



ש.שלמה החזקות בע"מ - דירוג סדרות בערבות ש.שלמה תחבורה (2007) בע"מ

שלמה תחבורה (2007) בע"מ - דירוג מנפיק

דירוג ראשוני | אוגוסט 2011

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ש.שלמה החזקות בע"מ; שלמה תחבורה (2007) בע"מ¹

A3	דירוג סדרות דירוג מנפיק
----	----------------------------

מידרוג מודיעה על קביעת דירוג A3 לאגרות חוב שתגייס ש. שלמה החזקות בע"מ ("שלמה החזקות"), בסך של עד 200 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת ההנפקה תועמד כהלוואה לשלמה תחבורה (2007) בע"מ ("שלמה תחבורה" או "החברה"), חברה בת בבעלות ושליטה מלאות של שלמה החזקות, וזאת בהתאם לצרכיה של שלמה תחבורה, בתנאים זהים לתנאי אגרות החוב. שלמה תחבורה תהיה ערבה כלפי מחזיקי אגרות החוב לפירעון סדרת איגרות החוב שתונפקנה על-ידי שלמה החזקות. יתרת הקרן הבלתי מסולקת של אגרות החוב תגובה בביטחונות רכבים, לפי מחירון לוי יצחק לפני הפחתות מחיר (בין היתר, בגין היותם רכבי השכרה). מח"מ הסדרה יהיה 2-3 שנים. מבנה הגיוס הסופי טרם נקבע. תמורת הגיוס תשמש את שלמה תחבורה לפעילותה השוטפת.

דירוג אגרות החוב המונפקות על ידי שלמה החזקות בערבות שלמה תחבורה כמתואר לעיל מתבסס על דירוג המנפיק של שלמה תחבורה. יחד עם זאת, המבנה המשפטי לפיו אגרות החוב מונפקות על ידי שלמה החזקות ומועברות לשלמה תחבורה כהלוואה, לרבות העילות להעמדת אגרות החוב לפירעון מידי, חושף את שלמה תחבורה במידה מסוימת לסיכון האשראי של שלמה החזקות. לפיכך במסגרת הדירוג נבחנים סיכויי האשראי של שלמה החזקות. עוצמת החשיפה מוחלטת בהתחשב בכך ששלמה תחבורה ערבה במישורין כלפי מחזיקי אגרות החוב המדורגות ובכך שבמבנה ההנפקה המתוכנן של איגרות החוב המדורגות קיימים מנגנונים התומכים במידה חזקה בבכירות מחזיקי אגרות החוב על פני נושים אחרים של שלמה החזקות (דוגמת מנגנון לבידוד העברת הכספים משלמה תחבורה ישירות לשלמה החזקות לצורך תשלומים למחזיקי אגרות החוב, וכן שעבוד כלי הרכב לטובת מחזיקי אגרות החוב).

ד"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14/8/2011. 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.

פרופיל החברה

שלמה תחבורה עוסקת בהשכרת כלי רכב לטווחי זמן קצרים ובינוניים (עד ל- 24 חודשים) ומחזיקה כיום צי, המונה כ- 15 אלף כלי רכב. החברה פועלת בשם המותג העולמי Sixt ומהווה חלק אינטגרלי מקבוצת החברות המוחזקות על ידי שלמה החזקות ("קבוצת שלמה"). שלמה החזקות הינה חברה מדווחת בבורסה לני"ע בת"א, המצויה בבעלות מלאה של מר שלמה שמלצר וגב' עתליה שמלצר. בנוסף לתחום השכרת הרכבים, שלמה החזקות פועלת גם בתחום הליסינג התפעולי באמצעות החברה הבת (100%) ש.שלמה רכב בע"מ ("שלמה רכב") ובתחום הביטוח באמצעות ש.שלמה החזקות עסקי ביטוח בע"מ (100%). עוד בבעלות משפחת שמלצר חברות פרטיות נוספות, העוסקות ביבוא כלי רכב, הפעלת מוסכי פחחות ומכונאות ובשירותי חילוץ דרך, הנותנות שירותים לחברות בקבוצת שלמה. פעילות החברה בתחום השכרת הרכב החלה עוד בתחילת שנות ה-80 כחברה פרטית בבעלות משפחת שמלצר. שלמה תחבורה הוקמה בדצמבר 2007, כחברה בת בבעלות מלאה של שלמה החזקות, שאליה הועברה פעילות ההשכרה כנגד הקצאת מניות של שלמה החזקות לבעלי השליטה. העברת פעילות ההשכרה מתחת לשלמה החזקות נועדה למצוא את הסינרגיה בין פעילות השכרת הרכבים לטווח הקצר-בינוני לבין פעילות הליסינג התפעולי, וזאת תחת הפלטפורמה של שלמה החזקות אשר, במועד העברת הפעילות האמורה, הייתה חברה ציבורית.

