

קרוס מוטורס בע"מ

מעקב | אוגוסט 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני אנליסט - מעריך דירוג ראשי
kobir@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' וסדרה ג') שהנפיקה קרוס מוטורס בע"מ ("קרוס" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A1.il לאגרות חוב נחותות (סדרה ב') שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות 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
ג'	1141829	Aa3.il	יציב	01.09.2027

* התמורה בגין אגרות החוב (סדרה ב') הועמדה כהלואה לחברה הבת של קרוס, פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק") במסגרת הסכם הלוואה בין החברה לבין פסיפיק 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 בשעבוד חלק מרכבי פסיפיק, בשיעור LTV של 100% לפי מחירון יצחק לוי בניכוי מע"מ.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמד עסקי בכיר בשוק הרכב הישראלי, הנסמך על רישיון יבואן ישיר של כלי רכב ממותגי קבוצת רנו וניסאן, נתחי שוק משמעותיים הנסמכים על מגוון רכב של מותגים ודגמים, הממתנים את סיכון בתנודתיות טעמי הצרכנים, וניסיון חיובי בהחדרת דגמים חדשים. לחברה קשרי גומלין ארוכי טווח עם יצרני הרכב שהיא מייצגת בישראל. כמו כן לחברה רשת מכירה ואספקה רחבה ומבוססת בפריסה ארצית. התלות הגבוהה של החברה בקבוצת הרכב רנו-ניסאן מעלה את סיכון האשראי וחושפת את החברה להיצע הדגמים של יצרנים אלו, התאמתם לשוק המקומי, טעמי הציבור בשוק המקומי וכן תנאי הסחר מול היצרנים. ענף ייבוא כלי הרכב מאופיין על ידי מידרוג ברמת סיכון נמוכה-בינונית הודות לחסמי כניסה גבוהים ותחרות מוגבלת, בשל הקשר הישיר עם יצרני הרכב העולמיים וגבולות סגורים לייבוא וייצוא של כ"ר. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2018-2019 צופה האטה במסירות כ"ר לעומת שנת 2017, לצד שמירת נתח השוק של קרוס בשיעור של כ- 11% מסך המסירות של כלי רכב פרטיים בישראל, עם מסירות של כ- 30 א' כלי רכב בשנה.

רווחיות החברה, אף שהיא ניצבת בגבולות גבוהים יחסית, תנודתית וחשופה לשינויים בשערי המט"ח, ובעיקר אירו/שקל, וכן לתמורות בתנאי הסחר מול היצרנים. הדבר התבטא בירידה ברווחיות בשנת 2017 לעומת השנתיים שקדמו לה, אשר בלטו לטובה ביחס לשיעורי הרווחיות של החברה, וזאת בדומה לתרחיש הבסיס של מידרוג. ואולם, תרחיש הבסיס העדכני של מידרוג צופה שחיקה נוספת ברווחיות בשנת 2018, בהשוואה לשנת 2017, במידה שעולה על הערכותינו הקודמות וזאת בשל ההרעה המתמשכת בתנאי הסחר שתוביל להמשך שחיקה ברווח הגולמי. חלק מהשחיקה ברווחיות החברה בשנת 2017 נבעה מכניסתה של החברה לפעילות מול ניסאן ארה"ב פעילות אשר התאפיינה ברווחיות נמוכה אך עשויה להגדיל את היצע הדגמים של החברה ואת הגיוון המטבעי בפעילות החברה. להערכתנו הפגיעה בתנאי הסחר צפויה להתמתן במידה מסוימת בשנת 2019 אך אנו לא מניחים חזרה לשיעורי רווחיות דומים לשנים קודמות בטווח התחזית. נציין כי לחברה קשרים ממושכים ויציבים לאורך זמן מול היצרנים ווכנהוג בענף, היצרנים נוהגים לבצע התאמות של תנאי הסחר לשינויים החלים בשע"ח בעולם, כאשר התאמות אלו עשויות להטיב או להרע עם יבואן הרכב בתקופות מסוימות. מידרוג אינה מניחה כי החברה תפצה על כך במידה משמעותית בצד ההוצאות התפעוליות והדבר יוביל לשחיקה ברווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) לטווח של 180-220 מיליון ₪ לשנה בשנים 2018-2019 (לעומת כ- 277 מיליון ₪ בשנת 2017) ומקורות מפעולות (FFO) לטווח של 100-150 מיליון ₪ לשנה בשנים 2018-2019 (לעומת כ- 166 מיליון ₪ בשנת 2017). תרחיש הבסיס של מידרוג לגבי רווחיות החברה ותזרימי המזומנים עשוי להיות נתון להשפעה מצד תנודות חדות בשער החליפין, המהווה חשיפה אינהרנטית בפעילות החברה.

