

קרוסו מוטורס בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | אוגוסט 2017

אנשי קשר:

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

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

קרוס מוטורס בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה נחותה

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה קרוס מוטורס בע"מ ("קרוס" או "החברה") וקובעת דירוג זה לאגרות חוב (סדרה ג') שתנפיק קרוס בסך של עד 200 מיליון ₪, אשר תמורתן תשמש לפעילותה השוטפת של החברה כמו כן, מידרוג מותירה על כנו הדירוג A1.il לאגרות חוב נחותות (סדרה ב') שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1136464	Aa3.il	יציב	01.09.2026
ב' *	1139591	A1.il	יציב	02.06.2024

* התמורה בגין אגרות החוב (סדרה ב') הועמדה כהלואה לחברה הבת של קרוס, פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק") במסגרת הסכם הלואה בין החברה לבין קרוס ובתנאי מימון זהים לתנאי אגרות החוב, ומשמשת למימון פעילותה השוטפת של פסיפיק ובכלל זה מחזור חוב פיננסי. בהתאם לתנאי אגרות החוב (סדרה ב'), הן תהיינה נחותות בפירוק ביחס ליתר החובות של קרוס ויובטחו בחלק מרכבי פסיפיק, בשיעור LTV של 100% לפי מחירון יצחק לוי בניכוי מע"מ.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפעילות הליבה של קרוס כיבואנית רכב בעלת היקף פעילות בינוני בשוק המקומי, עם נתח שוק של 10%-11%. מעמדה העסקי בענף מושפע לחיוב מהיצע רחב של מותגים ודגמים, התואם כמעט את כל ספקטרום הטעמים בשוק הפרטי המקומי ובשל כך - מקטין את החשיפה לסיכון בשל שינוי טעמי הציבור. מנגד, לחברה תלות גבוהה בשני מותגים מרכזיים: רנו וניסאן וביצרנים הבינלאומיים של מותגים אלו, אשר חושפת את הכנסות החברה ורווחיותה להיצע הדגמים של היצרנים, זמינות מלאי ותנאי הסחר הנקבעים על ידם. מערכת יחסים רבת שנים ויציבה עם רנו וניסאן ממתנת תלות זו במידה מה.

לחברה מספר פעילויות משלימות לפעילות הליבה של מכירת הרכב החדש ומתן שירותי מוסך ותחזוקה, כשהעיקרית שבהן הינה פעילות הליסינג באמצעות החברה הבת פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ (מדורגת A2.il באופק יציב). פסיפיק בעלת צי כל רכב קטן-בינוני יחסית לענף הליסינג ופעילותה נועדה בין השאר להוות פלטפורמת מכירות משלימה עבור קרוס. פסיפיק מאופיינת ברמת רווחיות נמוכה ובמיצוב פיננסי גבוה יחסית לענף הליסינג, הנשען בין השאר על כרית הון גבוהה שנבעה מהזרמות הון של קרוס בעבר. דירוגה של פסיפיק מגלם בין השאר נכונות ויכולת גבוהות לתמיכה מצד קרוס במידת הצורך. מידרוג ביצעה תרחיש קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים שעלולים להיגרם לקרוס כתוצאה מתמיכה פוטנציאלית בפסיפיק, ולהערכת מידרוג, אין בכך להשפיע לשלילה על דירוגה של קרוס בטווח הקצר והבינוני.

ענף יבוא הרכב מתאפיין להערכת מידרוג בסיכון עסקי מתון יחסית, הנתמך בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בעיקר מהצורך בזיכיון מאת יצרן הרכב ליבוא המותג כיבואן רשמי. הענף מאופיין בביקוש יציב לאורך זמן הנובע מגידול האוכלוסייה ומעלייה ברמת המינוע. בשנים האחרונות הביקוש לכלי רכב חדשים הושפע לחיוב מהיצע אשראי מרחיב ומסביבת ריבית נמוכה, מצמיחה חיובית במשק ומשיעורי אבטלה נמוכים. להערכתנו, על בסיס נתוני המסירות במחצית הראשונה של שנת 2017, ענף הרכב החדש יציג סטגנציה בשנת 2017 ואף ירידה קלה בניגוד למגמה בשנים האחרונות.

