



ענף הליסינג בישראל - סקירה ענפית

דוח מיוחד | ינואר 2014

1

מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

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

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

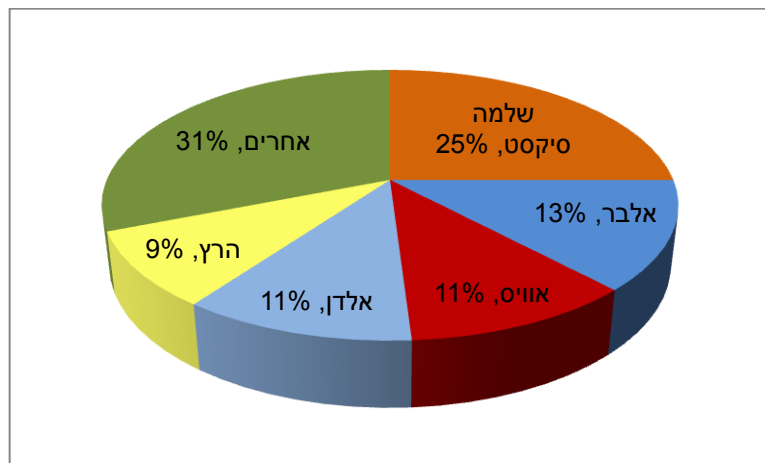
היקף הענף והתפתחותו

מספר כלי הרכב הפרטיים הנוסעים על כבישי המדינה מסתכם בכ- 2.25 מיליון. מתוך כך, צי הליסינג המצרפי בישראל מוערך בכ- 215 אלף כלי רכב, נכון לסוף שנת 2013, כאשר מרבית החברות בענף פעילות גם בתחום ההשכרה לטווח קצר והיקפו של שוק זה מוערך בכ- 60 אלף כלי רכב נוספים. כפעילות משלימה ולצורך גיוון מקורות ההכנסה פועלות חברות הליסינג גם, כאמור, בתחום השכרת רכבים לטווח קצר, ליסינג לפרטיים, שירותי מוסך וגרירה ובשנים האחרונות גם בתחום הסחר בכלי רכב חדשים ומשומשים.

הגיל הממוצע של צי הליסינג הוא כשנתיים - נמוך משמעותית מגיל הרכב בשוק הפרטי אשר הינו כ-7 שנים, וזאת נוכח מבנה עסקאות הליסינג, שהינו לטווח ממוצע של שלוש שנים, המוביל לגלגול מהיר יחסית של הצי. לפיכך, חלקם של ציי הרכב (חברות ליסינג וצייים המוחזקים ישירות ע"י תאגידים) במסירות רכב חדש גבוה משמעותית מנתח השוק שלהן מסך הרכבים בישראל.

סך ההכנסות השנתיות מפעילות ליסינג לשנת 2012 מוערך בכ-9 מיליארד ₪ ואילו סך ההכנסות מהשכרה הסתכם בכ-3 מיליארד ₪ לאותה התקופה. ענף הליסינג נשלט ע"י חמש חברות עיקריות, אשר נתח השוק המצרפי שלהן מסך צי החכירה הינו כ- 70%.

התפלגות ענף הליסינג התפעולי בישראל במונחי היקף צי (אומדן מידרוג לספטמבר 2013)