¹ דירוג סדרות המונפקות על ידי החברה האם ש. שלמה החזקות בע"מ בערבות של החברה הבת שלמה תחבורה (2007) בע"מ בהתבסס על דירוג המנפיק של שלמה תחבורה (2007) בע"מ.



החברה מחזיקה 40% בחברת שלמה כ.א.ל. בע"מ (להלן - "שלמה כ.א.ל."), חברה הפועלת בתחום הליסינג המימוני ללקוחות פרטיים. 40% נוספים בחברה שלמה כ.א.ל. מוחזקים על ידי שלמה רכב ויתרת 20% הנותרים מוחזקים על ידי כרטיסי אשראי לישראל בע"מ (להלן - "כ.א.ל."). החברה מעסיקה כ- 350 עובדים.

שלמה תחבורה - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	Q1 2010	Q1 2011	
589.2	617.0	685.9	725.5	163.6	171.9	הכנסות מהשכרה ומכירה של כלי רכב
69.5	61.2	57.1	63.4	10.1	11.6	רווח תפעולי
7.4	24.0	31.0	10.3	30.3	36.4	מזומנים ואמצעים נזילים
608.3	632.8	689.6	694.0	646.8	751.1	חוב פיננסי
120.3	130.9	133.4	163.2	138.7	158.9	הון עצמי
13.1%	14.0%	13.1%	14.1%	12.5%	13.0%	הון עצמי למאזן
196.5	207.4	196.9	226.3	46.3	52.9	EBITDA
173.3	161.6	162.9	205.1	41.0	47.7	FFO
(55.8)	(19.8)	(5.6)	(16.4)	53.0	(29.1)	* CFO
(100.0)	0	(15.0)	0	0	(10.0)	דיבידנדים שחולקו
3.1	3.1	3.5	3.1	3.2	3.2	חוב פיננסי ל-EBITDA
3.5	3.9	4.2	3.4	3.7	3.5	חוב פיננסי ל-FFO

* כולל רכישת כלי רכב חדשים.

שיקולים עיקריים לדירוג

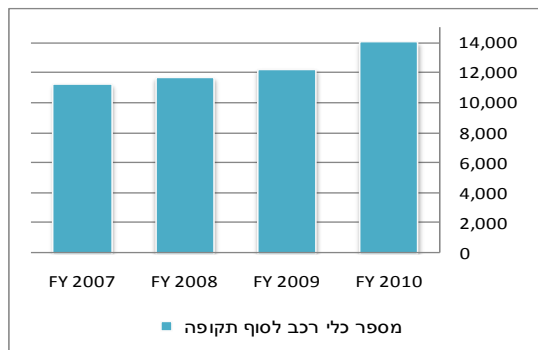
מעמד מוביל בשוק השכרת הרכבים בישראל, ניסיון רב שנים, מוניטין ומותג חזק בענף; פריסה גיאוגרפית רחבה של סניפים ונוכחות בנקודות משמעותיות לתחום הפעילות; בסיס לקוחות רחב ומפוזר, המוטה למגזר העסקי באופן המצמצם את החשיפה לענף התיירות. עם זאת, ענף התיירות הוא בעל תרומה משמעותית לרווח מהשכרת כלי רכב; רווחיות תפעולית גבוהה יחסית ויציבה לאורך זמן. לצד זאת, רווחי ההון ממימוש כלי רכב והוצאות המימון מגבירים את תנודתיות הרווח; השתייכות לקבוצת שלמה החזקות תורמת למעמדה העסקי של החברה וכן, תורמת יתרונות לגודל בפעילות הרכש והתפעול השוטף; הנהלה ותיקה ומנוסה, הפועלת ליעול והטמעת טכנולוגיות חדשות, בעיקר בפיתוח של מערכות מידע, שירותים חדשניים ומחשוב תהליכים עסקיים. אסטרטגיית החברה הינה לשמור על היקף הצי הקיים ולהתמקד במגזר העסקי, כפי שעשתה עד כה.