לצד זאת, מידרוג מעריכה גידול בחוב הפיננסי שינבע מגידול ימי המלאי עקב צורך של החברה להצטייד במלאים גבוהים בהיקף חריג. גידול זה יתווסף לגידול במלאי שביצעה החברה בשנים 2016 ו-2017 כפועל יוצא של מדיניות החברה להגדלת נתח השוק, הרחבת היצע הדגמים, וניצול הזדמנויות מסחריות למול היצרנים. מידרוג מניחה עוד גידול בצורכי ההשקעות ההוניות וכן צמצום חלוקת הדיבידנדים בתקופה הקרובה. לאור זאת, יחסי כיסוי החוב בחברה צפויים להאט ברבעונים הקרובים לרמה שאינה הולמת את הדירוג, ולהשתפר לאורך שנת 2019 בהתאם לירידה הצפויה ברמת המלאי. בהתאם לתרחיש הבסיסי, יחס חוב ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח 5.0-9.0 בשנות התחזית ויחס חוב ל-FFO בטווח של 8.0-12.0. הדירוג מביא בחשבון כי חלק ניכר מהחוב הפיננסי של החברה מיועד למימון צרכי ההון החוזר ובעיקרם רכישות מלאי אשר מאופיין בסחירות גבוהה יחסית. לחברה כרית הונית חזקה כפי שמתבטאת ביחס הון למאזן של 41% נכון ליום 31.03.2018, ובטווח הבינוני, אנו מצפים לשיפור לרמה של 45% עם קיטון חזרה ברמת המלאי וצמצום הדיבידנדים.

החברה מחזיקה בשליטה מלאה בחברת הבת פסיפיק (A2.il) המספקת שירותי השכרה וליסינג במותג Lease4U ומשמשת, בין היתר, כזרוע הפצה עבור החברה. למרות היעדר ערבות של קרסו כלפי התחייבויותיה של פסיפיק, מידרוג מאמינה כי לקרסו מחויבות אסטרטגית וערכית כלפי החברה הבת והערכה זו גם מקבלת ביטוי בדירוג האשראי של פסיפיק. מידרוג ביצעה תרחישי קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים, שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מהאחזקה בפסיפיק. להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, קרסו תמשיך לשמר יחסי איתנות סבירים.

נזילות החברה מושתתת על מקורות מפעולות בהיקף משמעותי, אך מוחלשת מצד תנודתיות גבוהה בצורכי ההון החוזר ובעיקר ימי המלאי - גורם המעלה את סיכון האשראי. הסחירות הגבוהה של המלאי והניסיון של החברה בניהול המלאי מהווים גורמים ממתני סיכון. לחברה מסגרות אשראי בנקאיות לא מחייבות בהיקפים ההולמים את צורכי המימון בטווח הקצר.

