



ש.שלמה החזקות בע"מ - דירוג סדרות

ש.שלמה רכב בע"מ - דירוג מנפיק

פעולת דירוג | מאי 2013

1

**מחברים:**

טל טוטנאור, אנליסט  
[talt@midroog.co.il](mailto:talt@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש צוות  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ש. שלמה רכב בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג מנפיק דירוג סדרות
------------------	----	----------------------------

מידרוג מאשרת דירוג A2 באופק יציב למסגרת גיוס אגרות חוב בסך של עד 350 מיליון ₪ ע.ג. שעתידה להנפיק ש. שלמה החזקות בע"מ ("שלמה החזקות") באמצעות הרחבת סדרות קיימות, אשר יועמדו כהלוואה לש. שלמה רכב בע"מ ("שלמה רכב" או "החברה") לצורך פעילותה השוטפת, ובערבות מלאה של החברה. מתוך מסגרת זו, מאשרת מידרוג דירוג A2 באופק יציב לאגרות חוב בהיקף של עד 250 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה יד'.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09.05.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

### 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 31.12.12 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ז'	1410174	08/2006	5.50%	מדד	81	2013
י'	1410216	03/2010	3.35%	מדד	392	2013
יא'	1410224	01/2011	2.30%	מדד	614	2013-2017
יב'	1410232	01/2011	5.40%	שקלי	325	2013-2017
יד'	1410265	02/2013	3.75%	מדד	*	2013-2020
טו'	1410273	02/2013	5.75%	שקלי	*	2013-2020

\* סדרות יד' ו-טו' הונפקו לאחר תאריך המאזן בסך של כ-290 מיליון ₪ סדרה יד' ו-154 מיליון ₪ סדרה טו'.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה של החברה, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי, בסיס לקוחות רחב ומפוזר וניצול יתרונות לגודל ברמת החברה והקבוצה, המתבטאים בתזרימי מזומנים חזקים לאורך זמן.

בשנים האחרונות פועלת החברה להקטין את רמת המינוף ולהגדיל את כריות ההון באמצעות שמירה על יציבות הצי, צבירת רווחים ומדיניות חלוקה של עד 50% מהרווח הנקי. להערכת מידרוג, למרות מגמת השיפור באיתנות הפיננסית, רמת המינוף של החברה עדיין גבוהה יחסית. יחסי הכיסוי של החברה הולמים את רמת הדירוג ואינם צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני

להערכתנו, רווחיות החברה מצויה במגמת שחיקה מסוימת בשנים האחרונות. החברה מציגה תשואה על נכסים (ROA) תנודתית, הנעה בטווח שבין 0.7% ל- 2.5% בשלוש השנים האחרונות ומושפעת מעילות תפעולית סבירה ושחיקה מסוימת ביכולת ייצור הכנסות לאורך תקופה זו.

ענף הליסינג מאופיין בסיכון ענפי בינוני-גבוה וברמת מינוף גבוהה, תלות גבוהה במימון חיצוני לצורך שימור הצי והרחבתו, חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים, המאופיינים בתנודתיות ונגזרים ממגוון גורמים אקסוגניים. הענף מאופיין ברגולציה אינטנסיבית המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה ועל רווחיות החברות הפועלות בו. מנגד, מאופיין הענף ביתרונות לגודל, בחוזי חכירה לטווח ארוך יחסית, התורמים לנראות התזרים ובסחירות גבוהה של נכס הבסיס.

יש לציין, כי במסגרת חוק ההסדרים צפויים להיכנס לתוקף שני שינויים שישיעו על המס התזרימי אותו ישלמו חברות הליסינג בעתיד: הפחתת שיעור הפחת על רכבים, המוכר לצרכי מס, ותיקון לסעיף 96 לפקודת המיסים בדבר דחיית תשלום מס על רווחי הון. להערכתנו, לתמורות אלו לא צפויות להיות השלכות מהותיות על היקף התזרימים אותם תייצר החברה בטוח הזמן הקצר והבינוני ועל כריות ההון שלה.