ענף השכרת כלי הרכב בישראל מאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה. הענף חשוף לסיכונים תפעוליים, מחזוריות עסקית ותחרות גבוהה, הנובעת מחסמי כניסה נמוכים. בשונה מענף הליסינג, ענף השכרה של כלי רכב אינו נהנה מחוזים ארוכי טווח וצמודי מדד, כאלמנטים דפנסיביים. להערכת מידרוג, הצמיחה במגזר העסקי והעלייה בהיקף התיירות לישראל הגדילו את היצע כלי הרכב והחריפו את רמת התחרות בשנתיים האחרונות. אנו צופים כי מגמה זו תימשך. הענף חשוף למחירי כלי הרכב בשוק המשני, הגוזרים את רווחי ההון ממכירת כלי הרכב. הגמישות העסקית במכירת כלי הרכב בענף גבוהה יחסית ומפצה בחלקה על סיכון הגרט. רמת המינוף של החברה הינה גבוהה, ומתבטאת ביחס הון למאזן נמוך, המאפיין את ענף השכרת הרכב והליסינג. סיכון המינוף הגבוה מקוזז חלקית ברווחיות הטובה, בתזרים שוטף חזק ובנזילות נכס הבסיס. רמת הנזילות של החברה נסמכת בעיקר על יכולת ייצור מזומנים חזקה, נזילות נכס הבסיס ונגישות טובה לגורמים מממנים. מרבית כלי הרכב של החברה הינם משועבדים.

מעמד עסקי מוביל בשוק המקומי ומוניטין חזק

שלמה תחבורה הינה חברת השכרה הגדולה בישראל, המחזיקה בצי המונה כ- 15 אלף כלי רכב, המהווה, להערכת החברה, נתח שוק של כ- 24%. להערכת החברה, מתחרותיה העיקריות הינן חברת אלדן, בעלת נתח שוק של כ- 23% ודן רכב, המהווה כ- 11% מהשוק. שוק השכרת הרכבים בישראל כולל כ- 80 חברות, מתוך כך 5 החברות הגדולות מהוות מעל ל-75% מהשוק. צי כלי הרכב המיועד להשכרה בישראל מונה כ- 60 אלף כלי רכב, לאחר גידול מואץ עד שנת 2007, במקביל לגידול בענף הליסינג.

שלמה תחבורה: התפתחות צי הרכב



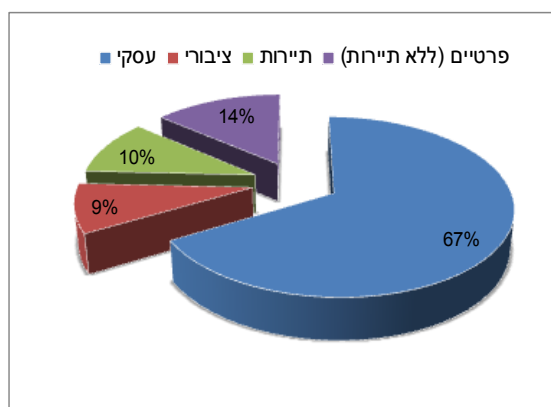
בשנת 2008 ובמחצית שנת 2009 נרשמה יציבות בשוק ההשכרה, אולם בשנת 2010 הענף חזר לצמיחה, נוכח תנאים כלכליים טובים בשוק ועלייה בתיירות הנכנסת. להערכתנו, שיעורי הצמיחה צפויים להתמתן בשנים הבאות על רקע רמת החדירה והתחרות הגבוהה, העשויה ללחוץ את מחירי המכירה. תחום השכרת הרכב בישראל פונה למספר שווקים, ביניהם: התיירות הנכנסת, לקוחות פרטיים ומזדמנים, לקוחות עסקיים וגופים ציבוריים. עבור לקוחות עסקיים וציבוריים, שכירות הרכב מהווה פתרון תחליפי לרכישת כלי הרכב או לחוזה ליסינג, תוך הקניית גמישות תפעולית ופיננסית.

