



אלדן תחבורה בע"מ

פעולת דירוג | פברואר 2016

1

אנשי קשר:

אביטל כהן, רו"ח אנליסטית בכירה
avitalc@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

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

אלדן תחבורה בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1.il באופק יציב לאגרות חוב שהנפיקה אלדן תחבורה בע"מ ("אלדן" או "החברה"). בתוך כך, מידרוג מאשרת דירוג Baa1.il באופק יציב לאגרות חוב בסך של עד 100 מיליון ש"ח ע"ג, שעתידה להנפיק החברה, באמצעות הרחבת סדרה קיימת (סדרה א') ולצורך מחזור חוב.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09.02.2016. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג נכון ליום 30.09.2015:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2015 במיליוני ש"ח	יתרת שנת פירעון קרן האג"ח
א'	1134840	02/2015	4.3%	שקלי	*445	2021 - 2016

* ביום 29.10.2015 אושרה הרחבת סדרה א' בהיקף מסגרת של 250 מ' ש"ח שנוצלה במלואה

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל עסקי גבוה יחסית, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב ומפוזר, אשר תומכים בנראות הכנסות טובה יחסית. מנגד, מאופיינת החברה בשיעורי רווחיות נמוכים ותנודתיים, גם יחסית לקבוצת השוואה וזאת, בין השאר, בשל פעילות מהותית של השכרה לזמן קצר, שהינה תנודתית יותר ביחס למגזר הליסינג וכן מתמחיל מכירת הרכבים, המוטה למכירה באמצעות סוחרים.

ענף הליסינג מוערך על ידינו בסיכון ענפי בינוני-גבוה ומאופיין ביתרונות לגודל, חוזי חכירה לטווח ארוך, פזור לקוחות רחב, וסחירות גבוהה של נכס הבסיס. בצד גורמי הסיכון יש לציין את רמת המינוף הגבוהה המאפיינת את הענף והחברה בתוכו, חשיפה לרגולציה, המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה וכן חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים, המאופיינים בתנודתיות ונגזרים ממגוון גורמים אקסוגניים. פעילות השכרת הרכב לזמן קצר, המהווה כ-34% מפעילות החברה במונחי הכנסות, תורמת לגמישות גבוהה יותר בניהול צי כלי הרכב, אולם מושפעת מתנודתיות גבוהה בהכנסות וברווחיות, נוכח מח"מ עסקאות קצר יחסית, עונתיות וחשיפה לשע"ח. התפלגות ההכנסות בתחום השכרה לז"ק מוטה למגזר העסקי על פני מגזר התיירות, גורם שממתן את העונתיות והתנודתיות. כמו כן, למגזר השכרה פוטנציאל אנטי מחזורי ומהווה תחליף לביקוש לליסינג בתקופות של האטה.

לחברה מינוף גבוה, גם יחסית לענף. להערכת מידרוג, רמת המינוף של החברה אינה צפויה להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר, נוכח כוונת החברה לשמר את היקף הצי הקיים והרווחיות התנודתית. יכולת ייצור התזרימים הטובה ויחסי הכיסוי המהירים, יחסית לדירוג, ממתנים במקצת את הסיכון שבכרית ספיגת ההפסדים הנמוכה.

נזילות החברה סבירה ונסמכת בעיקר על תזרים פנימי חזק ויציב מהפעילות השוטפת. לחברה גמישות פיננסית חלשה יחסית למתחרות העיקריות, נוכח שיעור זניח של צי פנוי משעבוד המגדיל את סיכון המחזור מחדש לאורך מחזור האשראי. הגמישות הפיננסית נסמכת בעיקר על סחירות נכס הבסיס ונגישות טובה לגורמים המממנים, נוכח שיעור השעבודים הגבוה שמעמידה החברה לטובת ההלוואות, זאת - גם בהשוואה לנהוג בענף, הממתן את סיכון המחזור

