



קרטו מוטורס בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2016

1

אנשי קשר:

עו"ד יונתן אוחנה, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
yonatano@midroog.co.il

אביטל כהן, רו"ח, אנליסטית בכירה - מעריך דירוג משני
avitalc@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

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

קרוסו מוטורס בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה קרוסו מוטורס בע"מ ("קרוסו" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק החברה בסך של עד 200 מיליון ש"ח. באמצעות הרחבת סדרה א' תמורת ההנפקה תשמש למחזור חוב ולמימון פעילותה השוטפת של החברה.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 06.06.2016. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן 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

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי גבוה יחסית הנתמך בנתחי שוק יציבים יחסית, מגוון מותגים ודגמים בשוק הפרטי, התואם כמעט את כל ספקטרום הטעמים בשוק המקומי ובשל כך - מקטין את החשיפה לסיכון בשל שינוי טעמי הציבור וממספר זרועות פעילות משלימות (ליסינג, טרייד אין, מימון וביטוח) במטרה לספק את כל צרכי הלקוח ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות. בנוסף, נהנית החברה מקשרים חזקים וטובים לאורך זמן מול הספקים, המתבטאים באספקת ביקושים, התאמת דגמים לצרכן הישראלי ובתמחור. מנגד, הצורך בחיזוק מיצוב מותגי הרכב המיובאים על-ידי החברה, בדגש על רנו, מהווה אתגר עבור החברה ומיצובה בענף.

ענף יבוא הרכב ("הענף") מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון מתון ומאופיין בביקושים יציבים לאורך זמן (מעל לרמה של כ-200,000 כ"ר בשנה) הנתמכים בנגישות גבוהה למקורות מימון על רקע סביבת הריבית הנמוכה. הענף מאופיין בחשיפה גבוהה לשערי חליפין, תלות מהותית בספקים - יצרניות הרכב הבינלאומיות, ותלות בלקוחות - חברות הליסינג, האחריות לחלק מהותי מהיקף המסירות בענף.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בטווח הזמן הקצר-בינוני הענף צפוי לשמור על היקף המסירות הגבוה נוכח הנגישות הגבוהה לאשראי צרכני זול. בטווח הזמן הבינוני, עלייה של שיעור הריבית צפויה לשחוק את היקף המסירות, אשר צפויות לשמור על רמה גבוהה יחסית. בשנת 2015, השקת מותג הרכב דאציה תמכה בגידול בנתח השוק של החברה. להערכתנו, נתח השוק של קרוסו אינו צפוי להשתנות באופן מהותי וינוע סביב 9% בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח מגוון הדגמים הרחב.

בדומה לענף, רווחיותה הגולמית של החברה מאופיינת במתאם שלילי גבוה עם שער החליפין (בדגש על האירו). רווחיותה התפעולית של החברה מוטה לשלילה בשל רכיב גבוה של הוצאות תפעוליות המושפעות מתשתית מכירה ושירות רחבה. הרווחיות התפעולית של החברה תנודתית בדומה למתחרותיה בענף וצפויה לנוע להערכתנו בטווח הזמן הקצר-בינוני בטווח שבין 6.0%-8.0%, אולם השפעות אקסוגניות ובפרט סביבת שער עשויות להוביל גם לרווחיות תפעולית נמוכה יותר. כריות הרווחיות של החברה תנודתיות וסבירות ביחס לדירוג ולמרות השיפור בהן בשנה וחצי האחרונות יכולת החיזוי שלהן נמוכה יחסית.

