



אלבר שירותי מימונית בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2008

1

מחבר:

פבל יופה, אנליסט בכיר

Pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה, ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

אלבר שירותי מימונית בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג אג"ח
-------------------	----	------------

מידרוג מורידה את דירוג כל סדרות האג"ח של אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה") מ-A2 באופק שלילי ל-A3 באופק שלילי. בחודש מרץ 2008 הציבה מידרוג אופק דירוג שלילי לאלבר על רקע הרעה בפרמטרים תפעוליים, אשר העיבו על הרווחיות ויכולת עמידת החברה ביחסי איתנות ההולמים את הדירוג, כמו גם לאור הרעה בסביבה העסקית של ענף הליסינג התפעולי. לצד גורמים אלו - בהם לא חל שינוי מהותי בתקופה שמאז הצבת אופק הדירוג השלילי, חלה בחודשים האחרונים הרעה ניכרת ברמת הנגישות של פירמות למקורות אשראי והון במשק הישראלי והעולמי. כמי שנשענת על רמת מינוף גבוהה וצורכי מחזור חוב משמעותיים, התפתחות זו מגדילה את רמת סיכון האשראי של החברה. בתוך כך, במידרוג מעריכים כי אלבר מאופיינת בגמישות פיננסית נמוכה יחסית למתחרותיה המדורגות על ידי מידרוג, על רקע שיעור נמוך של כלי רכב לא משועבדים, ניצול מלא של אשראי מבנקים יחס הון למאזן נמוך. לצד זאת, הודיעה החברה לאחרונה על עסקת בעלי עניין, שיש בה להרע את מצב הנזילות של החברה. יתרה מכך, עסקה זו עשויה לאותת על המשך תמיכת החברה בפרעון ההתחייבות של החברה האם גם בעתיד. אופק הדירוג נותר שלילי נוכח רמת הנזילות והגמישות הפיננסית הנמוכות של החברה. מידרוג תבחן את הדירוג בחודשים הקרובים לאור עמידת החברה במדיניות של הקטנת צי הרכב וצמצום המינוף, שחרור בטוחות ויכולת מיחזור חוב בנקאי. במקביל, ייבחן הדירוג לאור המשך הפעולות לתמיכה בקבוצת האם, ככל שיהיו, תוך בחינת השלכותיהן על איתנותה של החברה.

פעולת דירוג זו חלה על הסדרות הבאות:

סדרת אג"ח	ריבית נקובה	יתרת קרן 30/9/2008 (מ"ח)	הצמדה	מועד פדיון סופי
(סדרה א')	6.5%	149.3	מדד	11/2012
(סדרה ב')	6.5%	50	מדד	01/2011
(סדרה ג')	5%	140	מדד	04/2013
(סדרה ד')	5.8%	69.4	מדד	01/2014
(סדרה ה')	7.9%	108.6	שקלי	01/2014
(סדרה ו')	5.75%	118.4	מדד	01/2013

שיקולים עיקריים לדירוג:

עלייה מתמשכת ברמת הסיכון בסביבה העסקית בה פועלת החברה

החברה מתמודדת עם סביבה עסקית המגלמת להערכת מידרוג רמת סיכון גבוהה מבעבר. העלייה ברמת הסיכון נובעת בעיקר מהגורמים הבאים: פגיעה בגמישות הפיננסית בשל המשבר בשוק ההון תוך התייקרות מקורות מימון. ענף הליסינג התפעולי מתאפיין בשיעור מינוף גבוה, ונזקק באופן שוטף לאשראי על מנת להרחיב את היקפי הפעילות ולצורך מחזור חוב. גם תחת מדיניות של צמצום הצי, המאפיינת כיום את חברות הליסינג כולן, נדרשות החברות למחזור חובות לשמירה על רמת פעילות נדרשת. הפגיעה בגמישות הפיננסית משמעה צמצום הפעילות, ייקור עלויות האשראי וחזוק בטוחות. על רקע מגמות אלו, נבחנת הגמישות הפיננסית של כל אחת מחברות הליסינג המדורגות על רקע מבנה

המימון שלה, מבנה עומס הפרענות, היקף נכסים נזילים ורמת המינוף; בנוסף, יש לציין מגמות כלל ענפיות מתמשכות, שאינן מטיבות עם חברות הליסינג, ובעיקר הגדלת שווי שימוש לצורכי מס והתפתחויות המשפיעות לצמצום הרווח ממכירת כלי רכב. מגמת המיתון במשק המקומי מתווספת למגמות אלו, ומשפיעה אף היא לשלילה על הביקושים.