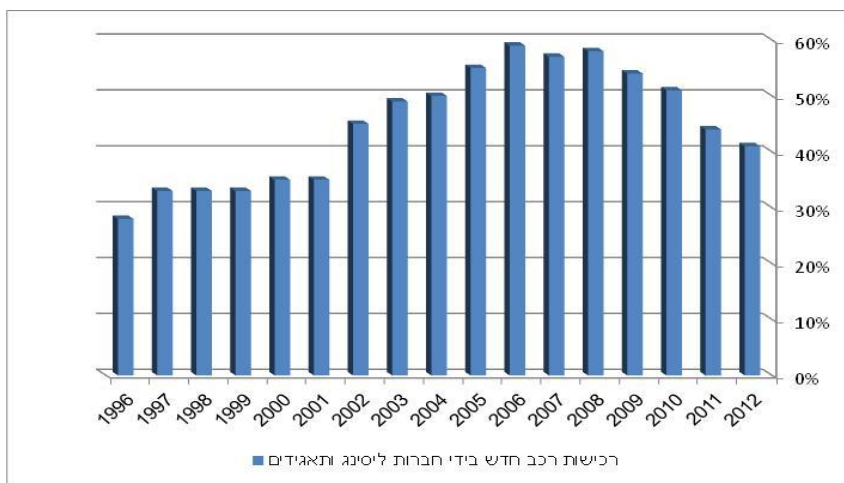
מקור: עיבודי מידרוג לדוחות הכספיים של חברות הליסינג הציבוריות: שלמה החזקות, אלבר וקרדן רכב

ענף הליסינג התפתח באופן משמעותי החל מאמצע שנות ה-90 כאשר חל שינוי בכללי מס הכנסה בנוגע לניכוי הוצאות בגין כלי רכב, אשר יצר הטבת מס משמעותית בקבלת רכב צמוד. צמיחת הענף זכתה לרוח גבית בשל צמיחתו במקביל של ענף ההיי טק המקומי, והטבת הרכב הצמוד השכיחה בענף זה ונוכח הרצון והצורך של חברות לוותר על ניהול עצמאי של ציי הרכבים ולהתמקד בפעילות ליבה. בנוסף להטבת המיסוי לזכאים, מציע מודל הליסינג התפעולי עוד שני יתרונות מרכזיים: (1) יתרונות מימון- עסקת הליסינג פוטרת את החברה מהצורך לרכוש רכבים לעובדיה, "משחררת" את תזרים המזומנים ומאפשרת ניצול ההון לפעילות ליבה. (2) יתרונות תפעול- אחזקת ותפעול הציים נעשית ע"י חברות הליסינג ומאפשרת גם בהיבט זה התמקדות בפעילות הליבה.

רכישות ציי הרכב (בידי חברות ליסינג וצייים בבעלות ארגונים) החלו לגדול בהדרגה מרמה של כ-30% מסך המסירות בשנת 1996 לרמה של כ-60% עשור לאחר מכן. בשנת 2007 חל מפנה, כאשר הוחלט על העלאת שווי השימוש במתווה מדורג ובשנת 2010 בוטלו קבוצות המחיר בגינן נקבע שווי השימוש, וזה הפך לליניארי, בחישוב חודשי של 2.48% ממחיר המחירון של הרכב בהיותו חדש. שווי שימוש הינו סכום שנזקק להכנסתו של עובד שקיבל רכב ממעבידו ומהווה

שווי כספי להטבה הגלומה בשימוש הפרטי ברכב. העלאת שווי השימוש ביחס לעבר צמצמה את הטבת המס ואת כדאיותה הכלכלית של עסקת הליסינג והייתה בין הגורמים שתרמו להתמתנות הצמיחה בענף ולהתכנסות לשיווי משקל. מאז מהלך זה השוק נמצא בסטגנציה, כפי שמתבטא ביציבות יחסית בהיקף ההכנסות והצי וכפועל יוצא חלה עליית מדרגה ברמת התחרות בענף ונוצר צורך בחיפוש מקורות הכנסה נוספים. היעדר הצמיחה בשוק נובע גם ממיצוי החדירה במגזר העסקי וגם ממגבלת אשראי להתרחבות משמעותית נוספת, למשל למגזר הפרטי. חלק של ציי הרכב ברכישות רכב חדש הסתכם בשנת 2012 בכ-40%, מכך כ-31% בידי חברות הליסינג וכ-9% בידי תאגידים, וזאת לעומת 35% ו-9% בשנת 2011, בהתאמה. סך הרכבים (ליסינג והשכרה) שנרכשו ע"י חברות ליסינג בשנת 2012 הסתכם בכ-64 אלף, בשווי מוערך של כ-6 מיליארד ₪.