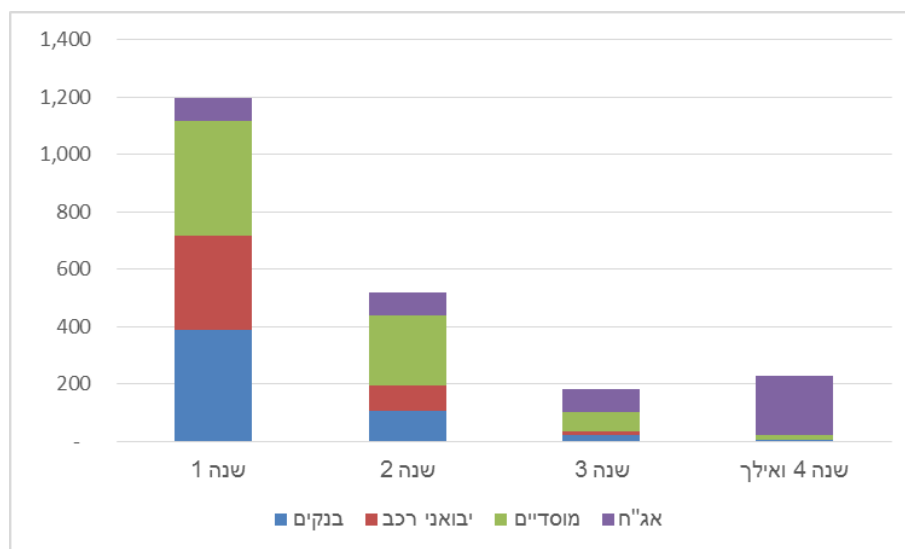


מחדש ומאפשר להקטין את החוב כנגד מכירת רכבים. לחברה ניסיון ומוניטין טובים בעבודה אל מול הגורמים המממנים לאורך המחזור הכלכלי ומשמרת מרווח סביר מאמות המידה הפיננסיות של הגורמים המממנים. אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית ביחסי הכיסוי בטווח הזמן הקצר והבינוני ומכרית ביטחון, בדמות גמישות פיננסית הולמת יחסית לשימושים הצפויים ב- 12 החודשים הבאים בתרחיש הבסיס של מידרוג.

נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	1-9/2014	1-9/2015	
1,813	1,677	1,550	1,593	1,206	1,165	סך הכנסות מהשכרה ומכירת כלי רכב
1,030	1,028	1,005	1,000	750	754	מכר: הכנסות מהשכרת כלי רכב
(36)	(36)	3	(15)	(10)	4	רווח הון (הפסד הון) ממכירת כלי רכב
6.0%	8.2%	8.2%	4.5%	4.7%	7.7%	% רווח תפעולי
(17)	13	(19)	(26)	(21)	6	רווח (הפסד) נקי
-0.54%	0.44%	-0.63%	-0.87%	-0.95%	0.27%	תשואה על נכסים (ROA)
549	560	563	525	391	422	EBITDA
1,955	2,177	2,120	2,272	2,172	2,140	חוב פיננסי
326	348	326	310	308	316	הון עצמי
10.5%	11.7%	11.0%	10.7%	10.4%	11.2%	הון עצמי / סך מאזן
85.1%	85.7%	85.8%	87.3%	86.9%	86.3%	חוב / CAP
3.6	3.9	3.8	4.3	4.5	3.9	חוב פיננסי/ EBITDA
4.6	5.0	4.7	5.5	5.9	5.0	חוב פיננסי/ FFO

לוח סילוקין ליום ה- 30.09.2015, במיליוני ₪ :



גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי באיתנות ובגמישות הפיננסית של החברה לאורך זמן
- שיפור והתייצבות רווחיות החברה מהשכרת או מכירת רכבים

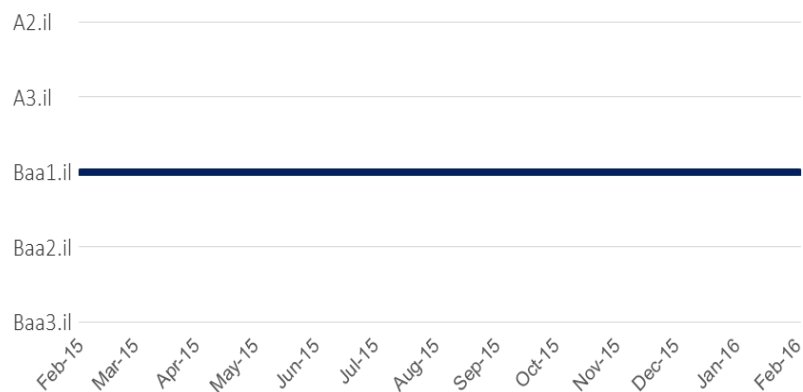
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים, בעקבות שינויים רגולטוריים ו/או פגיעה בביקושים
- שחיקה מתמשכת בהכנסות נוכח ירידה בביקושים לליסינג

פרופיל החברה

אלדן תחבורה בע"מ הינה חברה פרטית הפועלת בשני מגזרים עיקריים: מגזר הליסינג התפעולי של כלי רכב במסגרת החברה מחכירה רכבים ומוכרת בתום תקופת החכירה, מגזר השכרה לזמן קצר במסגרת החברה משכירה רכבים לז"ק ללקוחות עסקיים ולפרטיים. היקף צי כלי הרכב של החברה מונה נכון ל-30.09.2015 כ-34 אלף כלי רכב, ותומך במיצובה בשוק כאחת מ-4 החברות המובילות בענף הרכב. בנוסף, לחברה פעילות לא מהותית בפיתוח, השכרה ומכירה של נכסי נדל"ן להשקעה בארץ באמצעות "פרק מישור בע"מ" (חברת בת בבעלות מליאה). החברה מוחזקת בבעלות מלאה ע"י מישור דהן תחבורה בע"מ, אשר בשליטת מר יוסף דהן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [מתודולוגיה לדירוג חברות ליסינג תפעולי - נובמבר 2013](#)
- [פעולת דירוג אלדן תחבורה בע"מ - אוקטובר 2015](#)

תאריך דוח: 09.02.2016

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 *
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 מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדרגים Prime-1 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר, יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדרגים Prime-2 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר, יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדרגים Prime-3 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר, יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדרגים Not Prime אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה-Prime.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליכולתו הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכלל 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 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.