רווחיותה של החברה סבירה יחסית לענף יבואני הרכב בישראל, המאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית, אולם בתנודתיות גבוהה נוכח חשיפה לשערי מטבע ותנאי הסחר של היצרנים. יכולתה של החברה לגדר את החשיפה המטבעית מוגבלת לטווח הקצר בלבד. בנוסף, רווחיות החברה מושפעת ממכירות גבוהות לחברות הליסינג וההשכרה, המאופיינות בכוח קנייה חזק. בשנים 2015-2016 רשמה החברה גידול חד בהיקף המסירות ובהכנסות וכן ברווח התפעולי, זאת נוכח הגידול בביקושים לכלי רכב, התחזקות נתח השוק של החברה ותנאי סחר נוחים. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי שוק כלי הרכב החדשים ישמור על רמת מסירות גבוהה בשנים 2017-2018 מבלי שאנו מניחים את המשך שיעורי הגידול שנצפו בשנים האחרונות. אנו מניחים כי בשנים 2017-2018 יעמוד נתח

השוק של החברה בטווח שבין 10% - 11%. כמו כן בתרחיש בסיס של מידרוג אנו מניחים כי רמת הרווחיות התפעולית של החברה עשויה להיות נמוכה מזו שנרשמה בשנים האחרונות (ממוצע של כ- 8.0% בשנים 2014-2016) ולעמוד סביב 7.0%.

רמת המינוף של החברה הינה מתונה, אף כי עלתה בשנה החולפת בשל גידול בצורכי הון חוזר והעמדת הלוואות לפסיפיק כנגד הנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). רמת המינוף הושפעה גם מחלוקת רווחים גבוהה יחסית בשנה החולפת. מנגד, במהלך הרבעון השני של השנה גייסה החברה הון מניות בסך של כ- 318 מיליון ש"ח, מתוך כך 200 מיליון ש"ח הוכרזו כדיבידנד מיוחד לאחר תאריך המאזן, והיתר ישמשו לעיבוי הון המניות של החברה. על בסיס הערכתנו להיקף EBITDA בטווח 270 - 300 מיליון ש"ח בכל אחת משנים 2017-2018 (לעומת כ- 370 מיליון ש"ח בשנת 2016), המשך רמת הון חוזר גבוהה, וצרכי השקעה ברמה של כ-120 מיליון ש"ח לשנה, ולצד המשך חלוקת דיבידנד, קרסו צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי שלילי (מתון) בטווח הזמן הקצר, שיוביל לגידול מסוים בהיקף החוב הפיננסי. תמורת ההנפקה המתוכננת של אגרות החוב תעמוד בחלקה כנגד פרעונות שוטפים של אגרות חוב ובחלקה תשמש לפעילות השוטפת כאמור לעיל. אנו מעריכים כי יחס ההון העצמי למאזן על בסיס נתונים כספיים נפרדים, העומד על כ- 48% פרופורמה ליום 30.06.2017, לא יחרוג לאורך זמן משיעור של 45%. כמו כן, אנו מצפים כי כל שהחברה תבחר להגדיל את היקף המימון עבור פעילות פסיפיק, זו תקוזז מצד מקורות אחרים. בשל המתאם הגבוה בין רמת החוב של החברה לבין צורכי ההון החוזר, ולצד רווחיות תנודתית כנזכר לעיל, יחסי הכיסוי של החברה עשויים לנוע בטווח רחב יחסית. אנו מצפים כי לאורך זמן יחס החוב ל-EBITDA לא יעלה על 4.5 ויחס החוב ל-FFO לא יעלה על 6.5, שהינם יחסי כיסוי איטיים יחסית לרמת הדירוג. גמישותה הפיננסית של החברה הולמת את הדירוג ונובעת מנגישות טובה למקורות מימון ועמידה באמות מידה פיננסיות במרווח מספק.

דירוג אגרות החוב (סדרה ב') A1.il נשען על דירוג המנפיק של קרסו (Aa3.il) וזאת נוכח המחויבות החוזית של קרסו לשרת התחייבות זו לרבות ככל שיתקיים פער בין יתרת אגרות החוב לבין שווי הביטחונות. הפער בין דירוג המנפיק של קרסו או דירוג אגרות החוב הבכירות שאינן מובטחות (סדרה א' הקיימת וסדרה ג' העתידית) לבין דירוג אגרות החוב (סדרה ב') נובע מהנחיות המבנית בפירוק של אגרות החוב (סדרה ב') ביחס ליתר ההתחייבויות של קרסו.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו ליציבות במיצובה העסקי והפיננסי של החברה, תוך שמירה על כרית גבוהה לספיגת הפסדים לא צפויים ויחסי כיסוי, אשר ינועו בטווח תחזית מידרוג לאורך המחזור הכלכלי.

