

אלבר שירותי מימונית בע"מ

מעקב | אפריל 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני אנליסט - מעריך דירוג ראשי
kobir@midroog.co.il

אבי בן-נן, ראש תחום מוסדות פיננסיים - מעריך דירוג משני
avib@midroog.co.il

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

אלבר שירותי מימונית בע"מ

דירוג אגרות חוב/דירוג מנפיק	A3.il	אופק דירוג: יציב
ניירות ערך מסחריים	P-1.il	

מידורג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות יג', יד', טו' ו- טז') שהנפיקה אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה"). אופק הדירוג יציב. מידורג מותירה על כנו דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרות 3 ו-4) שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
יג'	1127588	A3.il	יציב	13.04.2019
יד'	1132562	A3.il	יציב	15.11.2021
טו'	1138536	A3.il	יציב	15.11.2023
טז'	1139823	A3.il	יציב	20.06.2024
נע"מ 3	1140862	P-1.il	-	30.04.2018
נע"מ 4	1144757	P-1.il	-	30.03.2019

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי טוב בענף הליסינג התפעולי של כלי רכב ("ענף הליסינג") המהווה את פעילות הליבה של החברה לצד פעילות בהיקף משמעותי בסחר בכלי-רכב והשכרה לזמן קצר. ענף הליסינג מוערך על-ידי מידורג בסיכון בינוני-גבוה, כאשר חלה להערכתנו עלייה מסוימת בסיכון הענפי נוכח גידול מתמשך בהיצע הרכבים המשומשים אשר לוחץ על מחירי המכירה וערכי הגרט. גורמי הסיכון העיקריים בענף נובעים ממינוף גבוה, תלות מהותית בשווקי ההון לצורך מחזור התחייבויות, חשיפה לערך הגרט של כלי הרכב ורמת תחרות גבוהה חרף קיומו של שוק ריכוזי יחסית. כמו כן, הענף חשוף לרגולציה המשפיעה על מחירי כלי הרכב ועל הביקוש לליסינג תפעולי. מנגד, פיזור לקוחות גבוה, חוזי חכירה לטווח ארוך, סחירות גבוהה של נכס הבסיס והגמישות לצמצם את צי הרכב בהתאם למחזוריות הכלכלית מהווים גורמים ממתיני סיכון. תחום הסחר בכלי רכב דורש קיבולת אשראי נמוכה מזו של תחום הליסינג, ותורם לניצול יעיל של תשתית המכירה הקיימת וליכולת ייצור ההכנסות והרווחים של החברה. מנגד, פעילות הסחר חשופה יותר למחזוריות הכלכלית, והחברה חשופה ליבואני הרכב השולטים במחירי המכירה ובהיקף כ"ר הנמכרים לחברות הליסינג. ביקוש גבוה ויציב לכלי רכב צפוי להימשך בטווח הקצר והבינוני ולתמוך בענף.

מיצובה העסקי של החברה נתמך בהיקף צי משמעותי במגזר הליסינג וההשכרה של כ-36 אלף כ"ר ליום 31.12.2017, מרכיב משמעותי, אם כי נמוך יחסית לענף, של הכנסות מעסקאות ליסינג, המאופיינות ביציבות ובנראות טובה, כוח קנייה מול יבואני כלי הרכב וכן תשתית מכירה רחבה שמפעילה החברה ותורמת ליכולות המכירה של כלי הרכב מהצי ובתחום הסחר. לחברה מספר קווי עסקים בתחום הרכב אשר תורמים לפרופיל העסקי ובמידת מה גם לפיזור העסקי. להערכת מידורג פעילות האשראי מגובה בביטחונות על כלי רכב מאופיינת בסיכון גדול יותר בהשוואה ליתר תחומי הפעילות בחברה, בשל המינוף הגבוה, סחירות נמוכה של התיק וכן ניסיון מוגבל של החברה בתחום. להערכת מידורג, מיצובה של החברה בעסקי הליבה יוותר יציב בטווח הזמן הקצר-בינוני, גם נוכח חוזק מותג וסל המוצרים, וכן נוכח פוטנציאל הצמיחה הנמוך של ענף הליסינג.

רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג למרות מגמת השחיקה בה בשנים האחרונות, כפי שנשתקף ביחס ROA ממוצע של כ-0.9% בשנים 2015-2017, כאשר זה אינו צפוי להשתפר במידה מהותית, ותוך שהוא מושפע לחיוב מגידול בפעילות הסחר ובפעילות האשראי, ומנגד שחיקה ברווחיות תחום הליסינג וההשכרה לז"ק. לחברה מינוף מאזני גבוה גם ביחס לענף, עם הון למאזן של 12.5% נכון ליום 31.12.2017, המהווה משקולת לדירוג, ומבטא עלייה בתיאבון לסיכון כפי שמתבטא בעליית תיק האשראי בפעילות אלבר קרדיט ובתכנית החברה להשקיע בנדל"ן להשקעה בתחומי פעילותה. לחברה גמישות פיננסית הולמת לדירוג בשל סחירות גבוהה של נכס הבסיס, עם צי רכבים בהיקף משמעותי המקנה לחברה גמישות להקטינו בהתאם למחזור הכלכלי, ומסגרות אשראי בהיקף מהותי, חלקן תתמוכות. עם כל זאת, ניכרת שחיקה מסוימת במידת הגמישות הפיננסית של החברה, נוכח הגידול בחוב, הירידה בשווי הצי הפנוי משעבוד ביחס להיקף החוב וכן מרווח נמוך מאמות מידה פיננסיות, אשר כאמור מכביד על הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידורג לשנת 2018 מניח יציבות בהיקף הצי וכן בשיעורי ניצולת הצי עם יציבות ברווחי הליסינג נוכח עלייה בדמי השימוש וצמצום הפסדי ההון בגין מכירת צי הרכב, לאור העלאת שיעורי הפחת השוטפים בשנתיים האחרונות. מגמות אלו יקוזזו מצד המשך עלייה בהוצאות ניהול הצי ולחץ על מחירי המכירה של כלי הרכב המשושמים שיוביל להמשך הפסדי הון על רכבי הצי. בתחום הסחר, תרחיש הבסיס של מידורג מניח ירידה בהיקף העסקאות נוכח התגברות התחרות בתחום מכירת כלי הרכב. בתרחיש זה צפוי גידול בהכנסות הליסינג (עד כ-3.0%) שיקוזז מצד קיטון בהכנסות מהשכרה לז"ק ובהכנסות הסחר, ואילו התשואה על הנכסים צפויה לעמוד על 0.9%-1.0%, תשואה סבירה ביחס לדירוג. בטווח הזמן הבינוני, צפוי, להערכתנו, לחץ נוסף על רווחיות החברה והענף בשל עלייה אפשרית של הריבית, אשר לא תגולגל במלואה ללקוחות נוכח רמת התחרות הגבוהה ומח"מ החוזים. יחסי כיסוי חוב ל-EBITDA ול-FFO צפויים לעמוד על 4.5 ו-5.5, בהתאמה, זאת לעומת 4.3 ו-4.9 בממוצע בשלוש השנים האחרונות. האטת יחסי הכיסוי נובעת בעיקר מגידול בחוב הכרוך בפעילות אלבר קרדיט ומהשקעות צפויות בנדל"ן להשקעה בתחומי הפעילות (לרבות רכישת מגרשי רכב). דירוג ניירות הערך המסחריים של החברה מבוסס על דירוג החברה לזמן ארוך ועל ניתוח הנזילות של החברה. ניתוח הנזילות מתבסס על ניתוח מקורות ושימושים לתקופה של שניים-עשר החודשים הקרובים, הנשען במידה רבה על תזרים המזומנים החזק של החברה מפעילות הליסינג ומכירת כלי רכב, קיומו של צי פנוי משעבוד בהיקף נמוך ויכולת החברה למחזר את התחייבויותיה על בסיס סחירות כלי הרכב.

אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית בפרופיל הפיננסי של החברה בתרחיש הבסיס של מידורג.