ירידה ברמת הרווחיות, ירידה ברווח ממכירת כלי רכב. לצד זאת החברה שומרת על יחסי כיסוי טובים

החברה הציגה בשנים האחרונות עלייה חדה בהיקף הפעילות, ברווח הגולמי וברווח התפעולי, תוך שהיא מגדילה את החוב הפיננסי לצורך הגדלת צי הרכב ותזרימי המזומנים. לצד העלייה בהיקף ההכנסות והרווח, ניכרת שחיקה ברווחיות הגולמית והתפעולית ובשיעור ה-EBITDA ביחס להכנסות. כמו כן נרשמת ירידה מתמשכת ברווח ממימוש כלי רכב. העלייה בהיקף החוב הפיננסי הובילה לגידול בהוצאות המימון שהושפעו לרעה בשנת 2008 גם מהעלייה במדד המחושב¹. מגמות אלו המשיכו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 ובסוף השלישי. שחיקת הרווחיות נמשכה גם ברבעון השלישי של השנה. יש לציין כי הנהלת החברה החדשה, החל בסוף שנת 2007, ביצעה מספר מהלכים אשר נועד לייצב את הפעילות, ובראשם טיוב העסקאות וצמצום צי הרכב. נכון לסוף הרבעון השלישי של שנת 2009 מנה צי הרכב של החברה כ-34,400 כלי רכב לעומת כ-34,770 כלי רכב בסוף הרבעון השני של השנה. זוהי הירידה הראשונה בגודל הצי שנרשמה בשנים האחרונות. כמו כן בחודשים האחרונים ביצעה החברה פעולות שנועדו להגדיל את שיעור הרווחיות ממכירת כלי רכב, ובכללן: הפסקת החלפות רכב יזומות לפני תום תקופת הליסינג, הארכת חוזי ליסינג תפעולי לתקופות נוספות מעבר לתקופת שלוש השנים המקורית, ביצוע של חוזי ליסינג לתקופות קצרות של רכב משומש, פתיחת מגרשי מכירה נוספים והגברת יכולת המכירה, צמצום היקף המכירות לסוחר רכב ועוד. לצד ההרעה ברווחיות, החברה מוסיפה להציג תזרימי מזומנים שוטפים גבוהים יחסית ויחסי כיסוי טובים, עם יחס חוב ל-FFO של 4-5 שנים.

**אלבר: תמצית נתוני רווח והפסד
במיליוני ש"ח**

2005	2006	2007	1-9/07	1-9/08	
IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
590	666	775	569	678	הכנסות
225	214	209	164	189	רווח גולמי
167	143	144	115	140	רווח תפעולי
417	455	517	388	464	EBITDA
390	458	530	399	483	EBITDA לפני רווח (הפסד) ממימוש
50	35	24	21	16	רווח נקי
27	-3	-14	-11	-19	רווח (הפסד) ממימוש כלי רכב נטו *
307	357	404	317	380	FFO
79.6%	79.1%	77.8%	68.8%	69.2%	EBITDA לפני רווח ממימוש / הכנסות לפני רווח ממימוש *

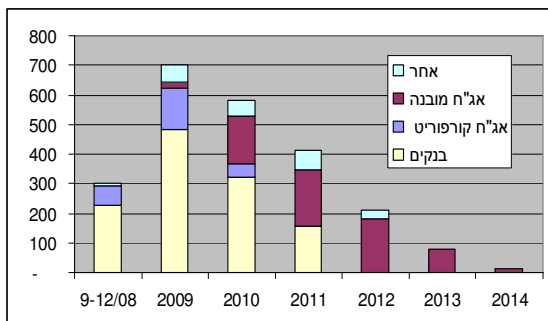
* רווח (הפסד) מימוש בניכוי הפסדים מאירועי ביטוח

¹ החל מהרבעון השני לשנת 2008 מיישמת החברה תקן חשבונאות בינ"ל מס' 39 על פיו נקבע בכל תאריך דיווח שיעור ריבית אפקטיבי חדש המבוסס על תזרימי המזומנים הצפויים, תוך ההתחשבות בתחזיות לשינויים במדד עד למועד פרעון ההלוואות והאג"ח, וזאת בשונה מהעבר אז שוערכו ההלוואות והאג"ח לפי השינויים במדד בפועל.

