יחסי כיסוי הריבית של החברה טובים יחסית (EBIT/Gross Finance) ועומדים בממוצע על 6.8 בשלוש השנים האחרונות, ובתרחיש הבסיס שלנו צפויים לנוע ברמות גבוהות גם בטווח הזמן הקצר והבינוני.

### **חשיפה לסיכון אשראי של החברה הבת בשליטה מלאה פסיפיק אינה מהווה גורם מגביל לדירוג**

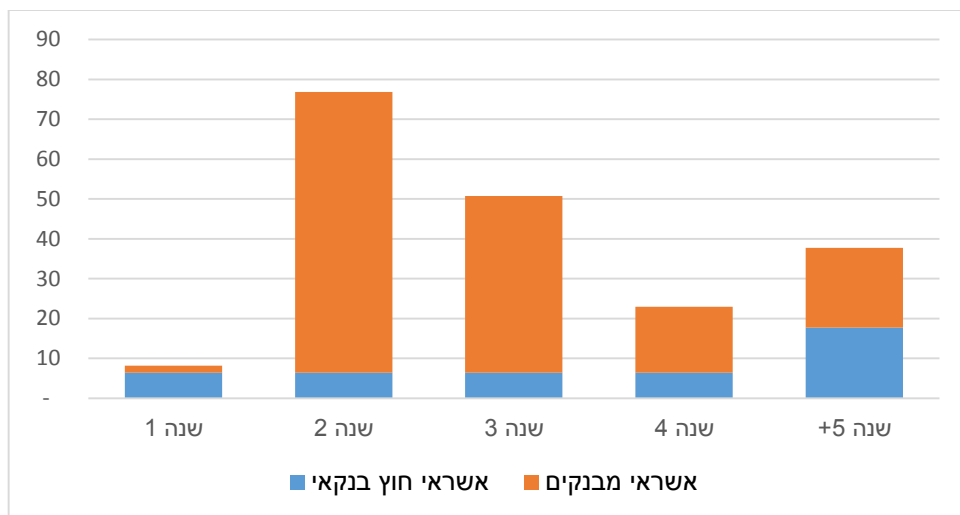
בשנת 2011 רכשה החברה שליטה מלאה בחברה בת- פסיפיק, המספקת שירותי השכרה וליסינג, זאת כדי לבצר ולחזק את מותגי החברה הן בשוק המוסדי והן בשוק הפרטי. החברה רואה בפסיפיק זרוע הפצה ובכדי לחזק את איתנותה הפיננסית הזרימה לה כ- 280 מיליוני \$ בשנים האחרונות מתוכם כ-150 מיליוני \$ בשנת 2014. לפסיפיק צי רכבים בהיקף של כ- 15.5 אלף כ"ר נכון ליום 31.12.2014, יחס ההון למאזן של פסיפיק, לאותו מועד, עמד על כ-25%, גבוה ביחס לחברות ליסינג אחרות. לפסיפיק אין חשיפה לריכוזיות לקוחות, אולם נתח מהותי מצייה הינו רכבי קרסו. פסיפיק מייצרת תזרימים חזקים ויציבים יחסית בדומה לחברות ליסינג אחרות ומאופיינת ביחסי כיסוי מהירים. לפסיפיק אמות מידה פיננסיות כלפי הגורמים המממנים ובהן יחס הון למאזן של 14% בו היא עומדת במרווח מספק ליום ה- 31.12.2014. עיקר נכסיה של פסיפיק משועבדים לגורמים המממנים והיא מתנהלת מולם עצמאית, כאשר לקרסו אין כל התחייבות פורמלית כלפי המממנים השונים בקשר לחובות פסיפיק.

מידרוג ביצעה מספר תרחישי קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים, שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מההחזקה בפסיפיק, הן ברמת הפרופיל העסקי והן ברמת הפרופיל הפיננסי של החברה. להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות גבוהים, התומכים בדירוג הנוכחי.

**גמישות פיננסית טובה יחסית וסחירות גבוהה של המלאי**

לחברה גמישות פיננסית טובה יחסית, הנתמכת בנגישות טובה למקורות מימון ובכך שכל נכסי החברה פנויים משעבוד ובהם נכסי נדל"ן בבעלות החברה וזיכיונות יבוא. מנגד, לחברה אין מסגרות אשראי חתומות ופנויות כחלק ממדיניות החברה לחיסכון בעלויות המימון. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות, שהוגדרו לה ע"י הבנקים המממנים ובהן יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ- 20% וסך הון עצמי שלא יפחת מ- 200 מיליון ₪ ונכון ליום ה- 31.12.2014 עומדת בהן במרווח מספק. החברה אינה נוהגת לשמור על יתרות מזומנים מהותיות, אולם בעלת פוטנציאל יצור תזרים חופשי מהותי כתלות בשינויים בהון החוזר, כאשר היקף מלאי הרכבים של החברה, המהווה אחוז משמעותי ממאזנה (כ-38%), מהווה נכס סחיר יחסית. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הונח קיטון משמעותי ב-Capex השוטף של החברה בשנתיים הקרובות לגובה הפחת ולאחר השקעה, שנעשתה כבר להגדלת קיבולת רצפת המכירה. כמו כן הונח המשך חלוקת דיבידנד בשיעור של כ-40% מהרווח הנקי. בהתאם לכך צפויה החברה לייצר תזרים חופשי חיובי בטווח הזמן הקצר והבינוני, ללא השקעות מיוחדות.

**לוח סילוקין ליום ה- 31.12.2014, באלפי ₪:**



\*לא כולל אשראי לזמן קצר בהיקף של כ-476 מ' ₪

**אופק הדירוג**

**גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:**

- גידול ביחס החוב הפיננסי ל- EBITDA מעל לרמה של 4.5 לאורך זמן
- קיטון משמעותי בנתח השוק, בהיקף מסירות ובמעמד החברה בענף, גם כתוצאה משינויים אקסוגניים
- אובדן זיכיונות מרכזיים
- ירידת יחס ההון למאזן של פסיפיק למתחת ל- 20% לאורך זמן.



• [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר - אוקטובר 2013](#)

תאריך דוח: 27.05.2015

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

**סולם דירוג התחייבויות**

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.