אלבר שירותי מימונית בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (מיליוני ש"ח):

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	
2,229	2,075	2,441	2,631	2,702	סך הכנסות
1,017	1,005	1,031	1,078	1,165	מתוך זה הכנסות מהשכרת כלי-רכב, משירותי מוסר, דרך וגרירה ומתן אשראי צרכני
48	38	20	44	41	רווח נקי
556	516	494	509	543	FFO
1.6%	1.2%	0.6%	1.3%	1.1%	תשואה על הנכסים (ROA)
12.6%	12.6%	12.1%	12.0%	12.5%	הון עצמי לסך מאזן
3.4	3.7	4.3	4.5	4.3	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA
3.7	4.2	4.8	5.1	4.9	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO

אלבר שירותי מימונית בע"מ (מאוחד) - רווח מגזרי לפי מגזרי פעילות (מיליוני ש"ח):

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	
177	164	132	94	76	מגזר ליסינג תפעולי
29	33	32	15	5	מגזר השכרה לזמן קצר
17	21	27	57	73	מגזר סחר רכב
0	0	1	11	31	מתן אשראי צרכני
7	0	3	9	27	פעילויות אחרות

[1] רווח מגזרי לפני הוצאות משותפות בלתי מוקצות למגזרי הפעילות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

גידול בהיצע רכבי יד שנייה ולחץ על מחירי המכירה מעלה את הסיכון העסקי בענף הליסינג

ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה נוכח רמת מינוף גבוהה, תלות רבה ביכולת גיוס החוב לאורך מחזור האשראי וחשיפה גבוהה לערך הגרט של כלי הרכב המשושמים. החשיפה לערך הגרט מועצמת נוכח זאת ששווי הצי הינו הנכס העיקרי במאזן חברות הליסינג (מעל 70% לאורך זמן) ושווי הכלכלי מושפע ממגוון גורמים אקסוגניים - רגולציה המשפיעה בעיקר על נטל המס, שערי חליפין, טעמי הצרכנים וכן המצב הכלכלי והתשתיתי - המשפיעים על הביקוש לכלי רכב ועל מנגנון התמסורת שבין רכב חדש למושומש. על אף שבשנים האחרונות נהנה שוק הרכב יד ראשונה מעלייה בביקוש עקב סביבת הריבית הנמוכה, היצע האשראי גבוה ושיעורי המימון

הגבוהים וכן ברקע שיעורי תעסוקה גבוהים והעלייה ברמת החיים, מידרוג מעריכה כי שוק הרכב יד ראשונה מצוי בהאטה מסוימת אשר החלה בשנת 2017 עם ירידה של כ- 2% במסירות כלי רכב חדשים לאחר שנת השיא 2016, כאשר להערכת מידרוג בשנת 2018 ירידה נוספת, אם כי עדיין היקף המסירות יגלם גידול משמעותי במספר כלי הרכב בישראל. על פי נתוני רשות המיסים¹, בשנים האחרונות חלה ירידה במחירי כלי הרכב המשומשים הודות לגידול בצי כלי הרכב וכן בשל תמהיל כלי רכב (מעבר לרכבים קטנים יותר). להערכת מידרוג הירידה הצפויה במסירות יד ראשונה בהשוואה לשנים הקודמות עשויה להשפיע לשלילה על מחירי שוק יד שנייה, ככל שהיא תלווה בירידה במחירי המכירה של רכבי יד ראשונה, אשר בתורם תלויים גם בתנאי הסחר וברמות המלאי של היבואנים. מנגד, הקיטון במסירות עשוי להשפיע לחיוב על הביקוש לרכבי יד שנייה.

ענף הליסינג הוא שוק בוגר, בעל פוטנציאל צמיחה מוגבל אשר נשלט על-ידי חמש חברות עיקריות בעלות נתח שוק של כ-70% מסך צי הליסינג התפעולי לאורך זמן. פוטנציאל הצמיחה המוגבל בתחום הליסינג התפעולי הוביל את החברות בענף לפתח פעילות משלימות כגון מכירה של כלי רכב 0 ק"מ וכן כניסה לשוק מימון כלי הרכב מיד ראשונה ושנייה באמצעות חברות בנות אשר הוקמו למטרה זו. פעילויות אלו היוו את מנוע הצמיחה העיקרי של החברות בענף ופיצו על שחיקה בפעילות הליבה. רמת התחרות בענף גבוהה נוכח עלויות מעבר נמוכות ובידול נמוך במוצר ובשירות, וכפועל יוצא כוח התמחרות של החברות בענף נמוך יחסית. מנגד, הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים הנובעים בעיקר מהצורך בהון עצמי משמעותי להשקעה ראשונית בצי הרכב, נגישות למקורות מימון חיצוניים, ניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג וערכי הגרט. להערכת מידרוג, העצירה בגידול צי הרכב בענף הליסינג, כפועל יוצא של רפורמת שווי השימוש לפני מספר שנים ושל מצוקת ההון בקרב חלק מהשחקניות, ובמגמה הפוכה לצמיחה במשק הישראלי, מהווה גורם ממתן תחרות. חברות הליסינג מאופיינות ברמת מינוף גבוהה, כאמור, נוכח השקעות הוניות גבוהות בהקמת צי הרכב ושימורו, הממותנת בחלקה מצד סחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס וגמישות בניהול היקף הצי, תוך התחשבות במחזור הכלכלי והנגישות לאשראי. הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת התמרון של החברות בענף.