איתנותה הפיננסית של החברה טובה והולמת את הדירוג ומבוססת על כרית הונית משמעותית לספיגת הפסדים, המהווה גורם חיובי לדירוג וצפויה להמשיך ולהיבנות מצבירת רווחים חיובית לאחר חלוקת דיבידנדים. יחסי הכיסוי של החברה תנודתיים ונעים בטווח רחב כתלות בשערי חליפין ובהיקף החוב המצוי במתאם גבוה לצרכי ההון החוזר. תרחיש הבסיס



של מידרוג, כפי שיפורט בהמשך, מעריך כי יחסי הכיסוי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO ינועו בטווח רחב שבין 2.0-4.0 ו- 3.0-5.5, בהתאמה. נתון סביר ביחס לדירוג ונתמך גם בכך שמקורות החברה מממנים בעיקר הון חוזר בעל סחירות גבוהה יחסית (מלאי כ"ר). להערכתנו, החברה תייצר תזרים חופשי שלילי בטווח הזמן הקצר, נוכח הגידול הצפוי להערכתנו בהיקף הפעילות, צרכי השקעה גבוהים וחלוקת דיבידנד שיובילו לגידול מסוים בהיקף החוב נטו, אולם בקיבולת הדירוג. גמישותה הפיננסית של החברה הולמת את הדירוג ונובעת מגישות טובה למקורות מימון, עמידה באמות מידה פיננסיות במרחב מספק, נכסים פנויים משעבוד בהיקף משמעותי והיקף מלאי גבוה בעל סחירות גבוהה. החזקת החברה בחברת הבת, פסיפיק, אינה מהווה גורם מגביל לדירוג ומשמשת זרוע הפצה של קרסו המסייעת בהחדרת דגמיה לשוק המוסדי. להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, קרסו תמשיך לשמור על יחסי איתנות גבוהים, התומכים בדירוג הנוכחי גם במקרה המוערך על-ידי מידרוג כבעל הסתברות נמוכה של כשל פירעון בפסיפיק.

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.

נתונים פיננסיים עיקריים- דוח סולו של החברה¹, במיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	2015	Q1 2015	Q1 2016	
2,406	2,305	2,444	2,561	3,123	760	806	הכנסות
12.0%	14.0%	13.4%	16.6%	18.4%	14.6%	18.4%	רווח גולמי / הכנסות
97	82	112	115	194	31	70	רווח נקי
105	19	63	49	84	0	0	דיבידנד
725	410	424	656	425	446	398	חוב פיננסי
799	556	706	736	672	796	672	הון חוזר תפעולי
42%	51%	53%	45%	54%	50%	54%	הון עצמי/סך מאזן
5.6	3.2	2.3	4.0	1.3	2.4	1.1	חוב פיננסי / EBITDA
7.2	5.1	3.2	5.5	1.8	3.3	1.5	חוב פיננסי / FFO

¹ נתוני הסולו כוללים את פעילות היבוא והטרייד כאשר חברות הבנות ובפרט פסיפיק מוצגים כחברות כלולות.

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 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 ממאפייני 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. רכבים לא יכולים "לזלוג" לישראל ממדינות שכנות ולהיפך, עובדה אשר תורמת לעלות נמוכה יחסית של מחירי הרכבים ליבואנים המקומיים, גם נוכח הבנת היצרנים את מרכיב המיסוי הגבוה בשוק המקומי. הענף מאופיין בביקוש יציב לאורך זמן (מעל לרמה של כ-200 אלף כלי רכב בשנה) הצומח בשנים האחרונות גם כתוצאה מנגישות משופרת למקורות מימון וסביבת הריביות הנמוכה, מערכת יחסים ארוכת טווח ושיתוף פעולה עם יצרני הרכב, כמו גם פלטפורמת המכירה היעילה יחסית של חברות הליסינג ובפרט מכירות רכבי אפס ק"מ.

לאורך השנים, רושם הענף גידול שנתי ממוצע בשיעור הגבוה מקצב גידול האוכלוסייה, כפי שמשתקף בגידול מתמשך ברמת המינוע. נציין כי, רמת המינוע הנמוכה ביחס לעולם המערבי מצביעה על המשך פוטנציאל צמיחה, אם כי פוטנציאל זה מוגבל, נוכח קיבולת התשתיות.