רכישות רכב חדש בידי חברות ליסינג ותאגידים מסך רכישות רכב חדש בישראל



מקור: משרד התחבורה

סיכון ענפי גבוה מהמוצע

להערכת מידרוג, ענף הליסינג בישראל מאופיין בסיכון ענפי מעל הממוצע נוכח חשיפה למספר גורמים אקסוגניים ובהם: רגולציה כבדה בעלת השלכות על רמות הביקושים ועל שווי כלי הרכב המשומשים, תנודתיות בערכי הגרט המושפעת גם משינויים בשערי מטבעות זרים אל מול השקל, המשליכים על מחירי כלי הרכב החדשים והמשומשים ותלות ביכולת גיוס החוב. שוק הליסינג בישראל מאופיין בתחרותיות, בשל בידול נמוך במוצר ובשירות וזאת לצד סטגנציה בצמיחה. רמת התחרות מתאפיינת בגלים, המושפעים מהיצע האשראי ורמת הריבית. בעיתות של "שוק רך" עם התרחבות היצע האשראי גוברת התחרות וניכר לחץ על מחירי המכירה. בתקופה של צמצום באשראי קטן הצי ועמו התחרות.

הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים-גבוהים, הנובעים מהצורך בהון עצמי משמעותי להשקעות בצי הרכב, בנגישות למקורות מימון חיצוניים ובניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג וערכי הגרט.

מבנה העסקאות בענף הינו גורם ממתן סיכון, נוכח נראות גבוהה יחסית של תזרים המזומנים מהשכרה. לקוחות הענף מאופיינים בפזורה רחב ומקיפים את כל ספקטרום המגזר העסקי, כאשר בשנים האחרונות פעלו חברות הליסינג לטיוב צי הלקוחות, תוך התמקדות בחברות בינוניות וקטנות. ענף הליסינג מהווה שחקן משמעותי ובעל השפעה בשוק הרכב בישראל, הן בצד הביקוש לרכב חדש והן בצד ההיצע לרכב משומש בגילאי שנתיים עד ארבע. גורם זה ממתן באופן חלקי את סיכון הגרט.



החברות הגדולות בענף הליסינג מאופיינות במיצוב עסקי גבוה, נוכח מותג חזק בתחום הפעילות, בסיס לקוחות רחב ממגוון ענפי המשק ונתחי שוק משמעותיים. החברות הגדולות צברו ניסיון ומוניטין בשנות פעילותן אל מול הלקוחות ומול הגורמים המממנים והן נהנות מיתרונות לגודל, המתבטאים בהנחות מספקים וניצול של תשתיות ומערכי השיווק וההפצה.

חברות הליסינג מאופיינות בתיאבון לסיכון גבוה יחסית המתבטא ברמת מינוף גבוהה, נוכח השקעות הוניות גבוהות בהקמת צי הרכב ושימורו. רמת המינוף הגבוהה ממותנת בחלקה מצד סחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס וגמישות בניהול היקף הצי, תוך התחשבות במחזור הכלכלי והנגישות לאשראי. כנזכר לעיל, הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת התמרון של החברות בענף ועל כן לחברות חשיפה משמעותית למחזורי האשראי במשק.