דירוג אגרות חוב (סדרה ב') נגזר מדירוג המנפיק של קרסו, המשקף את דירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח, ממנו הורד נוטש אחד כדי לבטא את הנחיתות בפירוק של אגרות חוב אלו ביחס ליתר התחייבויותיה של קרסו. כמו כן אגרות החוב מסדרה ב' לא זכו להטבה דירוגית בשל היותן מובטחות בשעבוד על כלי רכב שבבעלות פסיפיק (כפי שמוגדר בשטר הנאמנות לאגרות החוב סדרה ב') וזאת בהתחשב ברמת דירוג המנפיק של קרסו.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג ליציבות במיצובה העסקי של החברה ובסבירות שאנו מקנים לתרחיש הבסיסי של מידרוג, לפיו החברה תקטין את רמת החוב הפיננסי בטווח הקצר תוך המשך ביצור הכרית ההונית.

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

2013	2014	2015	2016	2017	Q1 2017	Q1 2018	
2,444	2,561	3,114	3,423	3,787	1,044	1,069	הכנסות [1]
166	141	294	340	246	95	49	רווח תפעולי (לפני הכנסות אחרות)
6.8%	5.5%	9.4%	9.9%	6.5%	9.1%	4.6%	רווח תפעולי / סך הכנסות
53.5%	44.5%	54.2%	42.0%	42.3%	41.4%	40.7%	הון עצמי/סך מאזן
2.3	4.0	1.3	2.9	4.6	2.8	5.4	חוב פיננסי / EBITDA
3.2	5.5	1.8	4.0	7.6	4.0	11.1	חוב פיננסי / FFO

[1] סך ההכנסות אינו כולל הכנסות מימון והכנסות אחרות.

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי מתון יחסית בשל חסמי כניסה הנובעים מהקשר הישיר עם יצרני הרכב הבינלאומיים, לצד תלות גבוהה ביצרנים

ענף יבוא הרכב בישראל מתאפיין בסיכון עסקי מתון יחסית בהשוואה לכלל ענפי המשק ומעט נמוך מזה של ענפי סחר אחרים. הסיכון הענפי נתמך בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הנובעים מהצורך בביסוס קשרים עסקיים לאורך זמן אל מול יצרני הרכב והוכחת יכולת מכירה, כמו גם מהשקעות גבוהות בבניית מערך המכירה ותשתיות תומכות אחרות (מוסכים, מערך לוגיסטי, מגרשי מכירה ושירותים משלימים ללקוחות), מביסוס מגוון מותגים ביחס לטעמי הלקוחות, מנגישות לגורמי מימון ומיכולות ניהול מלאי בהיקפים משמעותיים. ליבואני הרכב בישראל תלות גבוהה ביצרני הרכב הבינלאומיים, בדרך כלל יצרן אחד או שניים, אשר שולטים במידה רבה במגוון הדגמים ומידת התאמתם לביקוש המקומי וכן בזמינות המלאי לשוק המקומי. 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. היבואנים חשופים במידה גבוהה לתנאי הסחר מול היצרנים (מחירי מכירה, תנאי תשלום והנחות, זמינות אספקה), מאפיין המעלה את סיכון האשראי. לאורך השנים מיזוגים ורכישות בקרב קבוצות הרכב הגדולות בעולם הובילו לשינויים גם במפת היבואנים המקומית - זהו סיכון המבטא גם הוא את התלות הגבוהה של היבואנים ביצרנים בודדים.

ליבואני הרכב חשיפה משמעותית לשע"ח, המהווה רכיב מרכזי המשפיע על התנודות ברווחיות החברות בענף. מחיר הרכישה של כלי הרכב מהיצרן נקוב במט"ח, המחיר לצרכן, מס הקניה והמכס מחושבים על בסיס מחירו השקלי של כלי הרכב ומעצימים את השפעות שע"ח על העלות הכוללת של יבואן הרכב. היבואנים קובעים מחירון שיקלי לכלי הרכב בתחילת שנה אשר אינו מתעדכן לאורך השנה, אלא בדרך של הנחות והטבות. לכך יש להוסיף את השפעות השינויים בשערי החליפין בין המטבעות השונים משפיעים על עוצמת התחרות בין יבואנים החשופים למטבעות שונים, אשר עשויים להקנות למתחרים יתרונות מסחריים כתוצאה מכך.