מנגד, לענף חשיפה משמעותית לשע"ח, אשר הינו המרכיב העיקרי, המשפיע על התנודות ברווחיות הגולמית ומאופיין בתלות גבוהה בספקים- יצרני רכב בינלאומיים ובחברות הליסינג (לקוחות), המאופיינות ביתרונות לגודל. השוק המקומי קטן ופחות רווחי 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 הרכבים והן בעלויות החלפים ושירותי המוסכים. מידרוג, 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.

בשנת 2015 היקף המסירות בשוק הרכב הסתכם בכ- 255 אלף רכבים, עלייה של 6% ביחס לשנת 2014 וזאת - למרות הסביבה הכלכלית המאתגרת, בעיקר כתוצאה מנגישות לקוחות פרטיים למגוון מקורות מימון, שע"ח נוחים בחלק מהדגמים שתמכו במתן הנחות ורכישות רכבי "אפס ק"מ" ע"י חברות הליסינג. תוצאות 2016 עד כה מצביעות על המשך התרחבות בהיקף המסירות. להערכתנו, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המתבסס על היקף האשראי במשק, סביבת הריביות, צרכי השוק העסקי ורמת המינוע, היקף המסירות הגבוה צפוי להישמר בטווח הזמן הקצר ולהישחק בטווח הזמן הבינוני כתלות במועד עליית עקום הריבית, אולם עדיין לשמור על רמה גבוהה יחסית. נציין כי, צמיחת האשראי הצרכני מהווה גורם מסביר משמעותי להיקף המסירות בענף. בשנים האחרונות חלו שינויים בטעמי הצרכן לרכבים המהווים אלטרנטיבה זולה יחסית לאור תמריצים כלכליים, היוצרים יתרון ליבואנים בעלי מגוון דגמים רלוונטי. זהות הרכב העתידי ובפרט טכניקת ההנעה "הירוקה" נותרה פתוחה, כאשר ישנם מספר פיתוחים וכרגע נראה, כי השוק מתכנס לכיוון דגם דומיננטי מהסוג ההיברידי, המשלב מנוע חשמלי ומנוע בנזין.

² כל הנתונים הפיננסיים מתייחסים לנתוני קרסו סולו ללא חברת הליסינג פסיפיק.

פרופיל עסקי ההולם את הדירוג

החברה שומרת על מעמדה כאחת מ-6 יבואניות הרכב הגדולות והוותיקות בענף ובעלת פרופיל עסקי גבוה יחסית, הנתמך בהצעת מגוון מותגים רחב (רנו, ניסאן, אינפיניטי ודאצ'יה, ובעתיד לאדה) ומגוון דגמים התואמים ספקטרום רחב של טעמי לקוחות ומקטינים את סיכון שינוי טעמי הלקוחות. השקת מותג הרכב המוזל דאצ'יה, שהגיע לנתח שוק של כ-1.0% בשנת 2015, תומכת אף היא בהגדלת היצע המוצרים תוך מתן פתרון נישתי גם ללקוחות מוטי-מחיר. כמו כן, החברה מציעה מספר זרועות פעילות משלימות (ליסינג, טרייד אין, מימון וביטוח) במטרה לספק את כל צרכי הלקוח ולמקסם את פוטנציאל הערך מהלקוחות.