החברה פועלת באמצעות 26 סניפים בפריסה ארצית. מרבית הסניפים משמשים הן את פעילות השכרת הרכבים של החברה והן את פעילות מכירת הרכבים, המאוגדת תחת חברה נוספת בשלמה החזקות - ש.שלמה מכירת רכב (2000) בע"מ (להלן "ש.מ.ר."). פריסה גיאוגרפית של סניפי החברה, לרבות במקומות אסטרטגיים ונגישות ללקוחותיה, מהווים גורמים משמעותיים לבידול בין חברות בענף השכרת כלי הרכב, לרבות יכולות התחרות שלהן. דגש רב ניתן לסניף החברה בשדה התעופה בן-גוריון, המקנה לה נראות גבוהה ומהווה גורם שיווקי בסקטור התיירות הנכנסת. בנוסף, פועלת החברה באמצעות נציגויות בפריז ובניו יורק, המשווקות את שירותי השכרת הרכבים לתיירים המגיעים מאזורים אלו לישראל. החברה פועלת במותג שלמה Sixt שהינו מותג ידוע ומבוסס בענף הרכב. לחברה הסכם ארוך טווח עם חברת Sixt העולמית, המקנה לה זכות בלעדית לשימוש במותג Sixt בישראל, כנגד תמלוגים. ההסכם כולל גם קבלת שירותים נלווים מ-Sixt, כגון קישור למערכת ההזמנות הבינלאומית של Sixt, קישור ללקוחותיה העסקיים, ייעוץ בניהול עסקי ושיתוף של מערכות מידע ומחשוב.

אסטרטגיית החברה הינה לשמר את צי כלי הרכב בהיקף של כ- 15 אלף רכבים, להתמקד במגזר העסקי ולשמר את הרווחיות באמצעות העמקת המכירות של שירותים נלווים. אין לחברה כוונה לשנות במידה מהותית את תמהיל המגזרים (ראה להלן).

פיזור בסיס הלקוחות ותלות נמוכה יחסית בתיירות נכנסת

שלמה תחבורה: התפלגות הכנסות מהשכרת רכב לפי פלחי שוק עיקריים (שנת 2010)



מגזר הפעילות העיקרי של החברה הינו המגזר העסקי אשר תרם כ-67% מהכנסות החברה בשנת 2010. לקוחות המגזר העסקי כוללים גופים רבים מענפים שונים. מגזר מהותי נוסף הינו הסקטור הציבורי (כ-9%), הכולל גופים ממשלתיים, המתקשרים עם החברה באמצעות הסכמי מסגרת לתקופה של שנה עד שנתיים. המגזר העסקי והציבורי חשופים פחות לתנודתיות השוק בהשוואה למגזר הפרטי והתיירותי, יחד עם זאת, הם מתאפיינים ברווחיות נמוכה יותר. לקוחות פרטיים מהשוק המקומי מהווים כ-14% ותיירים מהווים 10% נוספים. התפלגות זו של מגזרי הלקוחות בחברה הייתה דומה בכל השנים האחרונות.

יש לציין כי הכנסות שלמה תחבורה מחברות קשורות בקבוצת שלמה ומחוצה לה היוו בשנים האחרונות כ-10% בממוצע מסך הכנסות החברה מהשכרת כלי רכב.

תמהיל הלקוחות של החברה הינו דפנסיבי, יחסית לחברות השכרה אחרות בארץ ובעולם, הנשענות במידה רבה יותר על ענף התיירות התנודתי ועל לקוחות מזדמנים. הדבר מתבטא בשיעור ניצולת גבוה של צי כלי הרכב בחברה לאורך שנים ארוכות, לרבות בשנים של משברים ביטחוניים, במקביל לגידול בצי הרכב. שיעור הניצולת מושפע מתמהיל הפעילות מול לקוחות מזדמנים ותיירות נכנסת, בהשוואה ללקוחות עסקיים. ככל שהחברה נוטה לפעילות מול עסקים וגופים ציבוריים, יש באפשרותה לשפר את הניצולת על חשבון תעריף ממוצע נמוך יותר, בפרט מול גופים גדולים.

רווחיות יציבה המושפעת לטובה מיכולת הרכש ומשיעור ניצולת גבוה

החברה הציגה גידול של 12% בהכנסות מהשכרה ברבעון הראשון של שנת 2011 לעומת רבעון מקביל בשנת 2010, וזאת בהמשך לצמיחה של כ-10% שנרשמה בשנת 2010. הגידול בהכנסות מהשכרה נבע מעלייה במצבת כלי הרכב במהלך שנת 2010 (כ-13%), תוך יציבות עד שחיקה קלה בתעריף השכרה הממוצע. בשנים 2008-2009 נרשמה סטגנציה בהכנסות, על אף עלייה מסוימת בהיקף הממוצע של הצי, זאת על רקע המיתון הכלכלי.