רמת נזילות נמוכה הנשענת במידה רבה על מיחזור חוב במערכת הבנקאית. החברה פועלת בתקופה הקרובה לצמצום

הצי באופן שצפוי להקטין את רמת המינוף

אלבר: לוח סילוקין (קרן בלבד) חוב בנקאי וחוב בנקאי (אג"ח, בטוחות וחוב מוסדי אחר) ליום 30/9/2008, במיליוני ש"ח



לחברה לוח סילוקין הכולל פרעון חוב מבנקים, מיבזאנים ומשוק ההון. אג"ח הקורפורייט עומדות לפרעון החל בשנת 2010. להערכת מידרוג, רמת הנזילות של החברה נמוכה יחסית, ונשענת במידה רבה על יכולת מיחזור החוב במערכת הבנקאית, בפרט נוכח צמצום הנגישות למימון דרך שוק ההון. יכולתה של החברה לפרוע את החוב לבנקים מותנית בנכונות הבנקים למחזר את מרבית ההלוואות העומדות לפרעון בשנה הקרובה.

יש לציין כי להערכת החברה, היא תוכל לשמור על היקף אשראי דומה לזה הקיים בבנקים כיום, אך היא אינה מניחה שתוכל להגדילו. במקביל, החברה פועלת להורדת היקף צי כלי הרכב, מהלך שצפוי לשפר את רמת הנזילות ויחסי האיתנות. להערכת מידרוג, יחסי המינוף של החברה כיום חלשים יחסית, תוך שיחס ההון העצמי למאזן (10.6%) גבוה רק במעט מהיחס המינימלי הנדרש ממנה על ידי הגורמים המממנים (10.0%). מידרוג תוסיף לעקוב אחר התפתחות רמת הנזילות של החברה בעתיד הקרוב.

אלבר: תמצית נתוני מאזן ויחסי איתנות במיליוני ש"ח

31/12/2006	31/12/2007	30/09/2008	
IGAAP	IFRS	IFRS	
1,603	2,008	2,176	חוב פיננסי ללא הלוואה מהחברה האם
268	264	282	הון עצמי
16	18	26	הלוואה מהחברה האם
2,370	2,732	2,892	סך נכסים
			הון עצמי (כולל הלוואה נחותה מהחברה האם) / סך מאזן
12.0%	10.3%	10.6%	
83.7%	87.2%	87.5%	חוב פיננסי / CAP
4.53	4.99	4.34	חוב פיננסי / FFO

עסקת בעלי עניין שלא בליבת העסקים של החברה, לצורך תמיכה בקבוצת האם

ביום 30/11/2008 אישר דירקטוריון אלבר עסקה לפיה תרכוש אלבר מאלעזרא החזקות בע"מ ("אלעזרא החזקות"), החברה האם של אלבר, כ-38% מהון המניות המונפק של הכשרה החזקות ביטוח בע"מ ("הכשרה החזקות") המוחזקת כיום בשיעור של 89.5% על ידי אלעזרא החזקות. תמורת המניות תשלם אלבר לאלעזרא החזקות סך של כ-39 מיליון ש"ח, אשר ישמשו את אלעזרא החזקות לפירעון חוב בנקאי שמימן חלק מרכישת השליטה בהכשרה החזקות. פרעון החוב האמור יפנה מקורות בנקאיים להעמדת הלוואה מבנק להכשרה החזקות לצורך פרעון ראשון מתוך שניים של אג"ח שגייסה הכשרה החזקות העומדות לפרעון ביום 31/12/2008 וביום 31/12/2009, בסך של כ-60 מיליון ש"ח כל פרעון. העסקה האמורה תכנס לתוקפה בהתקיים התנאים המתלים הבאים: (1) אלעזרא החזקות או הכשרה החזקות תמציא לאלבר אסמכתא כי ביכולתה לפרוע את התשלום לבעלי האג"ח של הכשרה החזקות, על סך של כ-59 מיליון