קרסו מוטורס בע"מ (סולו) - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח¹

2013	2014	2015	2016	1-6/2016	1-6/2017	
2,444	2,561	3,114	3,423	1,668	1,921	סך הכנסות [1]
166	141	294	340	175	163	רווח תפעולי [1]
112	115	194	243	132	126	רווח נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1,694	2,184	1,997	2,784	2,295	2,900	סך נכסים במאזן
424	656	425	1,068	738	905	חוב פיננסי
6.8%	5.5%	9.4%	9.9%	10.3%	8.5%	רווח תפעולי/סך הכנסות
53.5%	44.5%	54.2%	42.0%	49.5%	52.9%	הון עצמי / סך מאזן [2]
2.3	4.0	1.3	2.9	1.1	2.6	חוב פיננסי / EBITDA
3.2	5.5	1.8	4.0	1.9	4.0	חוב פיננסי / FFO

[1] סך ההכנסות אינו כולל הכנסות מימון והכנסות אחרות. הרווח התפעולי הינו לפני הכנסות/הוצאות אחרות [2] ליום 30.06.2017 יחס ההון למאזן הושפע לחיוב מגיוס הון מניות שביצעה החברה במהלך חודש יוני 2017, בתמורה ברוטו של כ- 318 מיליון ש"ח. לאחר תאריך המאזן הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד מיוחד מתוך תמורת ההנפקה בסך 200 מיליון ש"ח, אשר שולם ביום 01.08.2017.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי מתון יחסית

ענף יבוא הרכב בישראל מתאפיין בסיכון עסקי מתון יחסית בהשוואה לכלל ענפי המשק ומעט נמוך מזה של ענפי סחר אחרים. הסיכון הענפי המתון נתמך בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הנובעים מהצורך בביסוס קשרים עסקיים לאורך זמן אל מול יצרני הרכב והוכחת

¹ הנתונים הכספיים בטבלה לעיל ולאורך דוח הדירוג מבוססים על הנתונים בדוח הכספי הנפרד של החברה מתוך הדוחות הכספיים לציבור.

יכולת מכירה, מהשקעות גבוהות בבניית מערך המכירה ותשתיות תומכות אחרות (מוסכים, מערך לוגיסטי, מגרשי טרייד אין ושירותים משלימים ללקוחות), מיצירת מגוון מותגים ביחס לטעמי הלקוחות, מנגישות לגורמי מימון ומיכולות ניהול מלאי ולקוחות. אחד ממאפייניו העיקריים של הענף נובע מקוטנו של השוק המקומי וממאפיינים גיאופוליטיים של מדינת ישראל, אשר הינה סוג של "אי" מבודד, ללא קשרים עסקיים מהותיים עם שכנותיה. כלי רכב לא יכולים "לזלוג" לישראל ממדינות שכנות ולהיפך, עובדה אשר תורמת לעלות נמוכה יחסית של מחירי כלי הרכב ליבואנים המקומיים, גם נוכח הבנת היצרנים את מרכיב המיסוי הגבוה בשוק המקומי. בשנת 2016 חל גידול של 12% ברכישות רכב חדש בישראל (במונחי מספר מסירות) ובניכוי גריטות כלי רכב, נרשם גידול של 5.6% בסך כלי הרכב הפרטיים בישראל בשנת 2016² (בהמשך לגידול של 4.2% בשנת 2015). סביבת הריבית הנמוכה בישראל, הגידול בהיצע האשראי ושיעורי המימון הגבוהים, ביחד עם שערי חליפין נוחים, תרמו לעלייה בביקוש לכלי רכב. הגידול במספר כלי הרכב מצביע גם על עלייה בשיעור המימון של אוכלוסיית ישראל, הנובעת מעלייה כללית ברמת החיים, לצד היצע מוגבל של פתרונות תחבורה ציבורית. במחצית הראשונה של שנת 2017 מסתמנת האטה במסירות רכב חדש, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, והשנה כולה עשויה להסתיים בירידה קלה להערכתנו, אולם היקף המסירות עדיין מצוי ברמה גבוהה.

מנגד, לענף חשיפה משמעותית לשער"ח, אשר הינו המרכיב העיקרי המשפיע על התנודות ברווחיות הגולמית. ליבואניות הרכב תלות גבוהה בספקים- יצרני רכב בינלאומיים ובחברות הליסינג (לקוחות), המאופיינות ביתרונות לגודל. השוק המקומי קטן יחסית ועל כן, נוהגות היצרניות לספוג או לשחרר היצעים, בהתאם ליכולתן למקסם רווחיות בראייה גלובלית, עובדה המשליכה על יכולת היבואנים לעמוד בקצב הביקושים המקומי ודורשת ניהול מלאי קפדני מצדם. לענף חשיפה לרגולציה הפועלת להגברת התחרות בענף בכמה מישורים, הן בכמות המתחרים ומחירי כלי הרכב והן בעלויות החלפים ושירותי המוסכים. מידורג, אינה צופה פגיעה מהותית בשחקניות בענף ו/או הוזלת מחירים מהותית בשל רגולציה, בטווח הזמן הקצר והבינוני, מכיוון שהוזלה כזו יכולה להגיע בעיקר מהורדת מרכיב המיסוי, כאשר להערכתנו, למדינה אין תמריץ לכך בתקופה הנראית לעין. ענף הרכב מהווה חלק מהותי ויציב בסך גביית המיסים של המדינה ועל רקע סביבה כלכלית מאתגרת וצפי לגידול בגירעון התקציבי בטווח הזמן הבינוני, אין אנו צופים פגיעה מהותית במקור הכנסות זה.