הביקוש למותגי הרכב השונים חשוף לשינוי בטעמי הצרכנים לאורך השנים, המושפעים ממגמות שאינן ניתנות לחיזוי בטווח הארוך, גורם המהווה סיכון אשראי. בשנים האחרונות בולטת המגמה של גידול בביקוש ובהיצע של רכבי SUV, קטגוריה אשר צמחה ב-3 שנים האחרונות בשיעור שנתי ממוצע של כ-30% בעיקר על חשבון רכבי הסדאן המשפחתיים, מגמה שלהערכת מידורג צפויה להימשך גם בשנת 2018. סך קטגוריות הרכבים הפרטיים (הכוללת בעיקר את רכבי הסדאן והמיני) רשמה ירידה של כ-14% במסירות נכון לנתוני יוני 2018, תוך שצמיחה במסירות הרכבים ההיברידיים סייעה לצמצום השחיקה בקטגוריה.

סביבת הריבית הנמוכה בישראל, הגידול בהיצע האשראי ושיעורי המימון הגבוהים תרמו לעלייה בביקוש לכלי רכב. הגידול במספר כלי הרכב מצביע גם על עלייה בשיעור המינוע של אוכלוסיית ישראל, הנובעת מעלייה כללית ברמת החיים, לצד היצע מוגבל של פתרונות תחבורה ציבורית. בשנת 2017 הסתכמו מסירות כלי הרכב הפרטיים בישראל בכ-281 א' כלי רכב - ירידה של 1.8% ביחס לשנת 2016. הערכת מידורג, על בסיס היקף המסירות נכון ליוני 2018, הינה כי ירידת המסירות תימשך גם בשנת 2018, אולם היקף המסירות עדיין מצוי ברמה גבוהה בהשוואה היסטורית.

ליבואני הרכב חשיפה גבוהה לחברות הליסינג אשר אחראיות לרכש של מעל 40%² מכלי הרכב הפרטיים הנמכרים מדי שנה בישראל ומאופיינות ביתרונות לגודל בכוח הקנייה. לענף חשיפה לרגולציה הפועלת להגברת התחרות בענף, 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 להערכת מידורג, למדינה אין תמריץ לכך בתקופה הנראית לעין, היות וענף הרכב מהווה חלק מהותי ויציב בסך גביית המיסים של המדינה.

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

קרסו מוטורס הינה יבואן בסדר גודל בינוני בשוק המקומי, ובשנת 2017 הייתה הרביעית בגודלה, עם היקף מסירות של כ-32 אלפי כלי רכב ונתח שוק של כ-11.4% בסך מסירות כלי רכב בישראל (לעומת כ-9.2% בשנת 2016). לחברה פרופיל עסקי גבוה יחסית, הנתמך בהצעת מגוון מותגים רחב (רנו, ניסאן, אינפיניטי ודאצ'יה) ומגוון דגמים התואמים ספקטרום רחב של טעמי לקוחות ומקטינים

² הערכת מידורג המבוססת על היקף צי הליסינג והינו כולל כלי רכב הנרכשים להשכרה, לליסינג ומכירות אפס ק"מ.

את סיכון שינוי טעמי הלקוחות. המותגים ניסאן ורנו אחראים לעיקר מסירות החברה (כ- 45% וכ- 41%, בהתאמה, בשנת 2017) עם דומיננטיות של מספר דגמים עיקריים המהווים כל אחד מעל 10% מהמסירות. השקת מותג הרכב המזל דאצ'יה, שהגיע לנתח שוק של כ-1.5% בשנת 2017, תומכת אף היא בהגדלת היצע המוצרים תוך מתן פתרון נישתי גם ללקוחות מוטי-מחיר.