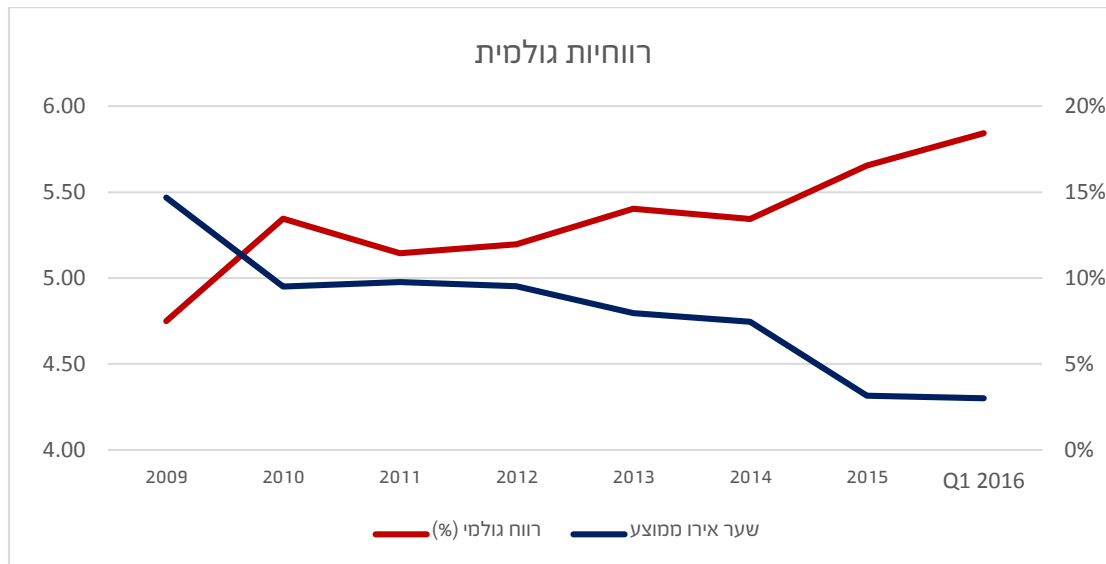
לחברה תלות מהותית בספקים - שתי יצרניות רכב בעלות קשרי בעלות, הפועלות כקבוצת רנו-ניסאן. הקבוצה האמורה נמצאת בתהליך יישום אסטרטגיה עליה הוכרז בשנת 2011, להגדלת נתח השוק, בין היתר, באמצעות השקת דגמי רכב חדשים. יישום התכנית האמורה תומך בחדשנות גבוהה והשקעה של דגמים חדשים בתדירות גבוהה, התומכים ביכולת החברה להתמודד עם שינוי בטעמי הלקוחות ולספק את הביקוש המקומי. מידרוג רואה באיכות הקשר של היבואן עם יצרניות הרכב כבעל השפעה רבה על מידת ההצלחה של היבואן בשוק המקומי ומיצובו העסקי. להערכתנו, החברה נהנית מקשרים טובים וחזקים לאורך זמן מול הספקים הבאים לידי ביטוי בהתאמת דגמים לשוק הישראלי, באספקת ביקושים ובתמחור נוח, התומכים במיצובה העסקי של החברה. השקת מותג הרכב דאצ'יה משקפת את הקשר הטוב של החברה עם יצרניות הרכב, אולם מעמיקה את תלות החברה ביצרן הרכב רנו.

הכנסות החברה מצויות במגמת צמיחה בשנים האחרונות, בהתאם לגידול בהיקף המסירות בענף. כ-90% מהכנסות החברה נובעות מפעילות ייבוא הרכב והטרייד-אין לצד הכנסות חוזרות בשיעור ממוצע בשלוש השנים האחרונות של כ-9% הנובעות ממגזר השירות (מתן שירות ותחזוקה לרכבים המיובאים על-ידי החברה). בשנת 2015 צמחו הכנסות החברה בשיעור של כ-22% נוכח עלייה בהיקף המסירות של כ-4,600 כ"ר, בין היתר, בשל השקת המותג דאצ'יה (כ-2,400 מסירות בשנת 2015), אשר תמך בגידול של כ-1.0% בנתח השוק של החברה בשנת 2015. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בטווח הזמן הקצר-בינוני החברה תשמור על מיצובה העסקי ללא שינוי מהותי בנתח השוק אשר יוסיף לנוע להערכתנו סביב 9%. זאת, בעיקר על רקע המשך החדירה של מותג הרכב דאצ'יה (בין היתר בשל השקת דגמי רכב אוטומטיים) וכן בשל יתרון תחרותי יחסי, נוכח סביבת שע"ח. מנגד, התיישנות דגמים (בין היתר, חלק מדגמי רנו) והתגברות התחרות בקטגוריית רכבי השטח-פנאי מייצרים אתגר עבור החברה בביסוס ושימור מיצובה.