רווחיות החברות הפועלות בענף השכרה ושלמה תחבורה ביניהן, מושפעת מהגורמים העיקריים הבאים: עלות הרכש של כלי הרכב מהיבואנים, תמהיל הלקוחות ושיעור הניצולת של כלי הרכב לאורך השנה. גורם משמעותי נוסף המשפיע על הרווחיות הינו הרווח/ההפסד ממכירת כלי רכב משומשים. סעיף זה מושפע ממגמות המחיר בשוק המשני ומקצב ההפחתה של כלי הרכב בחברה. קצב ההפחתה משפיע בחזרה על הרווח התפעולי השוטף (ראה גם בהמשך לגבי סיכון ערך הגרט).

שיעור הרווח התפעולי מהכנסות מהשכרה נמוך במעט, מהרווחיות של חברות הליסינג הגדולות, ובשנים 2008-2009 הושפע לשלילה מהפסדי הון משמעותיים שנרשמו בגין מכירת כלי רכב, בעיקר ברבעון הרביעי של 2008 ובמחצית הראשונה של שנת 2009. ברבעונים האחרונים פעילות מכירת כלי הרכב מאוזנת יחסית. יש לציין עוד כי הרווח הנקי של החברה בשנים האחרונות הושפע לטובה ממרכיב הוצאות מימון נמוכות, יחסית לחברות הליסינג, בעקבות מימון בהלוואות לטווח קצר, בשונה מענף הליסינג הממומן לרוב בטווח ארוך.

יתרונות לגודל כחלק מקבוצת שלמה

רכש כלי הרכב בשלמה החזקות נעשה במרוכז לפעילות הליסינג וההשכרה - המונות ביחד כ-73 אלף כלי רכב. בכך ממנפת הקבוצה את כוח הקנייה שלה על מנת לקבל תנאים מועדפים מיבואני כלי הרכב וספקי תחזוקה שוטפים. בנוסף, נהנית החברה מיתרונות סינרגיה לוגיסטית ותפעולית כחלק מקבוצת שלמה. חברת שלמה מוסכים ושירותי דרך בע"מ וא.ק.י. אוטוקלאב בע"מ (חברות פרטיות, בבעלות משפחת שמלצר) מספקות לחברה שירותי תחזוקה ומכונאות, פחחות וצבע, וכן שירותי גרירה ושירותי דרך. כמו כן, חברה נוספת בקבוצה, שלמה ביטוח, מבטחת את צי הרכבים של החברה בביטוח חובה. משרדיה הראשיים של הקבוצה והמרכז הלוגיסטי הממוקמים בצריפין, כולל מתקנים ופונקציות תפעוליות רבות, המספקים את צרכי החברה במקום אחד.

החברה נסמכת על מותג חזק המשותף לכלל פעילויות הקבוצה ונהנה מיתרון לגודל בעלויות פרסום, אתר האינטרנט וערוצי שיווק נוספים. גודלה של הקבוצה מקנה לה גמישות פיננסית טובה ביכולת מימון עסקאות.

יש לציין כי רכישת השירותים מחברות פרטיות של בעלי השליטה נעשית לפי תעריפים / נוסחת תעריף קבועים מראש במסגרת הסכמים למספר שנים.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

הענף חשוף למחזוריות עסקית, סיכונים תפעוליים ומינוף גבוה

ענף השכרת כלי רכב לטווח קצר, בשונה מענף הליסינג התפעולי, חשוף לסיכון תפעולי גבוה יותר, נוכח מאפייני הפעילות ומחזוריות עסקית תנודתית יותר, ולכן נדרשת רמת ניהול גבוהה לצורך אופטימיזציה של נצילות צי הרכבים ותכנון מושכל של גודל הצי, בהתאם למחזוריות העסקית ולעונותיות. בשונה מענף הליסינג, ענף ההשכרה אינו קשור בהסכמים ארוכי טווח עם לקוחותיו. הבדל זה מגדיל את החשיפה של ענף ההשכרה לשינויים בתנאי השוק. בנוסף, הענף מאופיין בתחרות גבוהה, הנובעת מחסמי כניסה גבוהים (בעיקר גישה למימון צי רכבים) ומריבוי מתחרים קטנים. לצד זאת, רמת הרגולציה בענף נמוכה יחסית לענף הליסינג, וכוללת בעיקר השפעות על מחיר הרכב בשוק המשני, כמו העדכוני האחרונים בתחום ייבוא אישי ומקביל, שינוי מסי הקנייה והחקיקה של המס הירוק. גורם נוסף ממתן סיכון עסקי הינו היקף הקטן יחסית של הצי להשכרה, יחסית לצי הליסינג, גורם המשפר את גמישות חברות ההשכרה בעיתות של ירידה בנפח הפעילות.