לחברה תלות מהותית בספקים - שתי יצרניות רכב בעלות קשרי בעלות, הפועלות כקבוצת רנו-ניסאן³. קבוצת רנו-ניסאן רכשה את המותג 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 ולהערכת מידרוג הדבר מקבל ביטוי בהתאמת הדגמים לשוק הישראלי ובאספקת ביקושים התומכים במיצובה העסקי של החברה. להערכת מידרוג, השקת מותג הרכב דאצ'יה בישראל משקפת את הקשר הטוב של החברה עם יצרניות הרכב.

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. הבולטת בהן הינה 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- 24 אלפי כלי רכב ליום 31.12.2017, חלק ניכר מכך מותגי קרסו. להערכת מידרוג, פסיפיק תורמת למעמדה העסקי של קרסו בהיותה פלטפורמה מהותית למכירות היבואן (כ-12% ממסירות קרסו בשנת 2017). פעילות משמעותית נוספת הינה חברת המימון אוטוקאש שירותי מימון בע"מ באמצעותה מעניקה קרסו הלוואות ללקוחות למימון לרכישת כלי רכב חדשים ומשומשים, בעיקר ללקוחות קרסו ופסיפיק.

הרווחיות נתונה לתנודתיות נוכח חשיפה לשערי המטבעות ושינויים בתנאי הסחר וצפויה להיחלש בטווח תחזית הדירוג

הכנסות החברה⁴ מצויות במגמת צמיחה בשנים האחרונות כתוצאה מגידול בנתח השוק, הנשען על גידול בהיקף המסירות של דגמי ניסאן (גידול של כ-23% בשנת 2017 בהשוואה לשנת 2016) ודגמי רנו (כ-20%) וכן ההחזרה של המותג דאצ'יה בשנים האחרונות. החברה רושמת גם גידול בהכנסות מגזר השירות כתוצאה מגידול במכירות הרכב החדש. הגידול בנתח השוק של קרסו בשנים האחרונות נתמך גם בגידול בפלח המכירות של החברה לחברות הליסינג וההשכרה, אשר אחראיות למעל מחצית ממסירות כלי הרכב של החברה בשנת 2017. ההטיה למגזר הליסינג מגבילה את פוטנציאל הרווחיות של החברה, שכן חברות הליסינג מאופיינות ביתרונות לגודל ובעלות כוח מיקוח אל מול יבואני הרכב, וזכות בהנחות משמעותיות. לשוק הליסינג יתרונות מפיצים בצד השיווקי והתפעולי. בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג ירידה של 2%-4% בהיקף מסירות כלי רכב בשנת 2018 לעומת שנת 2017, התואם את הקצב בתקופה ינואר-יוני 2018 וכן שמירה של נתח השוק של החברה סביב 11% מסך המסירות.

רווחיותה של החברה מצויה במתאם שלילי גבוה לשינויים בשער, ובפרט מטבע האירו המשמש בעיקר עסקאות ייבוא כלי הרכב וחלקי החילוף בחברה. החברה מגדלת באופן חלקי את השפעות שערי המט"ח בטווח הקצר והבינוני, אולם אין ביכולת החברה לבטל את השפעת תנודתיות המט"ח לאורך זמן. גורמים מהותיים נוספים המשפיעים על רווחיות החברה כוללים את תנאי הסחר מול היצרנים והיקף מלאי כלי הרכב. רווחיותה הגולמית של החברה נשחקה בשנת 2017 לעומת השנים 2015-2016, שבלטו לחיוב בזכות אי התאמה של תנאי הסחר מצד היצרנים על אף תיסוף שחל בשקל ביחס לאירו. התאמתם של תנאי הסחר של החברה במהלך שנת 2017 היוותה את אחד הגורמים העיקריים לשחיקה ברווחיות הגולמית, והיא הוחרפה עקב מהלך של החלפת דגם הדגל רנו פלואנס בדגם רנו מגאן "גרנד קופה" היקר יותר בקטגוריית המשפחתיות. מידרוג מעריכה כי מגמת שחיקת הרווחיות תמשיך גם בשנת 2018 בשל הגורמים הנ"ל. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שיפור מסוים ברווחיות בשנת 2019 כתוצאה משיפור בתנאי הסחר של החברה מול היצרנים, אך אינו מניח חזרה לשיעורי רווחיות דומים לשנים קודמות בטווח התחזית. בשל מרכיב גבוה יחסית של הוצאות קבועות מידרוג אינה מניחה התייעלות משמעותית בהוצאת התפעול, ורווחיות החברה בתרחיש הבסיס צפויה לעמוד בשנות התחזית בטווח

³ Renault S.A. מדורגת Baa3 באופק דירוג חיובי על ידי סוכנות הדירוג הבינלאומית Moody's.