חברות הליסינג מהוות חלק מהותי ממכירות ומסירות החברה (בממוצע חמש השנים האחרונות כ-50% מסך מסירות החברה), כאשר חברת הבת פסיפיק רכב ותחבורה בע"מ ("פסיפיק") המספקת שירותי ליסינג אחראית לכ-9% מהכנסות החברה. עובדה זו מגבילה את פוטנציאל הרווחיות של החברה ושל חברות נוספות בענף, שכן חברות הליסינג מאופיינות ביתרונות לגודל ובעלות 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.

רווחיות תפעולית תנודתית יחסית וחשיפה מטבעית גבוהה

רווחיותה הגולמית של החברה מצויה במתאם שלילי גבוה לשינויים בשע"ח, בדגש על האירו, כפי שניתן לראות בגרף מטה. החשיפה לשע"ח נובעת מכך שמחירי הרכבים 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 מעלות החשיפה (בהתאם לטיב השינוי).



רווחיותה התפעולית של החברה תנודתית יחסית ואינה בולטת לחיוב לאורך המחזור, למרות שיפור משמעותי בשנה וחצי האחרונות, בשל סביבת שע"ח נוחה, זאת נוכח, מבנה הוצאות שאינו בולט לטובה ביחס להכנסות, התומך בתשתית מכירה ושירות רחבה המשרתת את מגוון שירותי החברה ובעלת קיבולת גבוהה מהיקף המסירות הנוכחי של החברה. בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג גידול של כ-5% בהיקף המכירות המצטבר בשנתיים הקרובות, הנובע מגידול בהיקף המסירות הכולל תוך שמירה על נתח השוק של החברה, כאמור, נוכח אשראי זול ומגוון דגמים המותאמים לטעמי הציבור ובתמחור תחרותי. בטווח הזמן הבינוני אנו מניחים שחיקה מסוימת בהיקף המסירות וההכנסות כתוצאה מהתיישנות דגמים, סטגנציה בשוק הליסינג, עלייה מסוימת בסביבת הריבית במשק והתחרות הגבוהה בענף (כולל מכירת רכבי "אפס ק"מ" ע"י חברות הליסינג). כרית הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לנוע, להערכתנו, בטווח שבין 6.0%-8.0%, נתון אשר אינו בולט לטובה ביחס לדירוג, ובעל רמת וודאות נמוכה יחסית כתלות בסביבת שע"ח.

כרית הונית טובה ההולמת את הדירוג, לצד יחסי יסו תנודתיים

היקף החוב של החברה מצוי במתאם גבוה עם היקף ההון החוזר, המורכב בעיקר מיתרת לקוחות ומלאי כ"ר. לחברה תיק לקוחות מפוזר ומדיניות בטחונות המבוססת על שעבודים וביטוח אשראי. איתנותה הפיננסית של החברה גבוהה ומבוססת על כרית לספיגת הפסדים טובה המהווה גורם חיובי לדירוג, המתבטאת ביחס הון למאזן של כ-54% נכון, ליום ה- 31.03.2016, כאשר הכרית הונית ממשיכה להיבנות בשנים האחרונות בעיקר נוכח רווחים צבורים. להערכתנו, בהתאם לרווחיות הצפויה ונוכח צפי לחלוקת דיבידנד על-ידי החברה בהיקף של כ-40%-50% מהרווח הנקי, שאנו מצפים שהחברה לא תסטה ממנה, אנו צופים כי יחס ההון למאזן ינוע בטווח הזמן הקצר-בינוני בטווח שבין 50%-55% נתון טוב ביחס לדירוג. יצוין, כי במסגרת ניתוח האיתנות הפיננסית בחנה מידרוג תרחיש קיצון המוערך על-ידנו כבעל הסתברות נמוכה הכולל כשל פירעון בפסיפיק והזרמת הון מהחברה במסגרת יחס ההון למאזן של החברה אינו יורד מתחת ל-30%. החברה מייצרת תזרימים חזקים, אם כי תנודתיים, המושפעים משע"ח וכן מהיקף החוב של החברה המצוי, כאמור, במתאם גבוה עם צרכי ההון החוזר. כך, בשלוש השנים האחרונות, יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO נעו בטווחים רחבים של 1.3-4.0 ו-1.8-5.5, בהתאמה. להערכת מידרוג, יחסים אלו בהתחשב ברמת התנודתיות הגבוהה שלהם נוכח השפעות אקסוגניות סבירים ביחס לדירוג בהתחשב בכך שחלק ניכר מהחוב מממן נכסים בעלי סחירות גבוהה (מלאי כלי רכב) ולאור גמישות פיננסית טובה. בתרחיש הבסיס אנו מעריכים, כי יחסי הכיסוי



חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO ינועו בטווחים של 2.0-4.0 ו- 3.0-5.5, בהתאמה. יחסי כיסוי הריבית של החברה טובים יחסית (רווח תפעולי להוצאות ריבית ברוטו ממוצע של כ-13.0 בשלוש השנים האחרונות) ובתרחיש הבסיס שלנו צפויים לנוע ברמות גבוהות גם בטווח הזמן הקצר והבינוני.

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

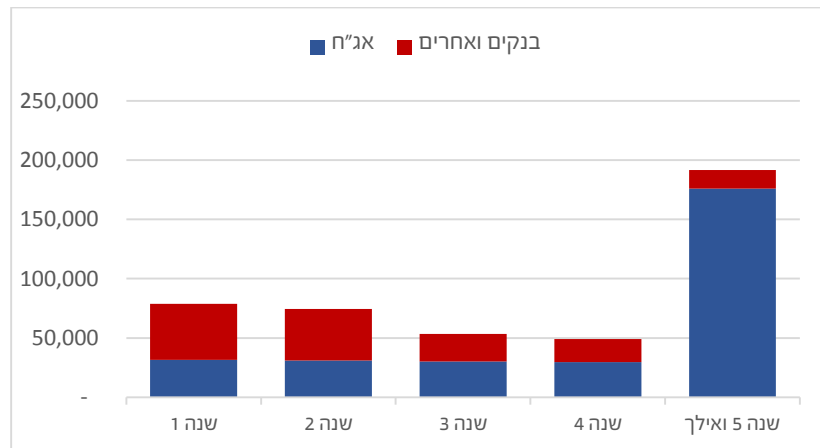
החברה מחזיקה בשליטה מלאה בחברת הבת פסיפיק המספקת שירותי השכרה וליסינג ומשמשת, בין היתר, כזרוע הפצה עבור החברה ועל-ידי כך תורמת לחדירת מותגי הרכב של החברה בשוק המוסדי ובשוק הפרטי. נכון ליום 31.12.2015, לפסיפיק צי רכב המונה 16,858 כ"ר ויחס הון למאזן העומד על כ-25%, יחס בולט לטובה בהשוואה לחברות ליסינג אחרות, המבוסס על הזרמת הון שביצעה החברה לפסיפיק בשנים 2012 (130 מיליון ש"ח) ו-2014 (150 מיליון ₪). ריכוזיות הלוקחות של פסיפיק נמוכה, אולם חלק מהותי (כ-40%) מצי הרכב של פסיפיק הינם רכבים 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. 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.

מידרוג ביצעה מספר תרחישי 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 מידרוג, ובהתאם לתרחישים השונים שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות גבוהים, התומכים בדירוג הנוכחי.

גמישות פיננסית טובה וסחירות גבוהה של המלאי

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 המממנים ובהן יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-20% וסך הון עצמי שלא יפחת מ-200 מיליון ₪, ונכון ליום 31.3.2016 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 הרכבים של החברה, המהווה אחוז משמעותי ממאזנה (כ-34% בשנים האחרונות), מהווה נכס סחיר יחסית. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך גידול בהון החוזר חלקו בשל גידול בהיקף הפעילות, היקף ההשקעות ההוניות (CAPEX) גבוהות (כ-120 מיליון ₪), בין היתר, בשל הקמת מרכז לוגיסטי נוסף ומטה לחברת פסיפיק וחלוקת דיבידנד בשיעור של כ-50%-40% מהרווח הנקי. בהתאם לכך, להערכתנו החברה צפויה לייצר תזרים חופשי שלילי בטווח הזמן של 12 החודשים הבאים ותממן זאת באמצעות הגדלה מסוימת במינוף וזאת בקיבולת הדירוג.