בדומה לענף הליסינג, גם ענף ההשכרה מאופיין ברמת מינוף גבוהה של החברות, הממומנות בעיקר באשראי לזמן קצר וחשופות לעלייה בריבית. הנזילות הגבוהה של נכס הבסיס מתנתת במידה מסוימת סיכון זה. יש לציין עם זאת, כי ענף הרכב בישראל טרם עמד במבחן של מימוש מהיר לצי גדול של כלי רכב.

סיכון ענפי נוסף, המשותף לענף הליסינג התפעולי, הינו חוסר כיסוי ביטוחי בגין נזקים וגניבות של רכבים. סיכון זה יכול לקבל משמעות עצומה בעת אסון קטסטרופלי, אשר יגרום לנזק רב בצי הרכבים של החברה באופן מהותי.

רמת מינוף גבוהה

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה, בדומה לחברות נוספות בענף השכרת הרכבים והליסינג התפעולי. החוב הפיננסי של החברה ליום 31.3.2011 עמד על 751 מיליון ש"ח. מבנה המימון של החברה כולל כ-84% מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים, כ-7% מחברה כלולה ו-9% הנותרים הינם הלוואות מיבואני רכבים. בשנת 2008, במהלך המשבר הפיננסי ועקב משבר הנזילות בארץ, הגדילה החברה את היקף הלוואותיה מיבואני הרכבים עד לכ-32% מכלל החוב שלה. שיעור זה ירד עד לרמתו הנוכחית. מרבית החוב מורכב מהלוואות מסוג און-קול או אשראי לזמן קצר שהחברה נוהגת למחזר כנגד שעבוד כלי רכב. החברה מציגה יחס הון למאזן של כ-13.0% ליום 31.03.2011 לעומת יחס של כ-14.1% ו-13.1% ליום 31.03.2011. בהתאמה, מידרוג מצפה לשינוי מסוים ביחס המינוף במהלך שנת



2011, נוכח העובדה כי החציון הראשון משקף היערכות עונתית להגדלת הצי, מכאן רמת החוב בו גדולה מהמוצאע וכן, כי הערכות כאמור עשויה ליצור ירידה מסוימת ביחס הון למאזן. החברה התחייבה מול תאגידים בנקאיים שהונה העצמי לא יקטן מ- 10%. מידרוג מצפה כי יחס ההון למאזן לא יקטן מ- 12% וכי תישמר רמת מרווח מול דרישות הבנקים.

נזילות מספקת

רמת נזילות החברה הינה מספקת, ונסמכת בעיקר על יכולת ייצור מזומנים חזקה ויציבה, נזילות נכס הבסיס ונגישות טובה לגורמים מממנים. מרבית צי הרכבים משועבד לטובת הבנקים המממנים, דבר המקטין את גמישותה הפיננסית. לחברה מסגרות אשראי מבנקים שאינן מחייבות בהיקף של כ-820 מיליון ₪, מהן היא מנצלת כיום כ-690 מיליון ₪.

חשיפה למחירי כלי הרכב בשוק המשני

גורם סיכון משמעותי לפעילות החברה הינו חשיפה לירידת מחירים בשוק הרכבים המשומשים, העלולה ליצור לחברה הפסדי הון ממיוש צי הרכבים. על פי רוב, רכבים מהשכרה ומליסינג סופגים הפחתות מחיר מסוימות בשוק המשני לעומת רכבים דומים מבעלות פרטית. מנגד יש לציין כי, חברות השכרה והליסינג זוכות להנחות כמות בעת קניית הרכבים מיבואני הרכב.