רגולציה המשפיעה על ערך הגרט

כאמור, ענף הליסינג מושפע במידה מהותית מהתפתחות מחירי כלי הרכב החדשים. אלו מושפעים בתורם מרגולציה בשני תחומים: מיסוי ירוק של כלי רכב חדשים ועידוד תחרות בתחום ייבוא הרכב. רפורמת המיסוי הירוק שהחלה באוגוסט 2009 העלתה את המס על רכבים מ-75% ל-83%, זאת לצד מתן הנחה במס של בין 0 ל-15 אלף ש"ח לפי מדרגות זיהום אויר שנקבעו. הרפורמה תרמה לגידול בביקושים לרכבים קטנים. באוגוסט 2013 נכנסה לתוקף נוסחה חדשה המקשיחה את חישוב הציון הירוק והייתה צפויה להביא לייקור של מרבית הדגמים. יחד עם זאת, התחזקות השקל אל מול מטבעות הייבוא העיקריות בענף, הדולר והין, מנעו את עליית המחירים ואף הובילו למבצעי מכירות נרחבים מצד היבואנים.

על אף מהלכי הרגולציה, יש להדגיש כי ענף הרכב מהווה מקור מרכזי להכנסות המדינה ממסים. לאור זאת, אנו מעריכים כי פוטנציאל הוזלת הרכבים ע"י הקטנת שיעורי מס הקנייה הינו נמוך לאורך זמן.

בנוסף, נציין כי ענף יבוא הרכב חשוף גם הוא לרגולציה אשר מחד, מעודדת תחרות, עובדה המשליכה על מחירי הרכב החדש וכנגד גם על מחירי רכב משומש וערכי הגרט של צי הרכב, בעיקר דרך מיסי הקנייה. מאידך בשל מרכזיותו של ענף הרכב להכנסות המדינה, פוטנציאל הוזלת הרכבים ע"י הקטנת שיעורי המס נמוך מאוד להערכתנו בטווח הזמן הקצר, נוכח הגרעון הפיסקאלי.

באוגוסט 2011 הוקמה הוועדה לבחינת התחרותיות בשוק הרכב ("ועדת זליכה"), אשר נועדה לגבש המלצות שיובילו להגברת התחרותיות והוזלת המחירים לצרכן. באפריל 2013 אישרה הממשלה חלק מההמלצות כאשר המהותית ביותר לענף הליסינג הינה מתן היתר למכירת כלי רכב חדשים תחת "יד אפס" - כלומר ללא רישום של בעלות חברת הליסינג. שינוי זה עלול להוביל לתחרות מסוימת בסגמנט הרכב החדש אל מול יבואני הרכב, נוכח תשתיות המכירה הטובות של חברות הליסינג, אולם, מנגד יש לציין כי פעילות זו תתחרה ישירות ביבואניות, ובמידה והיקף מכירת הרכבים החדשים תעלה - עלולות להצטמצם ההנחות שמקבלות חברות הליסינג מהיבואנים.

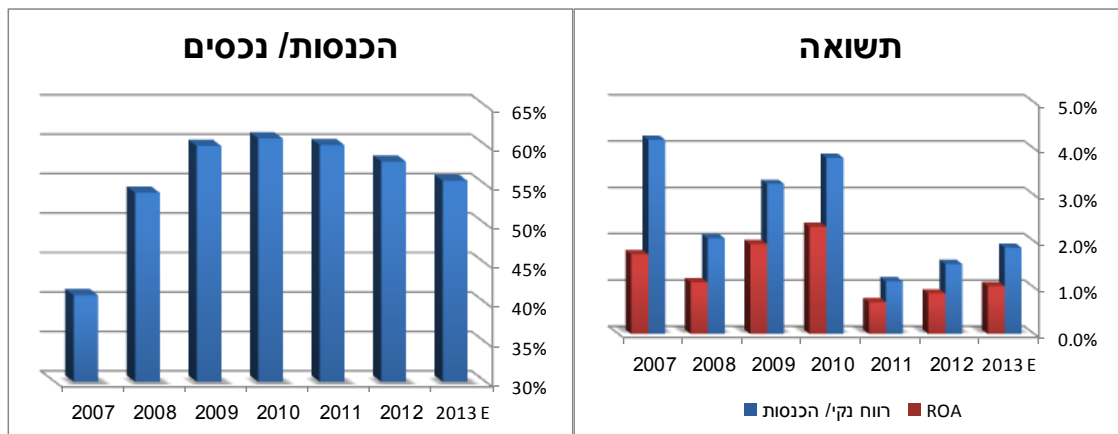
באוגוסט 2013 נכנסו לתוקף שינויים חשובים אשר צפויים להשפיע על המס התזרימי אותו ישלמו חברות הליסינג בעתיד. שינוי ראשון הינו הפחתת שיעור הפחת לצרכי מס מ-20% ל-16% ותיקון לסעיף 96 לפקודת המיסים בדבר דחיית תשלום מס על רווחי הון. להערכתנו, לתמורות אלו לא צפויות להיות השלכות מהותיות על כריות הרווחיות וההון של החברות, אולם צפויה השפעה תזרימית מסוימת אשר תקבל ביטוי רק בטווח הזמן הבינוני, נוכח הפסדים גדולים לצורכי מס שיש לחברות בענף.