ענף השכרת כלי רכב לטווח קצר נחלק לשני סגמנטים עיקריים, תיירות החוץ ותיירות הפנים. הראשונה מושפעת מהסכמי החברות עם מותגי השכרה בינלאומיים ומאופיינת בעונתיות חזקה ותנודתיות גבוהה, ואילו פעילות ההשכרה הפנים ארצית המיועדת בעיקר ללקוחות עסקים ופרטיים, מאופיינת בתחרות גבוהה ובעלת שיעורי רווחיות נמוכים. פעילות ההשכרה דורשת ניהול קפדני לצורך אופטימיזציה ושמירה על שיעורי ניצולת גבוהים של צי הרכב ותכנון מושכל של גודל הצי, בהתאם למחזוריות העסקית ולעונתיות. בשונה מענף הליסינג, ענף ההשכרה אינו קשור בהסכמים ארוכי טווח עם לקוחותיו, האמור לעיל מגדיל את החשיפה לשינויים בתנאי השוק ולתנודתיות ביכולת השבת הרווחים. עם זאת, להערכתנו, תחום ההשכרה לטווח קצר הינו מוצר משלים ותורם לגמישות של ניהול צי הרכבים.

תחום הסחר בכלי רכב דורש קיבולת אשראי נמוכה מזו של תחום הליסינג, לאור מכירת הרכב בפרק זמן קצר יחסית, ותורם לניצול יעיל יותר של תשתית המכירה הקיימת וליכולת ייצור ההכנסות והרווחים של החברה. מנגד, פעילות הסחר חשופה יותר למחזוריות הכלכלית, וחברות הליסינג העוסקות בתחום הסחר חשופות ליבואני הרכב השולטים במחירי המכירה ובהיקף כ"ר הנמכרים.

פרופיל עסקי גבוה הנשען על תשתית חזקה של סחר בכלי רכב בפעילויות הליבה תומך ביכולת השבת ההכנסות

לחברה שתי פעילויות ליבה מרכזיות, האחת פעילות ליסינג והשכרה ז"ק והשנייה סחר בכלי רכב. היקף צי הרכב של החברה נכון ליום 31.12.2017 הסתכם ב כ- 36 אלף כלי רכב². בתחום הליסינג התפעולי לאלבר מעמד עסקי חזק יחסית ויציב ומותג חזק המתבטא בנתח שוק של כ-11% נכון לסוף שנת 2017 (על פי נתוני החברה), עם צי ליסינג פעיל של כ- 26 אלף כלי רכב, ובהיקף יציב בשנים האחרונות. הכנסות החברה מדמי שימוש בפעילות הליסינג (כ-29% מסך הכנסות החברה בשנת 2017) נשענות על חוזים במח"מ בינוני, עם פיזור רחב של לקוחות בישראל על פני ענפי משק שונים, מאפיינים התורמים ליציבות ולנראות ההכנסות בטווח הבינוני. מנגד, פעילות ההשכרה לזמן קצר (כ-8.0%) מאופיינת בנראות הכנסות נמוכה יותר, נוכח מח"מ עסקאות קצר וחשיפה לעונתיות ולתיירות. יש לציין, כי לקוחות עסקיים מהווים חלק מהותי מפעילות ההשכרה לזמן קצר בחברה, כאשר הביקוש מצדם מאופיין

¹ מיסוי ונתונים נבחרים על ענף הרכב בישראל - 2016, רשות המיסים בישראל, החטיבה לתכנון וכלכלה.

² כולל כלי רכב שסיימו את תקופת הליסינג וההשכרה ואשר עומדים למכירה בידי החברה.