גיוון מותגים ודגמים ומערך פעילויות תומך מכירות תורמים למיצובה העסקי של החברה

החברה הינה יבואן בסדר גודל בינוני בשוק המקומי, ובשנת 2016 הייתה החמישית בגודלה במונחי המסירות בשוק המקומי, עם היקף מסירות של כ- 28.2 אלפי כלי רכב ונתח שוק של כ- 9.2% בסך מסירות כלי רכב בישראל (לעומת כ- 9.4% בשנת 2015)³. במחצית הראשונה של 2017 ניכר גידול בנתח השוק של החברה לשיעור של כ- 10.9% עם היקף מסירות של כ- 16.9 אלפי כלי רכב. לחברה פרופיל עסקי גבוה יחסית, הנתמך בהצעת מגוון מותגים רחב (רנו, ניסאן, אינפיניטי ודאציה) ומגוון דגמים התואמים ספקטרום רחב של טעמי לקוחות ומקטנים את סיכון שינוי טעמי הלקוחות. השקת מותג הרכב המוזל דאציה, שהגיע לנתח שוק של כ- 1.6% בשנת 2016, תומכת אף היא בהגדלת היצע המוצרים תוך מתן פתרון נישתי גם ללקוחות מוטי-מחיר. עם זאת, המותגים ניסאן ורנו אחראים לעיקר מסירות החברה (כ- 44% וכ- 41%, בהתאמה, בשנת 2016) עם דומיננטיות של מספר דגמים עיקריים המהווים כל אחד מעל 10% מהמסירות.

לחברה תלות מהותית בספקים - שתי יצרניות רכב בעלות קשרי בעלות, הפועלות כקבוצת רנו-ניסאן. קבוצת רנו ניסאן רכשה לאחרונה את מותג מיצובישי (שאינו מיוצג בישראל ע"י החברה) במהלך ששיפר את מיצובה העסקי של היצרנית הבינלאומית אשר הפכה לאחת מיצרני הרכב הגדולים בעולם. בדומה ליתר יבואני הרכב, ליצרן השפעה רבה על תנאי הסחר של החברה, היצע הדגמים וזמינות המלאי ומכאן שמעמדו העסקי של היצרן בשוק העולמי וטיב קשריו עם היבואן המקומי הם בעלי השפעה רבה על הכנסות החברה ורווחיותה. החברה נהנית מקשרים ממושכים ויציבים לאורך זמן מול הספקים ולהערכתנו הדבר מקבל ביטוי בהתאמת הדגמים לשוק הישראלי, באספקת ביקושים ובתמחור נוח, התומכים במיצובה העסקי של החברה. השקת מותג הרכב דאציה משקפת את הקשר הטוב של החברה עם יצרניות הרכב, אולם מעמיקה את תלות החברה ביצרן הרכב רנו.

² על פי הודעת הלמ"ס מיום 20.04.2017.

³ מתוך נתוני איגוד יבואני הרכב.

חברות הליסינג וההשכרה מהוות חלק מהותי ממכירות החברה (כ- 47% מהכנסות החברה ממכירת כלי רכב חדשים בשנת 2016), כאשר חברות הליסינג הגדולות מהוות נתח משמעותי ממכירות אלו. עובדה זו מגבילה את פוטנציאל הרווחיות של החברה ושל חברות נוספות בענף, שכן חברות הליסינג מאופיינות ביתרונות לגודל ובעלויות כח מיקוח אל מול יבואני הרכב, כאמור כך שהן זוכות בהנחות משמעותיות השוחקות שאת שיעורי הרווחיות של יבואניות הרכב. מנגד, יש לציין, כי חברות הליסינג ככלל, וחברת הבת פסיפיק בפרט, משמשת מנוף להחדרת דגמים חדשים לשוק.