ש"ח עובר לתשלום התמורה בגין העסקה האמורה; (2) יתקבלו בכתב כל האישורים הדרושים על פי דין לביצוע העסקה. העסקה צפויה להיכנס לתקופה במהלך חודש דצמבר 2008. במידרוג סבורים כי העסקה האמורה מהווה הסטת מקורות שלא בליבת העסקים של החברה, לצורך תמיכה בצורכי המימון של החברה האם. מידרוג תיבחן את אופק הדירוג, בין השאר לאור מדיניות החברה בהמשך התמיכה בצורכי המימון של חברות בקבוצת אלעזרא.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור בנזילות, תוצאות הכספיות לרבות באיתנות הפיננסית

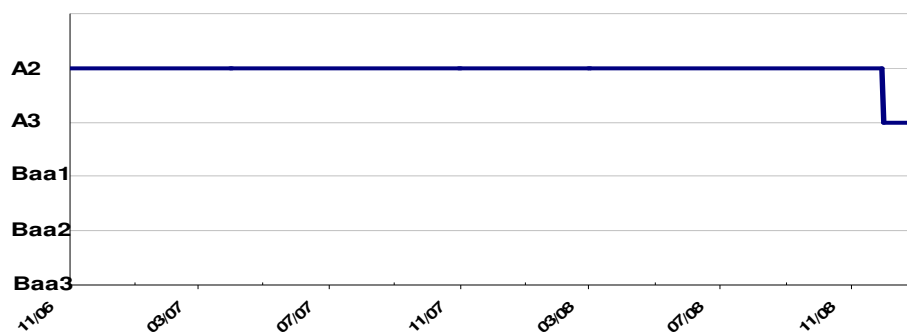
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה חמורה בגמישות הפיננסית של החברה
- ירידה ביחס הון עצמי בתוספת הלוואות בעלים לסך מאזן אל מתחת ל- 10%
- פגיעה מהותית בשווי צי כלי הרכב בשוק המשני, בעקבות שינויים רגולטוריים
- תמיכה בקבוצת האם, אם באמצעות דיבידנדים, דמי ניהול או עסקאות בעלי עניין שיש בה להצביע על מדיניות עקבית של הסטת מקורות

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית בע"מ ("החברה" או "אלבר") וחברות הבנות שלה (כולן ביחד: "הקבוצה"), עוסקות בעיקר בהחכרת כלי רכב בשיטת הליסינג התפעולי ללקוחות במגזר העסקי בישראל. בשיטת הליסינג התפעולי, מחכירה הקבוצה כלי רכב לתקופה של 3-4 שנים בתמורה לדמי שכירות קבועים (צמודים לדולר ארה"ב או למדד המחירים לצרכן). השירות כולל: אחזקה, רישוי, ביטוח חובה, כיסוי במקרה של נזק או גניבה, רכב חלופי, שירותי דרך ושירותי שינוע. מערך השירות והתחזוקה של הקבוצה מתבסס בעיקר על ספקים חיצוניים, כולל כ- 50 מוסכים, ניידות שירות, ניידות חילוץ ושירותי רכב חלופי. בתום תקופת החכירה מוחזר הרכב, בד"כ לקבוצה, לצורך מכירתו. אלבר התאגדה בשנת 1994 כחברה פרטית בבעלות חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש"). בשנת 2002 נחתם הסכם למכירת מניות החברה מדסק"ש לחברת אפרידר- חברה לשיכון ולפיתוח אשקלון בע"מ ("אפרידר"), המוחזקת ע"י חברת אלעזרא החזקות בע"מ, חברה בשליטת מר אלי אלעזרא.

היסטוריית דירוג



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 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 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.

דו"ח מספר: CHA041208000M

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") 2008.

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 נכונות, שלמות, 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 במישורין 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.