בעונות נמוכה ובנראות הכנסה טובה יותר בהשוואה ללקוחות פרטיים. בשנת 2017 רשמה החברה עלייה בדמי השימוש בליסינג התפעולי בשל גידול בהיקף הצי ועלייה במחירי העסקאות. מגמה זו קוזזה בחלקה מצד ירידה בהכנסות מהשכרה לטווח קצר בשל הקיטון בצי.

תחום הסחר בכלי רכב (לרבות פעילות טרייד אין ודו-גלגלי) הפך בשנים האחרונות לפעילות ליבה באלבר בהמשך למאמצי החברה לשפר את נצילות ההון ונכח פוטנציאל הצמיחה המוגבל של תחום הליסינג התפעולי. מגזר הסחר היווה בשנת 2017 כ-36% מסך הכנסות החברה (בהשוואה לכ-40% וכ-34% בשנים 2016 ו-2015, בהתאמה) וכ-41% מסך הרווח המגזרי (בהשוואה לכ-33% ו-14% בשנים 2016 ו-2015, בהתאמה). הגידול בפעילות הסחר נבע מהעלייה בשנים אלו בביקוש לכלי רכב והגדלת תשתית המכירה של החברה. לחברה תשתית מכירת כלי רכב בפריסה רחבה התומכת ברווחי הסחר וכן בהשאת ערך הגרט בתחום הליסינג. אלבר רוכשת שיעור גבוה מכלי הרכב הפרטיים החדשים בישראל ובשל כך נהנית מיתרונות לגודל המתבטאים בהנחות מספקים וניצול יעיל של תשתית ומערכי שיווק והפצה.

מעמדה העסקי של אלבר מושפע לחיוב בשל מספר קווי עסקים בתחום הרכב, כאשר לצד תחומי הליבה של הליסינג והסחר, לחברה מגזרים משלימים, העיקרי שבה הוא תחום ההלוואות לרכישת כלי רכב, וכן שירותי דרך, שירותי מוסך וייבוא חלקי חילוף.

פעילות מתן אשראי למימון כ"ר מהווה גורם סיכון שלילי בשל מינוף גבוה וניסיון מוגבל

במהלך שנת 2015 החלה החברה לפעול בתחום מתן אשראי צרכני למימון רכישת כלי-רכב משומשים וחדשים באמצעות חברת הבת אלבר קרדיט בע"מ, כמוצר משלים לפעילות החברה בתחום הליסינג והסחר, אשר נועד להגדיל את בסיס ההכנסות (בין היתר, נכח פוטנציאל הצמיחה המוגבל בתחום הליסינג התפעולי) וכן לתמוך בפעילות מכירת כלי-הרכב של החברה. מודל הפעילות כולל חיתום ומתן הלוואות במגרשי המכירה של אלבר ומכירת חלק מתיק ההלוואות למוסדות פיננסיים על-מנת לפנות הון להמשך גידול הפעילות נוכח מגבלת המינוף. ההלוואות שמעמידה אלבר קרדיט מובטחות בכלי הרכב שנמכרו וניתנות לתקופה של 3 עד 5 שנים בשיעור מימון (במועד העמדת ההלוואה) ממוצע של כ-70% ביחס למחיר המחירון של כלי הרכב. יתרת תיק האשראי של אלבר קרדיט נכון ליום 31.12.2017 עמדה על כ-270 מיליון ₪, כאשר במהלך שנת 2017 מכרה החברה הלוואות בהיקף של כ-186 מיליון ₪ בהשוואה לכ-100 מיליון ₪ בשנת 2016. שיעור הריבית הממוצע על ההלוואות עומד על כ-7% ומשקף מרווח פיננסי לאחר עלויות גיוס ולפני הפסדי אשראי של 4.5%-5.0%. להערכת מידורג, המרווח הפיננסי משקף מרווח ביטחון סביר לשיעור הפסדי האשראי המאפיין את תיק האשראי של אלבר קרדיט, אשר אינו נמוך. להערכת מידורג פעילות אלבר קרדיט מעלה את סיכון האשראי של אלבר בשל היותה ברמת מינוף גבוהה יחסית לפעילות אלבר, בשל הסחירות הנמוכה של תיק ההלוואות בהשוואה לתחום הליסינג, תוך שהחברה תלויה במכירת התיק לגורמים חיצוניים, וכן בשל הניסיון המוגבל של אלבר בתחום החיתום והאשראי. סיכון זה ממותן בחלקו מצד רמת פיזור גבוהה של תיק האשראי והישענות על בטוחה סחירה יחסית. כמו כן, מידורג הביאה בחשבון כי אלבר קרדיט תגביל את החיתום לתחומי מגרשי המכירה של אלבר, מה שמקנה לה יתרון מסוים בתמחור הבטוחה. תרחיש הבסיס של מידורג מניח היקף תיק מקסימאלי של 300 מיליון ₪, שמירה על מרווח מימון דומה לזה של שנת 2017 ועלייה בהפסדי האשראי.