במהלך השנים פיתחה קרסו מספר זרועות פעילות משלימות הכוללות ליסינג, טרייד אין, מימון וביטוח. במטרה עיקרית לספק מכלול פתרונות ללקוחות החברה ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות. פעילויות אלו מתבצעות באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה ותחת הנהלה עצמאית. הפעילות הבולטת ביותר מבין אלו הינה פעילות הליסינג התפעולי באמצעות החברה הבת (100%) פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק" A2.il אופק יציב). פסיפיק מספקת שירותי ליסינג תפעולי והשכרה לז"ק והינה בסדר גודל קטן-בינונית בענף הליסינג עם צי של כ- 19,000 כלי רכב ליום 31.12.2016, כאשר חלק ניכר מכך הינו מותגי קרסו. פסיפיק תורמת למעמדה העסקי של קרסו בהיותה פלטפורמה מהותית למכירות כלי רכב (כ-9% ממכירות קרסו בשנת 2016). פעילות משמעותית נוספת הינה חברת המימון אוטוקאש שירותי מימון בע"מ באמצעותה מעניקה קרסו הלוואות ללקוחות למימון לרכישת כלי רכב. מידרוג רואה בפעילויות אלו כפעילות משלימה לליבת העסקים של החברה בתחום יבוא הרכב אשר יש בה לתרום במידה מסוימת למיצובה העסקי של החברה.

רווחיות סבירה יחסית לענף, הנתונה לתנודתיות נוכח חשיפה מטבעית

הכנסות החברה⁴ מצויות במגמת צמיחה בשנים האחרונות, בזכות גידול במסירות במותגים רנו וניסאן תוך תוספת הכנסות חדשות מהמותג דצ'יה. כ-90% מהכנסות החברה נובעות מפעילות יבוא הרכב והטרייד אין, לצד הכנסות חוזרות בשיעור של כ-9% הנובעות ממגזר השירות (מתן שירות ותחזוקה לכלי רכב המיובאים על-ידי החברה). בשנת 2016 צמחו הכנסות החברה בשיעור של כ-10% נוכח עלייה בהיקף המסירות של כ-2,150 כלי רכב, בין היתר, בשל השקת המותג דאצ'יה (כ-3,400 מסירות בשנת 2016), אשר תמך בגידול של כ-1.6% בנתח השוק של החברה בשנת 2016. במחצית הראשונה של 2017 רשמה החברה גידול בהכנסות בשיעור של כ-14% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, אשר נבע כולו מהרבעון הראשון, כאשר ברבעון השני נרשמה סטגנציה, ובהתאם למגמת הסטגנציה במסירות בכלל השוק.

רווחיותה הגולמית של החברה מצויה במתאם שלילי גבוה לשינויים בשע"ח, בדגש על האירו המהווה את מטבע הייבוא הרכש העיקרי החברה. החשיפה לשע"ח נובעת מכך שמחירי כלי הרכב נקבעים בתחילת השנה על סמך שע"ח הסמוך לאותו מועד (וכן ביחס למחירי המתחרים העיקריים) ובעוד שמחיר המכירה קשיח יחסית לאורך השנה, החברה מגלגלת מלאי מס' פעמים בשנה וחשופה לעלייה בשע"ח שאינה מגולמת במחיר המכירה שנקבע, כאמור, בתחילת השנה. על כן בוחנת החברה באופן שוטף ומגדרת חלקית את החשיפה המטבעית ע"י שימוש בנגזרים פיננסיים. גידורי המט"ח מצליחים למתן את השפעת שע"ח בטווח הזמן הקצר, אולם אין ביכולת החברה לבטל את השפעת תנודתיות המט"ח לאורך זמן. יצוין, כי המחירים אינם קשיחים לחלוטין ובמקרים של שינויים משמעותיים בשע"ח יצרני הרכב או החברה נושאים בחלק מעלויות החשיפה (בהתאם לטיב השינוי). כמו כן הרווחיות הגולמית מושפעת גם ממדיניות התמחור של היצרן אשר עשויה להשתנות בהתאם לאסטרטגיית נתח השוק, השקת דגמים חדשים או מיזוגים ורכישות. בשנים האחרונות נהנתה החברה מעלייה בשיעור הרווחיות הגולמית אשר נבעה במידה רבה מהתחזקות שער החליפין של השקל אל מול האירו שהינו מטבע הרכש המרכזי של החברה. בשל כך ונוכח הגידול בהיקף המכירות של כלי לרכב חדשים ניכרה גם עלייה ברווחיות התפעולית. במחצית הראשונה של 2017 ניכרת ירידה ברווחיות הגולמית והתפעולית בשל הרעה מסוימת בתנאי הסחר.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי שוק כלי הרכב החדשים ישמור על רמת מסירות גבוהה בשנים 2017-2018 מבלי שאנו מניחים את המשך שיעורי הגידול שנצפו בשנים האחרונות. אנו מניחים כי בשנים 2017-2018 יעמוד נתח השוק של החברה בטווח שבין 10% - 11% זאת, בעיקר על רקע המשך החדירה של מותג הרכב דאצ'יה ובתוך כך מסירות הדסטר במחצית השנייה של שנת 2017 (בין היתר בשל השקת דגמי רכב אוטומטיים) ושיפור במסירות ניסאן אשר יקזז את ההיחלשות במותגי רנו בשל החלפת דגם הפלואנס

⁴ הנתונים הכספיים המוצגים בדוח הדירוג מתבססים על מידע כספי נפרד של החברה מתוך הדוחות הכספיים לציבור.