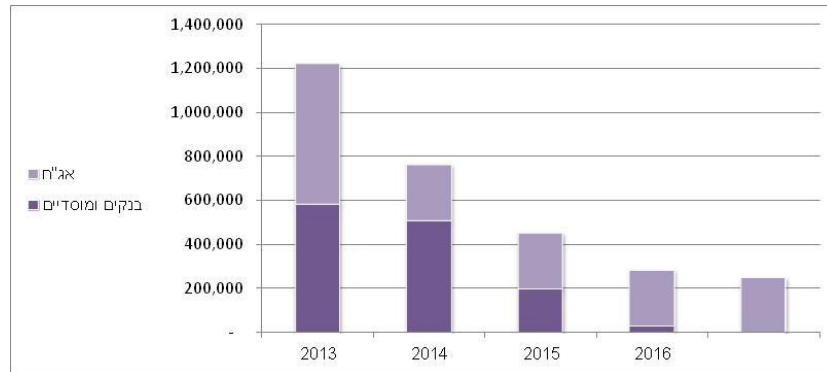
נזילות החברה סבירה ונסמכת בעיקר על תזרים פנימי חזק ויציב מהפעילות השוטפת וללא שמירת כריות נזילות משמעותיות כנגד שירות החוב שנה קדימה. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנסמכת על סחירות נכס הבסיס, שווי רכבים פנויים משעבוד, מסגרות לא מנוצלות בהיקף מהותי ונגישות טובה לגורמים המממנים. לחברה מספר תניות פיננסיות לגורמים המממנים, בהן היא עומדת במרווח מספק, להערכתנו.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו ליציבות בפרמטרים הפיננסיים בטווח אופק הדירוג ומכרית ביטחון, בדמות גמישות פיננסית טובה, כנזכר לעיל, הנתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס.

### שלמה רכב: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2008	2009	2010	2011	2012	
2,281	2,330	2,451	2,503	2,263	<b>הכנסות מהשכרה ומכירת רכבים</b>
291	296	286	256	225	<b>רווח תפעולי</b>
12.7%	12.7%	11.7%	10.2%	10.0%	<b>רווח תפעולי / הכנסות</b>
237	220	176	187	169	<b>הוצאות מימון, נטו</b>
979	990	956	906	936	<b>EBITDA</b>
3,297	3,068	2,873	2,846	2,689	<b>חוב פיננסי</b>
500	553	628	629	656	<b>הון עצמי</b>
11.5%	13.0%	14.2%	14.7%	15.5%	<b>הון עצמי / סך מאזן</b>
84.4%	82.3%	79.4%	78.3%	76.7%	<b>חוב / CAP</b>
3.4	3.1	3.0	3.1	2.9	<b>חוב פיננסי / EBITDA</b>
4.1	3.5	3.4	3.5	3.2	<b>חוב פיננסי / FFO</b>

לוח סילוקין ליום 31.03.2013, במיליוני ₪



\*לא כולל אשראי ז"ק בהיקף של כ-55 מיליון ₪

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- המשך חיזוק האיתנות הפיננסית
- שיפור בכריות הרווחיות

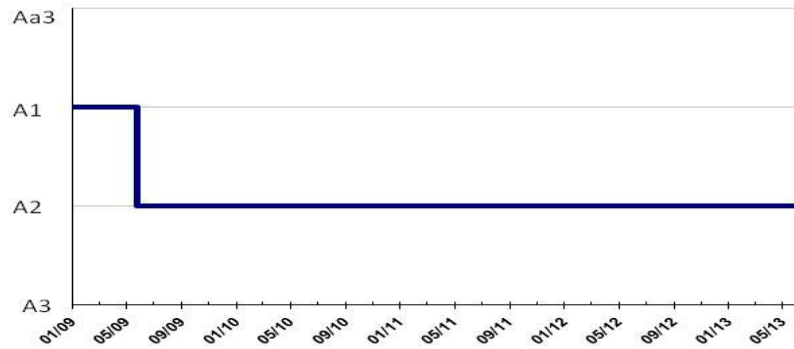
**גורמים אשר יכולים להוביל לפגיעה בדירוג:**

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים
- שחיקה בהכנסות ופגיעה ברווחיות החברה
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה וביצועיה

**אודות החברה**

ש. שלמה רכב בע"מ והחברות המאוחדות שלה הינן קבוצת חברות פרטיות, הפועלות בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב בישראל. החל משנת 2005 החלה החברה לפעול בתחום הליסינג התפעולי וההשכרה של כלי רכב ברומניה וכן בשיווק והפצה של רכבים חדשים. בנוסף, החברה מחזיקה בחברה כלולה (40%) - שלמה כ.א.ל. בע"מ (40% נוספים מוחזקים על ידי שלמה תחבורה בע"מ, חברה אחות המוחזקת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ), העוסקת בתחום הליסינג המימוני. ש.שלמה רכב בע"מ הינה חברה בת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ - חברה מדווחת בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [ש.שלמה רכב בע"מ – פעולת דירוג \(ינואר 2013\)](#)
- [ש.שלמה רכב בע"מ – עדכון לפעולת דירוג \(פברואר 2013\)](#)
- [ש.שלמה רכב בע"מ - דוח מעקב \(ינואר 2012\)](#)

תאריך דוח: 09.05.2013

**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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	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 שיפוטה 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 שיפוטה 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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכושה 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](http://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. 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.