השחיקה בפעילות הליסינג צפויה להיבלם אולם רווחי הסחר יוסיפו להוות מרכיב משמעותי ופחות יציב בתמהיל הרווח

מידורג בוחנת את רווחיות החברות הפועלות בענף הליסינג באמצעות יחס התשואה על הנכסים (ROA) המביא לידי ביטוי את כלל המודל העסקי של החברה - התפעולי והמימוני, אם כי יחס זה מוטל לחיוב עבור אלבר בשל פעילות סחר בהיקף מהותי, שאינה עתירת נכסים. כך, בשנים 2015-2017 נעה התשואה (בניטרול שיערוך נדל"ן) על נכסים בטווח רחב של 1.2%-0.6% עם ממוצע של 0.9% (ROA לפני מס נע באותה התקופה בטווח שבין 1.6%-1.2%). בשנת 2017 הסתכם הרווח לפני מס בנטרול רווחי שיערוך נדל"ן להשקעה בכ-44 מיליון ₪ בהשוואה לכ-56 מיליון ₪ בשנת 2016. הרווח לפני מס הושפע לחיוב מגידול ברווחי הסחר בכלי רכב נוכח תנאי סחר טובים יחסית ומגידול ברווחי אלבר קרדיט. מנגד הושפע הרווח לשלילה בשל הפחתת מלאים בליסינג שהצטברו במהלך שנת 2017 וכן בשל הגדלת שיעור הפחת הממוצע על רכבי הצי.

ההנחות המרכזיות בתרחיש הבסיס של מידורג לגבי מגמות הרווחיות בשנת 2018 כוללות יציבות בגודל הצי הממוצע, שיפור מסוים בשיעורי הניצולת, סביבה אינפלציונית נמוכה, עלייה בהכנסות בליסינג בשל עלייה בדמי השימוש וצמצום בהפסדי ההון ממכירת רכבי

הצי בהשוואה לשנה הקודמת, בשל הגידול בפחת השוטף והקטנת המלאים בשנת 2017. מנגד, התרחיש מניח המשך לחץ על מחירי המכירה שלא ימנע המשך הפסדי הון על רכבי הצי. בתחום הסחר, תרחיש הבסיס מניח לחץ מסוים על מחירי המכירה של כלי הרכב המשומשים וירידה בהיקף עסקאות הסחר נוכח התגברות התחרות בתחום מכירת כלי הרכב. בתרחיש זה צפוי גידול בהכנסות הליסינג (עד כ-3.0%) שיקוזז מצד עלייה בהוצאות התחזוקה, קיטון בהכנסות מהשכרה לז"ק ובהכנסות הסחר, ואילו התשואה על הנכסים צפויה לעמוד על 1.0%-0.9%, תשואה סבירה ביחס לדירוג. בטווח הזמן הבינוני צפוי, להערכתנו, לחץ נוסף על רווחיות החברה והענף בשל עלייה אפשרית של הריבית, אשר לא תגולגל במלואה ללקוחות נוכח רמת התחרות הגבוהה ומח"מ החוזים.