⁴ הנתונים הכספיים המוצגים בדוח הדירוג מתבססים על מידע כספי נפרד של החברה (דוחות סולו) מתוך הדוחות הכספיים לציבור. הכנסות החברה במסגרת דוחות הסולו כוללות הפעילות במגזר הרכב ובמגזר השירות ולרבות הכנסות ממכירות לחברות מוחזקות.

של 4%-6% ביחס לסך המכירות, שהינו בחלק התחתון של טווח הרווחיות ההיסטורי בחמש השנים האחרונות (5.5%-10%), נציין כי שיעור הרווחיות ביחס למכירות מוטא כלפי מטה אצל יבואני הרכב ביחס לקבוצת השוואה אחרות עקב רכיב המס הגבוה הקיים בהכנסות החברה. כנזכר לעיל, לאורך זמן הרווחיות עשויה להציג תנודתיות גבוהה למדי.

מכירות החברה מתורגמות לתזרימים תפעוליים חזקים וזאת לצד כרית הונית גבוהה המפצה על תנודתיות יחסי הכיסוי

בהתאם לתרחיש הבסיס לעיל, הרווח התפעולי של החברה בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) צפוי בשנת 2018 לעמוד בטווח של 180-200 מיליון ₪ (לעומת כ-277 מיליון ₪ בשנת 2017) ובשנת 2019 לעלות לטווח של 200-220 מיליון ₪. סכום המקורות מפעולות (FFO) צפוי לעמוד סביב 100 מיליון ₪ בשנת 2018 ו-150 מיליון ₪ בשנת 2019. הגידול במקורות מפעולות בין השנים צפוי לנבוע בחלקו מפערי עיתוי בתשלומי מקדמות מס.

היקף החוב של החברה מצוי במתאם גבוה עם ההון החוזר, המורכב בעיקר מיתרת מלאי כלי רכב ולקוחות ובניכוי מקדמות מלקוחות והתחייבויות לספקים. יתרת המלאי של החברה גדלה באופן משמעותי החל מהמחצית השנייה של שנת 2016 כחלק מאסטרטגיית החברה להגדלת נתח השוק ע"י החזקה של מספר רחב יותר של מותגים ודגמים. ימי המלאי של החברה הסתכמו במוצע בשנת 2017 בכ-112 בהשוואה לכ-105 וכ-91 בשנים 2016 ו-2015, בהתאמה⁵. ימי המלאי מאופיינים בתנודתיות גבוהה לאורך הרבעונים ובדרך כלל עולים על הממוצע ברבעון הרביעי. רמת המינוף של החברה מתונה, ומבוססת על כרית לספיגת הפסדים טובה המהווה גורם חיובי לדירוג, ומתבטאת ביחס הון למאזן של כ-45% במוצע במהלך שנת 2017 וכ-41% ליום 31.3.2018. העלייה ברמת המינוף במהלך השנים 2016 ו-2017, מימנה בעיקר את הגידול במלאי כלי הרכב כמתואר לעיל וכן הלוואות שהועמדו לחברה הבת פסיפיק מתמורת הנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). כמו כן החברה חילקה בגין שנת 2017 דיבידנד בסך 141 מיליון ₪ אשר היווה כ-66.7% מהרווח הנקי⁶.

