



אלבר שירותי מימונית בע"מ

פעולת דירוג | אוקטובר 2012

1

מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אבי בן-נון, 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 300 מיליון ₪ ע.נ. שעתידיה להנפיק אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה") באמצעות הרחבת סדרה יא' ו/או הנפקת סדרה חדשה. מטרת ההנפקה הינה לצרכי מחזור החוב הקיים. 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 30/6/2012	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1100437	11/2006	6.5%	מדד	29	2012
ג'	1110618	05/2007	5.0%	מדד	55	2012-2013
ד'	1110626	12/2007	5.8%	מדד	31	2012-2014
ה'	1110634	12/2007	7.9%	שקלי	47	2012-2014
ו'	1110642	01/2008	5.5%	מדד	34	2012-2013
ז'	1115419	09/2009	ריבית משתנה ¹	שקלי	83	2012-2014
ח'	1118017	02/2010	4.17%	מדד	138	2012-2015
ט'	1118025	02/2010	ריבית משתנה ²	שקלי	79	2012-2016
י'	1122118	01/2011	2.75%	מדד	184	2012-2016
יא'*	1123413	04/2011	2.8%	מדד	141	2012-2016
יב'	1123421	04/2011	ריבית משתנה ³	שקלי	140	2012-2016

* ביום 09/08/2012 הנפיקה החברה סך של 110 מיליון ₪ ערך נקוב בסדרה יא'

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16.10.2012. 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.

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%.

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. בחציון הראשון של 2012 צמחו הכנסות החברה ב-11.5% לעומת המחצית הראשונה של 2011, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי של כ-15% בהיקף הצי ומעלייה במחירי עסקאות הליסינג. להערכת מידרוג, בטווח הזמן הקצר ימותנו הביקושים נוכח ההאטה הכלכלית, ככל שתמשך, ויובילו לפגיעה במחירי עסקאות חדשות.

בשנה וחצי האחרונות חלה שחיקה באיתנות הפיננסית של החברה, כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן, נוכח אסטרטגיית גידול בהיקף הצי וכפועל יוצא - גידול בהיקף החוב. להערכת מידרוג, רמת המינוף של החברה אינה צפויה להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר, נוכח כוונת החברה לשמר את היקף הצי הקיים ואף לקטון בשוליים וכפועל יוצא - יחס ההון למאזן לא צפוי לסטות משמעותית מ-12%. בנוסף, חלה שחיקה בגמישות הפיננסית של החברה, כתוצאה מירידה בשיעור הצי שאינו משועבד, עלייה במרווחים הפיננסיים וצמצום המרחק מהקובננטים. יש לציין כי הגמישות הפיננסית של החברה סבירה ביחס לעומס הפרעונות.

בשנתיים וחצי האחרונים חלה עליה משמעותית בהכנסות החברה ממכירת רכבים ומשקלם של רווחי ההון בסך הרווח התפעולי וברווח הנקי של החברה גדל, כחלק מאסטרטגיית עקבית והשקעת תשומות ניהוליות במקסום מקור רווח זה. לגישתנו, למרות התרומה האבסולוטית לרווח, רווחי ההון יוצרים תנודתיות ברווחים וברווחיות ובשל כך - שונים מהכנסות ההכרה, אשר תורמות לרווחים ברי קיימא.

ענף הליסינג מאופיין ביתרונות לגודל, משך חוזי חכירה ארוכים יחסית וסחירות גבוהה 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, המאופיינים 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. גיוס מקורות מימון הופך לאתגר גדול יותר עבור החברות בענף, בתקופה בה הנגישות לגורמי מימון פחתה משמעותית, נוכח הקשחת הרגולציה למערכת הבנקאית ועליית פרמיית הסיכון בשוק ההון, כפי שמשתקף בתשואות לפידיון של החברות בענף.



פעילות השכרת הרכב לזמן קצר תורמת לרווחיות ומאופיינת ברווחיות עודפת על תחום הליסינג ומגמישות גבוהה יותר בניהול נכס הבסיס, אולם מושפעת מתנודתיות עודפת, נוכח מח"מ העסקאות הקצר יחסית. היקף פעילות זו מהווה כ-15% מפעילות החברה בממוצע.

אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית בפרמטרים הפיננסיים בטווח הזמן הקצר בינוני ומכרית ביטחון, בדמות גמישות פיננסית סבירה, כמוזכר לעיל, הנתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס, מסגרות פנויות בהיקף משמעותי, צי רכבים פנוי משעבוד בהיקף מספק למרות הקיטון בשיעור הצי החופשי, ונגישות טובה יחסית לגורמים המממנים על אף השחיקה בה. החברה עומדת כיום במרווח סביר אל מול מרבית אמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה הבנקים המממנים, למעט יחס ההון למאזן, בו היא עומדת במרווח נמוך יחסית להערכתנו, עובדה הפוגמת מעט בגמישות הפיננסית. נציין כי בשנים האחרונות חילקה החברה דיבידנד של כ-50% מהרווח הנקי.

הערכות בענף בנוגע לרגולציה הגוברת, בעקבות מסקנות הוועדה לבחינת הריכוזיות בתחום הרכב ("וועדת זליכה"), מדברות על הותרת הסעיף הקשור בהגבלת ההנחה של היבואנים לחברות הליסינג מחוץ לחוק ההסדרים. כפי שנראה כרגע, ההשפעות של מסקנות הוועדה על החברה יהיו מינוריות.

אלבר: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2008	2009	2010	2011	H1 2011	H1 2012	
1,345	1,309	1,500	1,649	795	887	סך הכנסות מהשכרה ומכירת כלי רכב
950	875	769	874	426	473	מכר: הכנסות מהשכרה
(5)	23	47	46	16	27	רווח (הפסד) ממכירת כלי רכב
169	138	158	179	88	92	רווח תפעולי
148	115	114	136	70	63	הוצאות מימון, נטו
18	26	40	40	20	24	רווח נקי
630	569	504	558	275	303	EBITDA
17.8%	15.7%	20.6%	20.5%	20.7%	19.5%	רווח תפעולי / הכנסות מהשכרה
12.6%	10.5%	10.6%	10.9%	11.1%	10.4%	רווח תפעולי / סך הכנסות
66.3%	65.0%	65.5%	63.9%	64.6%	64.1%	EBITDA / הכנסות מהשכרה
46.85	43.5%	33.6%	33.8%	34.6%	34.2%	EBITDA / סך הכנסות
1.3%	1.9%	2.6%	2.4%	2.4%	2.7%	רווח נקי / סך הכנסות
0.7%	1.1%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%	ROA
110	61	27	54	191	59	תיק נזיל
2,088	1,503	1,569	1,979	1,942	2,050	חוב פיננסי
284	306	327	354	332	356	הון עצמי
10.5%	14.8%	14.1%	12.7%	11.9%	12.1%	הון עצמי / סך מאזן
87.7%	82.7%	82.1%	84.1%	84.8%	84.4%	חוב / CAP
3.3	2.6	3.1	3.5	3.5	3.5	חוב פיננסי / EBITDA
4.3	3.1	3.7	4.1	4.1	4.1	חוב פיננסי / FFO

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור באיתנות ובגמישות הפיננסית של החברה לאורך זמן

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

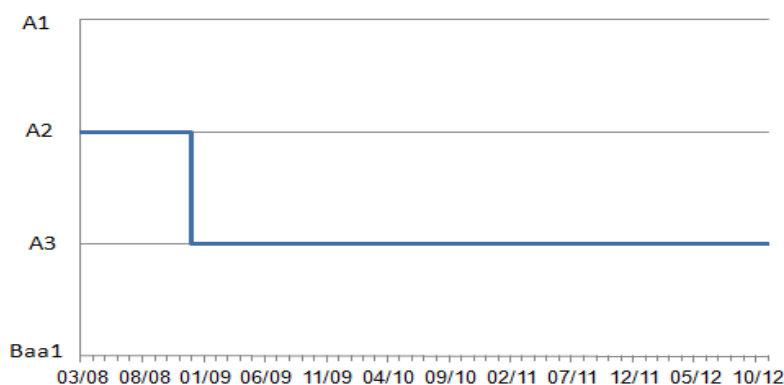
- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים, בעקבות שינויים רגולטוריים או פגיעה בביקושים
- היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה, לרבות בקשר עם אמות מידה פיננסיות
- שחיקה בהכנסות נוכח ירידה בביקושים לליסינג בחברה וברווחיות החברה
- חלוקת דיבידנד שתוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- רגולציה והקטנת חסמי הכניסה לענף אשר יאיימו על מעמד החברה וביצועיה

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית 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 30.06.2012 כ-35.5 אלף 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.

5

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [אלבר שירותי מימונית - דוח מעקב \(ינואר 2012\)](#)
- [אלבר שירותי מימונית – פעולת דירוג \(מאי 2012\)](#)

תאריך דוח: 18.10.2012

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 בצידוד, 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 הוניות - 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

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

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

© 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 לסיכוני 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 שירותי 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.