לוח סילוקין ליום 31.3.2016 באלפי ₪:



*לא כולל אשראי לזמן קצר בהיקף של כ-54 מ' ₪

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

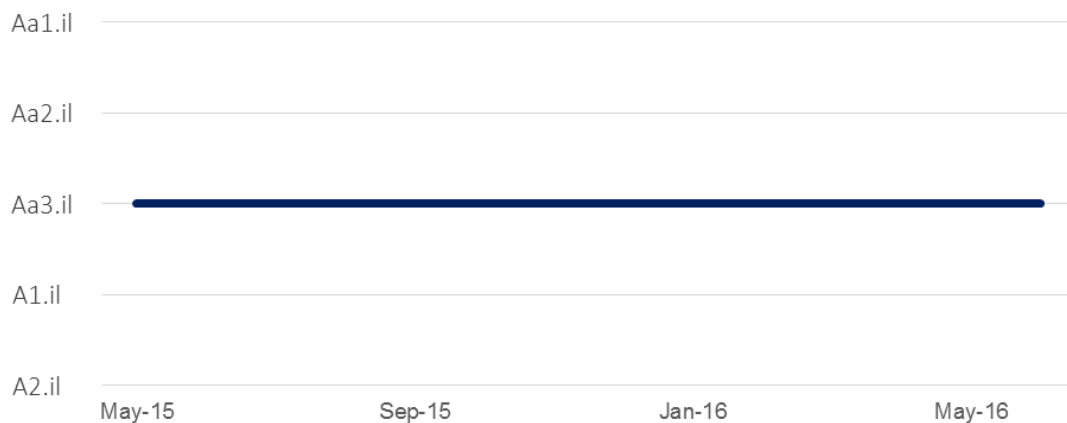
- גידול ביחס החוב הפיננסי ל- EBITDA מעל לרמה של 4.5 לאורך זמן
- קיטון משמעותי בנתח השוק, בהיקף מסירות ובמעמד החברה בענף, גם כתוצאה משינויים אקסוגניים
- אובדן זיכיונות מרכזיים
- ירידת יחס ההון למאזן של פסיפיק למתחת ל- 20% לאורך זמן.

8

אודות החברה

קרוסו מוטורס בע"מ הינה קבוצה ותיקה הפעילה בענף יבוא הרכב בבעלות משפחת קרוסו (כ-80%). החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים כדלקמן: (1) יבוא, הפצה ומכירה, בישראל של דגמי כלי רכב מתוצרת יצרניות הרכב רנו (Renault), דאצ'יה (Dacia), ניסאן (Nissan), דגמי כלי רכב ממותג הפרימיום אינפיויטי (Infiniti) מתוצרת ניסאן, ושל ציוד מכני הנדסי מהמותגים קייס Case, Atlas Copco 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 לסינג 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 מטרו מוטור, העוסקת בייבוא, שיווק ומכירה בישראל של כלי רכב דו-גלגליים לרבות אופניים חשמליות וכלי רכב תפעוליים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [קרוס מוטורס בע"מ, דירוג ראשוני - מאי 2015](#)
- [מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2015](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

9

מידע כללי

06.06.2016	תאריך דוח הדירוג:
27.05.2015	תאריך דוח קודם:
27.05.2015	תאריך מתן דירוג ראשוני:
קרוס מוטורס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קרוס מוטורס בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפקטת זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת 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.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידי ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מניפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של מאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהיה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק מהתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודד או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות ביניה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המניפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס Moody's (להלן: "מודיס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.