בדגם מגאן. בתרחיש בסיס של מידורג אנו מניחים כי בשל ההשפעות שהוזכרו לעיל, רמת הרווחיות התפעולית של החברה עשויה להיות נמוכה מזו שנרשמה בשנים האחרונות (ממוצע של כ- 8.0% בשנים 2014-2016) ולעמוד סביב 7.0%.

כרית הונית טובה ההולמת את הדירוג, לצד יחסי כיסוי תנודתיים

היקף החוב של החברה מצוי במתאם גבוה עם היקף ההון החוזר, המורכב בעיקר מיתרת לקוחות ומלאי כלי רכב ובניכוי מקדמות מלקוחות והתחייבויות לספקים. יתרת המלאי של החברה תנודתית יחסית בהתאם לעונתיות המסירות. בארבעת הרבעונים האחרונים ניכרת עלייה בצורכי ההון החוזר, כתוצאה מגידול המכירות ומעלייה בימי המלאי. יתרת המלאי ליום ה- 30.06.2017 ביטאה כ- 105 ימי מלאי, לעומת כ- 97 ימי מלאי ברבעון המקביל אשתקד.

רמת המינוף של החברה מתונה, ומבוססת על כרית לספיגת הפסדים טובה המהווה גורם חיובי לדירוג, ומתבטאת ביחס הון למאזן של כ- 48.0% פרפורמה למאזן ליום ה- 30.06.2017, בהתחשב בדיבידנד מיוחד שהוכרז וחולק לאחר תאריך המאזן (הנתון בפועל ליום ה- 30.06.2017 הינו כ- 53%), לעומת כ- 42% ליום 31.12.2016 וכ- 54% ליום 31.12.2015. העלייה ברמת המינוף במהלך שנת 2016, אשר התבטאה גם בעלייה בהיקף החוב הפיננסי, מימנה בעיקר את הגידול בצורכי ההון החוזר כמתואר לעיל וכן הלוואות שהועמדו לחברה הבת פסיפיק מתמורת הנפקת אגרות חוב (סדרה ב). כמו כן החברה חילקה בגין שנת 2016 דיבידנד בסך 160 מיליון ש"ח אשר היווה כ- 66% מהרווח הנקי. במחצית הראשונה של שנת 2017 חלה התמתנות ברמת המינוף בזכות גיוס הון מניות בסך כ- 318 מיליון ש"ח, מתוך כך 200 מיליון ש"ח הוכרזו כדיבידנד מיוחד לאחר תאריך המאזן והיתרה עיבתה את ההון העצמי. גיוס אגרות החוב המתוכנן על ידי החברה, בסך של עד 200 מיליון ש"ח ערך נקוב באמצעות הנפקת סדרה חדשה של אגרות חוב צפוי בחלקו לעמוד כנגד פרעונות שוטפים של אגרות חוב לפי לוח הסילוקין ובחלקו לשמש למימון הפעילות השוטפת וההשקעות בשנה-שנתיים הקרובות, במידה שתוביל לגידול מסוים בהיקף החוב הפיננסי וברמת המינוף. אנו מצפים כי לצורך שמירה על רמת מינוף הולמת לדירוג, החברה לא תסטה לאורך זמן מיחס הון למאזן של 45% על בסיס הנתונים הכספיים הנפרדים.

הגידול בחוב כאמור לעיל השפיע להאטת יחסי הכיסוי של החברה, על אף גידול מהותי ברווח התפעולי ובמקורות מפעולות (FFO). יחסי החוב ל-EBITDA והחוב ל-FFO ליום 30.06.2017 עמדו על כ- 2.6 וכ- 4.0 בהתאמה. אנו מדגישים כי לצורך חישוב יחסי הכיסוי כדלעיל, היקף החוב של החברה נמדד על ידנו כשהוא כולל את אגרות החוב מסדרה ב שהונפקו על ידי קרסו ויועדו למימון הפעילות של פסיפיק, כאשר איננו מקזזים בצד התזרים את החזרי החוב השוטפים מפסיפיק (קרן וריבית). חישוב זה נועד לשקף את הערכתנו כי אגרות החוב מסדרה ב נערבות על ידי החברה (אף כי הן מגובות בהסכם הלוואה בין חברתית מול פסיפיק וכן בכלי רכב ששעבדה פסיפיק ואף כי אנו מעריכים כי פסיפיק תעמוד בשירות אגרות חוב אלו). על בסיס הערכתנו להיקף EBITDA בטווח 270 - 300 מיליון ש"ח בשנים 2017-2018 (לעומת כ- 370 מיליון ש"ח בשנת 2016) ולגידול מסוים בהיקף החוב הפיננסי בשנה הקרובה, אנו מצפים כי לאורך זמן יחס החוב ל-EBITDA לא יעלה על 4.5 ויחס החוב ל-FFO לא יעלה על 6.5, שהינם יחסי כיסוי איטיים יחסית לרמת הדירוג.