מינוף מאזני גבוה הנגזר גם מתיאבון סיכון גדל

פעילות החברה מאופיינת ברמת מינוף גבוהה, בדומה למקובל בענף, הנובעת מהשקעות כבדות בצי כלי הרכב והמתאם הגבוה שבין היקף החוב לגודל הצי. ההון העצמי, המהווה לגישת מידורג כרית מרכזית לספיגת הפסדים, נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה ומגביר את פרופיל הסיכון של החברה, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הון עצמי למאזן שעמד על כ-12.5% ליום 31.12.2017. להערכת מידורג, ובהתאם לאסטרטגיית החברה, לא צפוי שיפור משמעותי ברמת המינוף למרות פוטנציאל יצירת רווחים בניכוי דיבידנדים (50% מהרווח הנקי) חיובי, כאשר הרווחים הצבורים יופנו להמשך השקעות בפעילויות סינרגטיות, לרבות רכישת מגרשי מכירה ופעילות האשראי של אלבר קרדיט (כתלות ביכולת מכירת התיקים). להערכת מידורג, אסטרטגיית החברה מצביעה על עלייה בתיאבון הסיכון, הפוגמת ביכולת ההתמודדות עם תרחיש רגישות לאורך המחזור. מנגד, נציין את יכולת ייצור התזרים הטובה של החברה המתבטאת גם ביחסי כיסוי הולמים לדירוג למרות מגמת ההאטה בהם. יחסי כיסוי החוב ל-EBITDA ול-FFO צפויים לעמוד סביב 4.5 ו-5.5, בהתאמה בתרחיש הבסיס של מידורג, זאת לעומת 4.3 ו-4.9 בממוצע בשלוש השנים האחרונות. האטת יחסי הכיסוי נובעת בעיקר מגידול בחוב הכרוך בפעילות אלבר קרדיט ומהשקעות צפויים בנדל"ן להשקעה בתחומי הפעילות (לרבות רכישת מגרשי רכב).

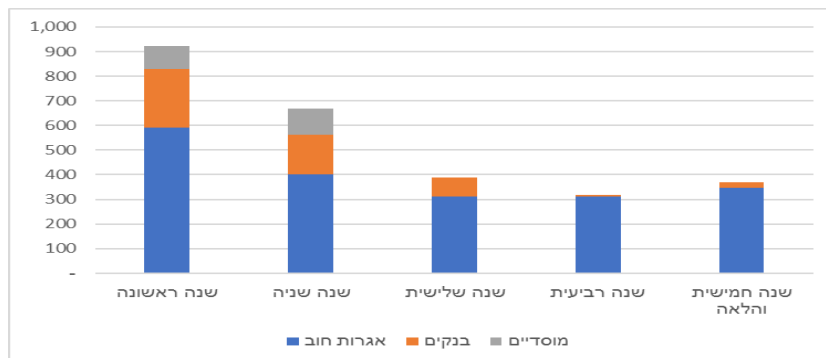
נזילות סבירה וגמישות פיננסית הולמת לדירוג הנתמכות בתזרימי מזומנים חזקים וסחירות גבוהה של נכס הבסיס

נזילות החברה מבוססת על תזרים מזומנים משמעותי ובעל נראות גבוהה יחסית, הנשען על חוזי חכירה חתומים ועל הסחירות הגבוהה של רכבי הצי, תוך שליטה בהיקף הצי למול התזרים החופשי והמינוף. החברה אינה נוהגת לשמר יתרות נזילות לצורך פירעון התחייבויותיה, סיכון המועצם נוכח מימון חלק מפעילות אלבר קרדיט באשראי ז"ק. תרחיש הבסיס של מידורג גוזר לחברה עודף שימושים על מקורות בהיקף של 1.0-0.9 מיליארד ₪ בשנת 2018 המורכב מהסעיפים העיקריים כדלקמן:

- יתרות נזילות בסך כ-64 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2017
- תזרים מקורות מפעולות (FFO) ותזרים ממכירת כ"ר בסך 2.0-1.9 מיליארד ₪
- עלייה בחוב ספקים בסך של כ-100 מיליון ₪
- פירעון קרן שנתית בסך כ-920 מיליון ₪ בהתאם ללוח הסילוקין
- רכישת רכבים לצורך שימור היקף צי הרכב ובמסגרת פעילות הסחר בהיקף של כ-2.0 מיליארד ₪
- השקעות הוניות ברכוש קבוע ונדל"ן להשקעה בהיקף של 100-120 מיליון ₪
- דיבידנד לבעלי מניות החברה בשיעור 50% מהרווח הנקי