מידרוג מעריכה כי מלאי החברה יוסיף לגדול ברבעונים הקרובים בשל צרכים חריגים, והדבר יוביל לגידול נוסף בחוב הפיננסי. בטווח של מספר רבעונים קדימה, החברה צפויה להקטין את המלאי ולצמצם חזרה את היקף החוב. תרחיש הבסיס של מידרוג צופה השקעות הוניות כבדות יחסית של החברה בסך של כ-120 מיליון ₪ לשנה, הכוללים הקמת מרכז לוגיסטי ומשרדים במתחם מעוין שורק שבבעלות החברה, ואשר בנייתו צפויה להתפרס על מספר שנים. כמו כן מידרוג מניחה התמתנות בחלוקת הדיבידנדים ברבעונים הקרובים. לאור האמור לעיל מידרוג מעריכה תזרים חופשי (FCF) שלילי שכאמור ימומן בגידול ברמת החוב אשר צפוי לקטון בחזרה לרמה שתעמוד בקיבולת 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. מידרוג מצפה כי לצורך שמירה על רמת מינוף הולמת לדירוג, החברה לא תרד לאורך זמן מיחס הון למאזן של 45% על בסיס הנתונים הכספיים הנפרדים. יחסי הכיסוי של הצפויים לחברה בארבעת הרבעונים הקרובים, עם חוב ל-EBITDA של 5.0-9.0 וחוב ל-FFO של 8.0-12.0 איטיים לרמת הדירוג ומשפיעים לשלילה על הדירוג. נציין כי לצורך חישוב יחסי המינוף כדלעיל, היקף החוב של החברה נמדד על ידינו כשהוא כולל את אגרות החוב מסדרה ב' שהונפקו על ידי קרסו ויועדו למימון הפעילות של פסיפיק, כאשר איננו מקזים בצד התזרים את פרעונות החוב השוטפים מפסיפיק. 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 ששיעבדה פסיפיק ואף כי אנו מעריכים כי פסיפיק תעמוד בשירות אגרות חוב אלו).

חשיפה לסיכון אשראי של החברה הבת בשליטה מלאה פסיפיק אינה מהווה גורם שלילי 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 לחזירת מותגי הרכב של החברה בשוק המוסדי ובשוק הפרטי. צי הרכב של פסיפיק מנה כ-24 אלף כלי רכב ליום 31.12.2017 לעומת כ-19 אלף כלי רכב ליום 31.12.2016. חלק מהותי (כ-45% ליום 31.12.2017) מצי הרכב של פסיפיק הינם ממותגי קרסו, ריכוזיות אשר מעלה את סיכון הגרט של צי פסיפיק. יחס הון למאזן של פסיפיק ליום 31.3.2018

⁵ ימי המלאי חושבו על ידי מידרוג על לפי ממוצע ימי המלאי הרבעוניים בכל אחת מהשנים.

⁶ סכום הדיבידנד הנ"ל מהווה את החלוקה המיוחסת לרווחי שנת 2017. מעבר לזאת החברה חילקה ביולי 2017 דיבידנד מיוחד בסך 200 מיליון ₪ במסגרת הנפקת הון מניות שביצעה החברה בתמורה לכ-317 מיליון ₪.

עמד על כ-23.3%, יחס בולט לטובה ביחס לענף הליסינג, המבוסס על הזרמת הון שביצעה החברה לפסיפיק בשנותיה הראשונות. 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. למרות היעדר ערבות של קרסו כלפי התחייבויותיה של פסיפיק, מידרוג מאמינה כי לקרסו מחויבות עסקית וערכית כלפי החברה הבת. מידרוג ביצעה תרחישי קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים, שעלולים להיגרם לקרסו כתוצאה מהאחזקה בפסיפיק, הן במישור העסקי והן במישור הפיננסי. להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, קרסו תמשיך לשמר יחסי איתנות סבירים.