חשיפה לסיכון אשראי של החברה הבת בשליטה מלאה פסיפיק אינה מהווה גורם מגביל לדירוג

החברה מחזיקה בשליטה מלאה בחברת הבת פסיפיק המספקת שירותי השכרה וליסינג תחת המותג Lease4U ומשמשת, בין היתר, כזרוע הפצה עבור החברה ועל-ידי כך תורמת לחדירת מותגי הרכב של החברה בשוק המוסדי ובשוק הפרטי. צי הרכב של פסיפיק מנה כ- 19 אלף כלי רכב ליום 31.12.2016. ריכוזיות הלקוחות של פסיפיק נמוכה, אולם חלק מהותי (כ- 42% ליום 31.12.2016) מצי הרכב של פסיפיק הינם כלי רכב המיובאים על-ידי חברה, עובדה אשר מהווה סיכון בעת מכירת רכבי פסיפיק. בדומה לחברות ליסינג אחרות, פסיפיק מייצרת תזרימים חזקים ויציבים ומאופיינת ביחסי כיסוי מהירים. יחס הון למאזן של פסיפיק ליום 30.06.2016 עמד על כ- 23.7%, יחס בולט לטובה בהשוואה לחברות ליסינג אחרות, המבוסס על הזרמת הון שביצעה החברה לפסיפיק בשנים 2012 (130 מיליון ש"ח) ו-2014 (150 מיליון ש"ח). לפסיפיק התחייבות כלפי הגורמים המממנים לעמוד ביחס הון למאזן של 14% בה היא עומדת במרווח מספק, כנזכר לעיל. עיקר נכסיה של פסיפיק משועבדים לגורמים המממנים והיא מתנהלת מולם באופן עצמאי כאשר לקרסו אין כל התחייבות פורמאלית כלפי הגורמים המממנים של פסיפיק בקשר לחובותיה של האחרונה. מידורג ביצעה תרחיש קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים, שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מההחזקה בפסיפיק, הן ברמת הפרופיל העסקי והן

ברמת הפרופיל הפיננסי של החברה. להערכת מידורג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות גבוהים, התומכים בדירוג הנוכחי.

בנוסף, מחזיקה החברה בשליטה מלאה בחברת אוטוקאש שהוקמה בשנת 2014, המספקת פתרונות מימון לרכישת רכב ללקוחות פרטיים, בעיקר לקוחותיה של קרסו, זאת כדי לבצר ולחזק את מיצוב החברה על-ידי מתן הצעת ערך כוללת. מודל הפעילות של אוטוקאש הינו גיוס מסגרות אשראי מבנקים מקומיים ומוסדיים, והעמדת אשראי לרכישת כלי רכב (בעיקר טרייד אין) ללקוחות החברה, כנגד שיעבוד של כלי רכב. רווחיות אוטוקאש נובעת מהפער בין האשראי אותו מגייסת החברה לבין גובה האשראי ללקוח הסופי. תיק האשראי של אוטוקאש עמד ברבעון השני של שנת 2017 על כ- 220 מיליון ש"ח, תיק זה צמח בשנים 2015 ו 2016 בשיעורים משמעותיים בעיקר עקב חדירת החברה ללקוחות שאינם מקבוצת קרסו. במהלך שנת 2017 הזרימה קרסו לחברה סכום שאינו מהותי לצורך חיזוק ההון של אוטוקאש. אנו לא מניחים המשך הזרמות הון מהותיות לפעילות זו בטווח הקרוב.

גמישות פיננסית טובה וסחירות גבוהה של המלאי

תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי החברה תייצר תזרים חופשי נמוך עד שלילי (נמוך) בשנים 2017-2018, נוכח הערכתנו למקורות מפעולות (FFO) בהיקף 200-220 מיליון ש"ח לשנה והשקעות הוניות בסך של כ- 120 מיליון ש"ח לשנה, הכוללים הקמת מרכז לוגיסטי ומשרדים במתחם מעין שורק שבבעלות החברה, ואשר בנייתו צפויה להתפרס על מספר שנים. כמו כן אנו מניחים חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה. אנו מעריכים כי התזרים השלילי ימומן גידול מסוים ברמת החוב ובמידה שלא תעלה על קיבולת הדירוג. יש לציין עוד כי ככל שהחברה תבחר לממן את פעילות פסיפיק באמצעות אגרות חוב שתנפיק עבורה, אנו מצפים כי הגידול ברמת החוב ימותן ממקורות אחרים.