הפער הנ"ל בין המקורות לשימושים שהינו גבוה במעט מהיקף הפרעונות יושלם באמצעות מחזור חוב ועל בסיס הסחירות הגבוהה של צי כלי הרכב, המאפשרת לחברה לצמצם את הצי בהתאם למחזור הכלכלי. לחברה נגישות טובה לגורמים מממנים וכן מסגרות אשראי בהיקף מהותי, חלקן חתומות. צי הרכבים הפנויים משעבוד הינו נמוך למדי, בשיעור של כ-4.0% נכון ליום 31.12.2017. כמו כן, תיק ההלוואות באלבר קרדיט אף הוא משועבד מעט לעת לצרכי אשראי לז"ק, אולם יודגש כי לגישת מידורג סחירות תיק ההלוואות נמוכה משמעותית מזו של צי הרכב. מידורג מביאה בחשבון כי החברה פועלת להגדלת היקף הצי הפנוי משעבוד באמצעות שינוי תמהיל ההלוואות באלבר קרדיט. מנגד, לחברה מרווח נמוך יחסית מאמות מידה פיננסיות אשר פוגם בגמישותה הפיננסית, כאשר זו נדרשת לעמוד ביחס הון עצמי לסך מאזן של 11% ויחס של חוב נטו ל-EBITDA של 4.8 במסגרת אמות המידה הפיננסיות להן התחייבה כלפי הגורמים המממנים. מרווח נמוך זה מגביל גם את גמישותה העסקית ואת יכולתה לנצל מצבי שוק משתנים.

אלבר שירותי מימונית בע"מ (מאוחד) - לוח סילוקין ליום 31.12.2017, במיליוני ש"ח:



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית של החברה לאורך זמן בדרך של הקטנת מינוף

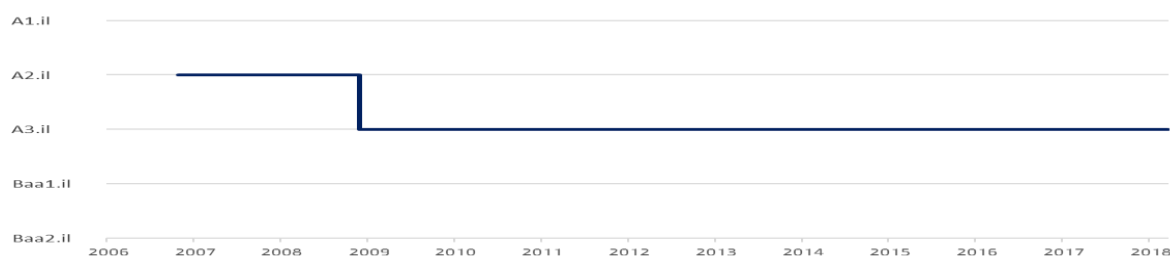
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה, לרבות בק"ע אמות המידה הפיננסיות וירידה לאורך זמן מיחס הון למאזן של 12%
- המשך שחיקה מהותית בפעילות מגזר הליסינג
- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של רכבים

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית בע"מ והחברות הבנות שלה עוסקות בעיקר בתחום הליסינג התפעולי וההשכרה לזמן קצר וכן בפעילות סחר כ"ר, לצד פעילויות נוספות הכוללות מתן שירותי דרך ומוסכים, מכירת רכב דו-גלגלי ומתן מימון לרכישת רכב חדש ומשומש. מניות החברה מוחזקות כולן על-ידי החברה לשיכון ולפיתוח אשקלון בע"מ המוחזקת על-ידי חברת אלעזרא החזקות בע"מ, חברה בשליטת מר אלי אלעזרא.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלבר שירותי מימונית בע"מ](#)

[דירוג חברות ליסינג תפעולי של כלי רכב, דוח מתודולוגי - יוני 2016](#)

[דירוג זמן קצר לניירות ערך מסחריים, דוח מתודולוגי - יולי 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

02.04.2018	תאריך דוח הדירוג:
30.10.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
06.11.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלבר שירותי מימונית בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלבר שירותי מימונית בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

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

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים³

דירוג זמן קצר	דירוג זמן ארוך
Prime-1.il	Aaa.il
	Aa1.il
	Aa2.il
	Aa3.il
	A1.il
	A2.il
Prime-2.il	A3.il
	Baa1.il
	Baa2.il
Prime-3.il	Baa3.il
NotPrime	Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il
	B1.il, B2.il, B3.il
	Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il
	Ca.il
	C.il

³ דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרג אינם מתייחסים לכל 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 מידרג ו/או פרסומיה אינם מהווים 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרג. מידרג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>