כאמור, בשנים 2008-2009 רשמה החברה הפסדי הון משמעותיים בגין מכירת כלי רכב, בעיקר במחצית הראשונה של שנת 2009 שבה חלה האטה משמעותית בכלכלה עם עצירה בנזילות. בשנת 2010 וברבעון הראשון של שנת 2011 נרשם בסעיף זה רווח לא מהותי או איזון. שוק כלי הרכב המשומשים הציג בחודשים החולפים ירידת מחירים. החברה לא שינתה את שיעור הפחתת כלי הרכב (15%) בשנים האחרונות.

מכירת כלי הרכב של החברה מתבצעת בעיקר על ידי חברה בת, בבעלות מלאה של שלמה רכב (החברה האחות של שלמה תחבורה), תמורת עמלה בשיעור קבוע ממחיר המכירה. עסקה זו מעוגנת בהסכם בין הצדדים משנת 2004 שתקף עד לסוף שנת 2011. בהסכם לא חלו שינויים מאז שנחתם והחברה מעריכה כי הוא יוארך בתנאים זהים. בנוסף, החברה רוכשת שירותים משלמה מוסכים (חברת פרטית בבעלות משפחת שמלצר) לצורך תיקוני פחחות והכנה לקראת המכירה. היקף העמלות והתשלומים ששילמה שלמה תחבורה הנובעים ממכירת הרכבים הסתכם בכ-11 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2008-2010.

השפעה אפשרית של סיכון האשראי של שלמה החזקות

להערכת מידרוג, המבנה המשפטי, לפיו אגרות החוב המדורגות מונפקות על ידי שלמה החזקות ותמורתן מועברת לשלמה תחבורה כהלוואה, חושפת את שלמה תחבורה, במידה מסוימת, לסיכון האשראי של שלמה החזקות. עוצמת החשיפה האמורה מוחלשת, בהתחשב בכך ששלמה תחבורה ערבה במישרין כלפי מחזיקי אגרות החוב וכי בשטר הנאמנות של אגרות החוב המדורגות קיימים מנגנונים התומכים במידה חזקה בבכירות מחזיקי אגרות החוב המונפקות בערבות שלמה תחבורה על פני נושים אחרים של שלמה החזקות (דוגמת מנגנון לבידוד העברת הכספים משלמה תחבורה ישירות לשלמה החזקות, לצורך תשלומים למחזיקי אגרות החוב, וכן שעבוד כלי הרכב לטובת מחזיקי אגרות החוב). בהתאם, מידרוג הביאה בחשבון בדירוג אגרות החוב את סיכון האשראי של שלמה החזקות.

להערכת מידרוג, סיכון האשראי של שלמה החזקות נתמך בהחזקה בשלמה רכב (מדורגת A2 אופק חיובי) ובהיקף הפעילות הרחב של הקבוצה בשוק הרכב המקומי, המקנה לה מעמד עסקי חזק ויתרונות מובנים. כמו כן, סיכון האשראי של שלמה החזקות מושפע לטובה מרמת מינוף נמוכה של החברה סולו (בנטרול חוב, שהועבר כהלוואות לחברות הבנות). לצד זאת, סיכון האשראי של הקבוצה מושפע לשלילה מהאחזקה בשלמה ביטוח, שהינה חברה צעירה בתחום ביטוחי הרכב, שעדיין רושמת הפסדים ונדרשת למימון שוטף של בעלת היתר השליטה בחברת הביטוח, הערבה להשלמת הונה העצמי בתנאים מסוימים. בבחינת סיכון האשראי של שלמה החזקות נלקח בחשבון המשך תמיכה בפעילות הביטוח במידה מוגבלת וכן נלקחה בחשבון הגבלה של רמת המינוף סולו.

גורמים אשר עלולים לשפר את הדירוג:

- חיזוק האיתנות הפיננסית של החברה כפי שיתבטא בעלייה ביחס ההון למאזן לשיעור של 15% ומעלה.

גורמים אשר עלולים להוריד את הדירוג:

- שחיקה מתמשכת ביחס הון למאזן אל מתחת לשיעור של 12% וכן צמצום במרווח בין יחס ההון למאזן בפועל לבין היחס הנדרש על ידי הבנקים המממנים.
- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות לאחר מימון.
- הרעה משמעותית בהערכת סיכון האשראי של שלמה החזקות.

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.

דו"ח מספר: CTS070811200M

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") 2011.

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. 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 בייעוץ 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.