בנוסף, מחזיקה החברה בשליטה מלאה בחברת אוטוקאש שהוקמה בשנת 2014, ומספקת פתרונות מימון לרכישת רכב ללקוחות פרטיים, בעיקר לקוחות קרסו ופסיפיק, זאת כדי לבצר ולחזק את מיצוב החברה על-ידי מתן הצעת ערך כוללת. מודל הפעילות של אוטוקאש הינו גיוס מסגרות אשראי מבנקים מקומיים ושימוש בהון העצמי שהוזרם לאוטוקאש ע"י החברה, והעמדת אשראי לרכישת כלי רכב, בעיקר כלי רכב משומשים מעסקאות טרייד אין ללקוחות קבוצת קרסו כנגד שיעבוד של כלי רכב. רווחיות אוטוקאש נובעת ממרווח המימון בין עלות האשראי שמגייסת החברה לבין גובה האשראי ללקוח הסופי. תיק האשראי של אוטוקאש עמד ברבעון הראשון של שנת 2018 על כ-263 מיליון ₪, לאחר שצמח בשנים 2016 ו-2017 בשיעורים משמעותיים בעיקר עקב כניסתה של אוטוקאש ללקוחות שאינם מקבוצת קרסו. במהלך שנת 2017 הזרימה קרסו סכום לא מהותי לחיזוק ההון של אוטוקאש. מידרוג אינה מניחה המשך הזרמות הון מהותיות לפעילות זו בטווח הקרוב.

הנזילות מושתתת על מקורות פנימיים מפעולות לצד תנודתיות גבוהה בצורכי ההון החוזר. הגמישות הפיננסית טובה ונשענת על סחירות גבוהה של המלאי

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת בנגישות טובה למקורות מימון ובכך שכל נכסי החברה פנויים משעבוד. מנגד, החברה בוחרת שלא להחזיק במסגרות אשראי חתומות. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות שהוגדרו לה בשטר הנאמנות מול בעלי האג"ח ועל-ידי הבנקים המממנים ובהן יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-20% וסך הון עצמי שלא יפחת מ-200 מיליון ₪, ונכון ליום 31.03.2018 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

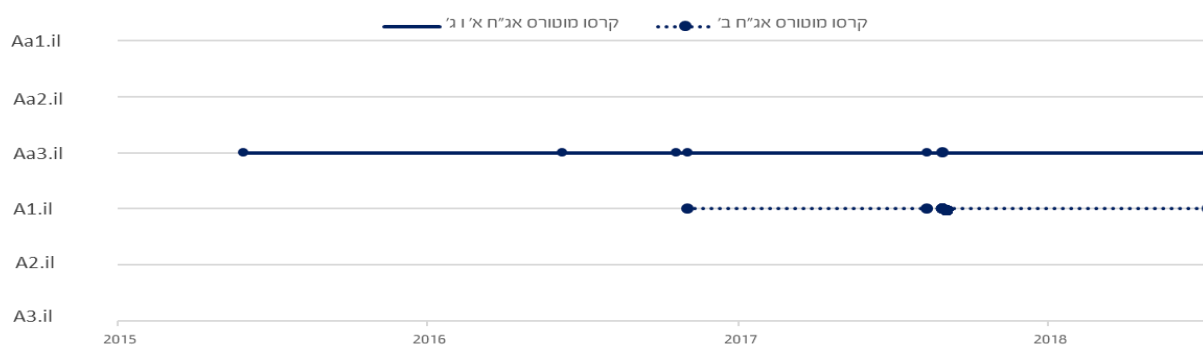
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי ל-EBITDA אל מעל 5.5 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-70%). 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 בעיקר מהמותג קייס (Case). כמו כן לחברה פעילות רכישה ומכירה של כלי רכב משומשים (טרייד-אין). 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 לסוגי 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 חשמליים וכלי רכב תפעוליים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קרסו מוטורס בע"מ, דוחות קשורים](#)

[פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ, דוחות קשורים](#)

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

[מתודולוגיה לשיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

02.08.2018	תאריך דוח הדירוג:
20.08.2017	תאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
27.05.2015	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרסו מוטורס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קרסו 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 שאלה 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

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

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

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

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

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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