

אלבר שירותי מימונית בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2012

1

מחבר:

אבי בן-נן, אנליסט בכיר
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלבר שירותי מימונית בע"מ

דירוג סדרות	A3	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מאשרת דירוג A3 באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסך של עד 200 מיליון ₪ ע.ג. שעתידיה להנפיק אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה") באמצעות הרחבת סדרה קיימת או הנפקת סדרות חדשות. גיוס אגרות החוב הינו במסגרת פעילותה השוטפת של החברה. הדירוג חל גם על כל אגרות החוב שבמחזור.

סדרות האג"ח המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/12/2011 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1100437	11/2006	6.5%	מדד	58	2012
ג'	1110618	05/2007	5.0%	מדד	82	2012-2013
ד'	1110626	12/2007	5.8%	מדד	40	2012-2014
ה	1110634	12/2007	7.9%	שקלי	61	2012-2014
ו'	1110642	01/2008	5.5%	מדד	56	2012-2013
ז'	1115419	09/2009	ריבית משתנה ¹	שקלי	100	2012-2014
ח'	1118017	02/2010	4.17%	מדד	161	2012-2015
ט'	1118025	02/2010	ריבית משתנה ²	שקלי	89	2012-2016
י'	1122118	01/2011	2.75%	מדד	205	2012-2016
יא'	1123413	04/2011	2.8%	מדד	147	2012-2016
יב'	1123421	04/2011	ריבית משתנה ³	שקלי	149	2012-2016

2

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10.05.12. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

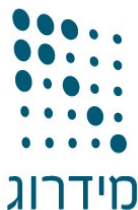
סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב ומפוזר, כל אלו מתבטאים ברווחיות תפעולית יציבה ובתזרימי מזומנים חזקים יחסית, לאורך זמן. החברה הפגינה שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית בשנים 2009-2010, נוכח מדיניות של צמצום צי הרכב וירידה ברמת החוב. בשנת 2011 נשחקה האיתנות הפיננסית, כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן, נוכח אסטרטגיית צמיחה וגידול בהיקף הצי וכפועל יוצא- גידול בהיקף החוב. להערכת מידרוג, רמת המינוף של החברה תגדל בשוליים בטווח הזמן הקצר, נוכח כוונת החברה להמשיך ולהגדיל את הצי בצורה מתונה, אולם יחס ההון למאזן לא צפוי לסטות משמעותית מרמה של 12% בטווח הזמן הקצר בינוני.

¹ שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 5.0%.

² שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 3.4%.

³ שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 1.5%.



בשנתיים האחרונות גדל משקלם של רווחי ההון ברוח התפעולי וברווח הנקי של החברה, וזאת כחלק מאסטרטגיה עקבית והשקעת תשומות ניהוליות במקסום מקור רווח זה. לגישתנו, למרות התרומה האבסולוטית לרווח, יוצרים רווחי ההון תנודתיות ברווחים וברווחיות ובשל כך - שונים מהכנסות ההכרה, אשר תורמות לרווחים ברי קיימא.

ענף הליסינג מאופיין בחסמי כניסה בינוניים- גבוהים, ביתרונות לגודל, משך חוזי חכירה ארוכים יחסית וסחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס. בצד גורמי הסיכון יש לציין את רמת המינוף הגבוהה, המאפיינת את הענף והחברה בתוכו, רגולציה אינטנסיבית בענף, המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה וכן חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים, המאפיינים בתנודתיות ונגזרים ממגוון גורמים אקסוגניים. סיכון עסקי נוסף הינו היעדר צמיחה משמעותית בענף, מצב אשר צפוי להימשך, ולהערכת מידרוג, מאיץ את התחרות והלחץ על מחירי ההכרה. הענף והחברה בתוכו מאופיינים בתלות גבוהה במימון חיצוני לצורך שימור הצי והרחבתו ולהערכתנו, צפויה פתיחת מרווחים בטווח הזמן הקצר, נוכח הקשחת הרגולציה למערכת הבנקאית ועליית פרמיית הסיכון, המשתקפת בתשואות בשוק ההון. לצורך גיוון מקורות ההכנסה והיעדר הצמיחה בשוק הליסינג, החלה החברה לפעול בתחום ההשכרה בשנתיים האחרונות, תוך מגמת גידול בשיעור ההכנסות מהשכרה מסך ההכנסות ומסך הרווח (15.2% ו- 16.1% בהתאמה בסוף 2011 לעומת 8.5% ו- 11.6% בסוף 2010). פעילות זו תורמת לרווחיות ומאפיינת ברווחיות עודפת על תחום הליסינג ומגמישות גבוהה יותר בניהול נכס הבסיס, אולם מושפעת מתנודתיות עודפת, נוכח מח"מ העסקאות הקצר יחסית.

אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית בפרמטרים הפיננסיים בטווח הזמן הקצר בינוני ומכרית ביטחון בדמות גמישות פיננסית טובה, הנתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס, מסגרות פנויות בהיקף משמעותי, צי רכבים פנוי משעבוד (18% מסך הצי ליום ה-31.12.2011) ונגישות טובה יחסית לגורמים המממנים. נציין כי החברה עומדת כיום במרווח סביר מול אמות המידה הפיננסיות, שהעמידו לה הבנקים המממנים, גידול בצי הרכבים של החברה עשוי להביא לשחיקה במרווח זה. נציין כי בשנים האחרונות חילקה החברה דיבידנד של כ- 50% מהרווח הנקי.