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת בנגישות טובה למקורות מימון ובכך שכל נכסי החברה פנויים משעבוד. מנגד, לחברה אין מסגרות אשראי חתומות ופנויות כחלק ממדיניות החברה לחיסכון בעלויות המימון. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות שהוגדרו לה על-ידי הבנקים הממנים ובהן יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-20% וסך הון עצמי שלא יפחת מ-200 מיליון ש"ח, ונכון ליום 30.06.2017 החברה עומדת בהן במרווח מספק. החברה אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות בהיקף מהותי, אולם בעלת פוטנציאל יצור תזרים חופשי בהיקף מהותי כתלות בשינויים בהון חוזר ובצרכי השקעה, כאשר היקף מלאי כלי הרכב של החברה, המהווה אחוז משמעותי ממאזנה, מהווה נכס סחיר יחסית.

אופק הדירוג

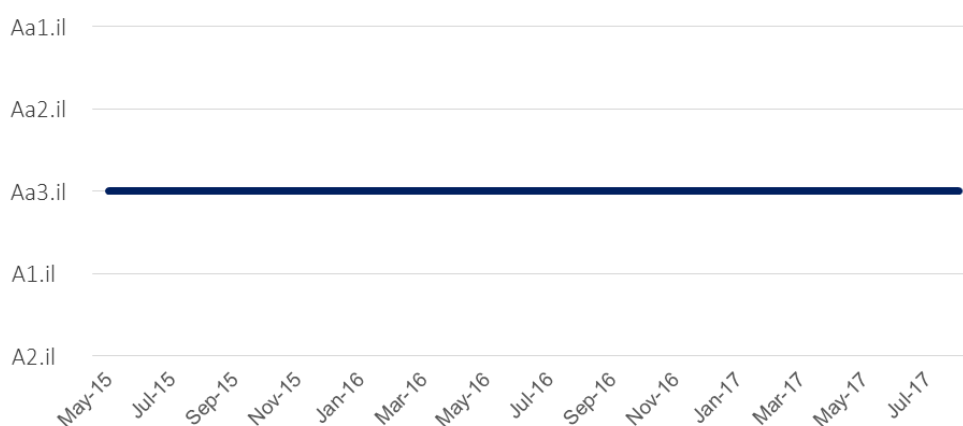
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי ל- EBITDA אל מעל 4.5 לאורך זמן (על בסיס דוח כספי נפרד של החברה)
- קיטון משמעותי בנתח השוק, בהיקף מסירות ובמעמד החברה בענף, גם כתוצאה משינויים אקסוגניים
- ירידת יחס ההון למאזן של פסיפיק אל מתחת ל- 20%

אודות החברה

קרסו מוטורס בע"מ הינה קבוצה ותיקה הפעילה בענף יבוא הרכב בבעלות משפחת קרסו (כ-65%). החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים כדלקמן: (1) יבוא, הפצה ומכירה, בישראל של דגמי כלי רכב מתוצרת יצרניות הרכב רנו (Renault), דאציה (Dacia), ניסאן (Nissan), דגמי כלי רכב ממותג הפרימיום אינפיניטי (Infiniti) מתוצרת ניסאן, ושל ציוד מכני הנדסי מהמותגים קייס Atlas, Case ו- Power Screen. כמו כן לחברה פעילות רכישה ומכירה של כלי רכב משומשים (Trade In), בעיקר כחלק מהליך מכירת הרכב החדש (2) מתן שירותים הכוללים שירותי מוסך, אחזקה, אחריות ותיקונים לכלי רכב המשווקים על-ידי החברה, וכן שירותי הפצה, שיווק ומכירה של חלקי חילוף; (3) מתן שירותי ליסינג לסוגיו השונים והשכרת כלי רכב. כמו כן, עוסקת הקבוצה במתן שירותי סוכנות ביטוח ושירותי מימון לרכישת כלי רכב חדשים ומשומשים. בנוסף, החברה מחזיקה ב-33.3% מהון המניות של מטר מוטור, העוסקת בייבוא, שיווק ומכירה בישראל של כלי רכב דו-גלגליים לרבות אופניים חשמליות וכלי רכב תפעוליים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[פסיפיק רכב ותחבורה - מעקב, אוגוסט 2017](#)

[קרטו מוטורס בע"מ - פעולת דירוג, ינואר 2017](#)

[קרטו מוטורס בע"מ - מעקב, יוני 2016](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20/08/2017	תאריך דוח הדירוג:
15/01/2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
27/05/2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרטו מוטורס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קרטו מוטורס 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.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>