לאחרונה הקימו משרד התחבורה ומשרד האוצר צוות לבחינה ואישור מסקנות הוועדה לבחינת הריכוזיות בתחום הרכב ("וועדת זליכה"). השינויים הרגולטוריים האפשריים (אין עדיין החלטות סופיות) מהווים איום מסוים על המודל העסקי של ענף הליסינג ורמת הרווחיות הגלומה בו- בעיקר בנושאי יתרונות לגודל ברכישת רכבים והשפעה של הורדת מחירי רכב יד ראשונה על מחירי הגרט בשוק המשני. לא ניתן עדיין להעריך את היקף הפגיעה בענף ובעיקר את ההשפעה על מחירי הגרט, נוכח השפעות צולבות.

אלבר: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2007	2008	2009	2010	2011	
1,101	1,345	1,309	1,500	1,649	סך הכנסות מהשכרה ומכירת כלי רכב
791	950	875	769	874	מכר: הכנסות מהשכרה
5	(5)	23	47	46	רווח (הפסד) ממכירת כלי רכב
144	169	138	158	179	רווח תפעולי
123	148	115	114	136	הוצאות מימון, נטו
24	18	26	40	40	רווח נקי
517	630	569	504	558	EBITDA
18.2%	17.8%	15.7%	20.6%	20.5%	רווח תפעולי / הכנסות מהשכרה
13.1%	12.6%	10.5%	10.6%	10.9%	רווח תפעולי / סך הכנסות
65.3%	66.3%	65.0%	65.5%	63.9%	EBITDA / הכנסות מהשכרה
46.9%	46.85	43.5%	33.6%	33.8%	EBITDA / סך הכנסות
2.2%	1.3%	1.9%	2.6%	2.4%	רווח נקי / סך הכנסות
0.9%	0.7%	1.1%	1.8%	1.6%	ROA
142	110	61	27	54	תיק נזיל
2,026	2,088	1,503	1,569	1,979	חוב פיננסי
264	284	306	327	354	הון עצמי
9.7%	10.5%	14.8%	14.1%	12.7%	הון עצמי / סך מאזן
88.1%	87.7%	82.7%	82.1%	84.1%	חוב / CAP
3.9	3.3	2.6	3.1	3.5	חוב פיננסי / EBITDA
5.3	4.3	3.1	3.7	4.1	חוב פיננסי / FFO

הערה: יחסי הרווחיות לעיל מוצגים הן ביחס להכנסות מהשכרה בלבד, במקרה זה נלקחים רווחי ההון נטו בשורת הרווח התפעולי וה-EBITDA, והן ביחס לסך ההכנסות, במקרה זה ההכנסות כוללות גם מכירת כלי רכב.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור באיתנות ובגמישות הפיננסית של החברה לאורך זמן
- שמירת פער מספק ביחס לאמות המידה הפיננסיות הנדרשות ע"י המממנים השונים

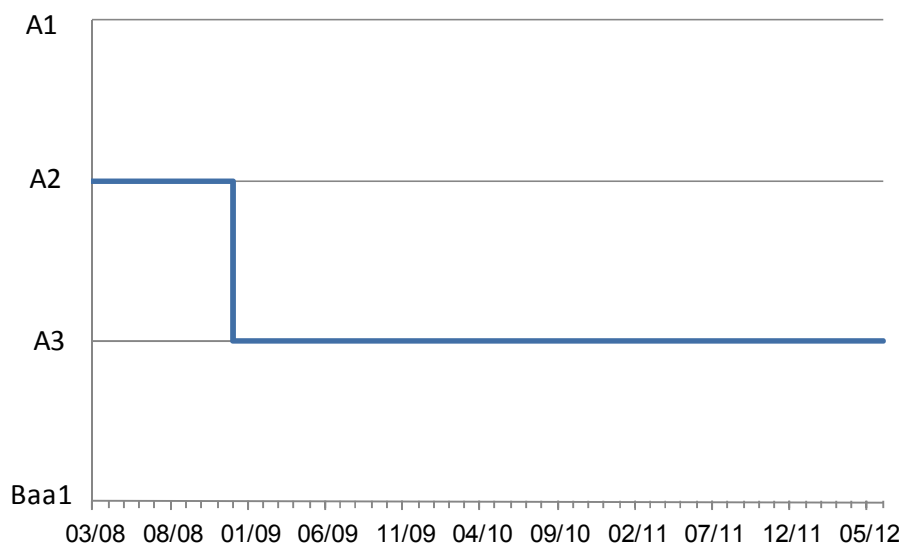
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים בעקבות שינויים רגולטוריים או פגיעה בביקושים
- שחיקה בהכנסות נוכח ירידה בביקושים לליסינג החברה וברווחיות החברה
- חלוקת דיבידנד שתוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- רגולציה והקטנת חסמי הכניסה לענף אשר יאיימו על מעמד החברה וביצועיה

אודות החברה

אלבר שירותי מימוניות בע"מ והחברות הבנות שלה, עוסקות בתחום פעילות עיקרי והוא הליסינג התפעולי, הכולל החכרת כלי רכב ללקוחות, בעיקר מהמגזר העסקי. לחברה מרכז לוגיסטי בבני ברק ו- 45 מרכזי שירות בפרסה ארצית, בהם ניתנים שירותי ליסינג, השכרה ומכירת כלי רכב. מצבת כלי הרכב של החברה מנתה ביום 31.12.2011 כ- 34,000 כלי רכב. החל משנת 2002 מוחזקות כל מניות החברה ע"י החברה לשיכון ולפיתוח אשקלון בע"מ ("אפרידר"), המוחזקת ע"י חברת אלעזרא החזקות בע"מ, חברה בשליטת מר אלי אלעזרא.

היסטוריית דירוג



5

דוחות קשורים

• [אלבר שירותי מימוניות - דוח מעקב \(ינואר 2012\)](#)

תאריך דוח: 14.05.2012

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 שכירות + 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 מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין 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 שאלה 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
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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. 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 צריכה 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. 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.