פרמטרים פיננסיים

רווחיות - התשואה על הנכסים היא הפרמטר המרכזי במדידת הרווחיות. לאורך השנים האחרונות נעה התשואה בטווח של 1%-2%, עם תנודתיות גבוהה, המושפעת בעיקר מהתנודתיות ברווחי ההון ממכירת כלי הרכב המשומשים (ערך הגרט). התשואה על הנכסים נחלקת לשני מדדים עיקריים: א. רווח נקי / הכנסות - מדד ליעילות התפעולית ומימונית של החברות ולמודל העסקי. ו- ב. הכנסות/ נכסים ממוצעים - מדד ליכולת יצור ההכנסות של החברות.

בנוסף, מידרוג בוחנת מספר פרמטרים תפעוליים כגון EBITDA כשיעור מההכנסות - פרמטר המצביע על יעילות תפעולית ויכולת ההנהלה לשלוט בהוצאות ולנצל יתרונות לגודל. היחס נבחן גם בנטרול רווחי הון ממכירת כלי רכב, וזאת על מנת לנטרל את התנודתיות המאפיינת אותם, המושפעת לעיתים מגורמים אקסוגניים וכן ממדיניות חשבונאית. השימוש במדד ה-EBITDA נועד אף הוא לנטרל מדיניות חשבונאית שונה של פחת בבחינת היעילות התפעולית.

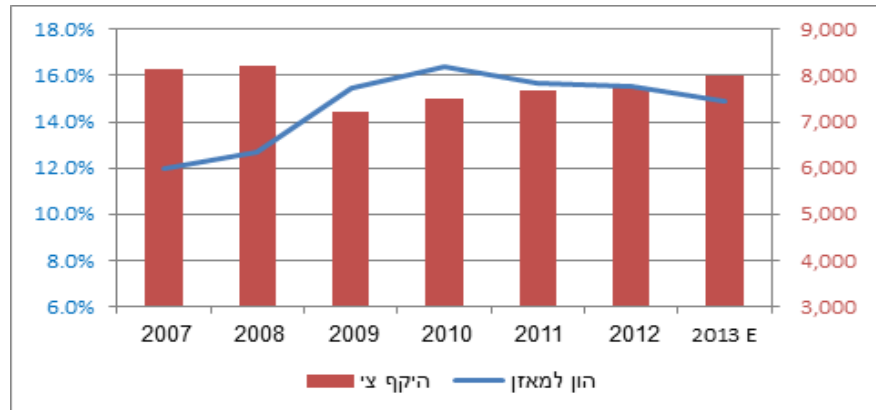
מרכיבי התשואה על הנכסים בחברות הליסינג הציבוריות בין השנים 2007-2013



מקור: עיבודי מידרוג לדוחות הכספיים של חברות הליסינג הציבוריות: שלמה החזקות, אלבר וקרדן רכב

מינוף ואיטנות פיננסית - אופי הפעילות בענף הליסינג מבוסס על מינוף גבוה, נוכח הנראות הגבוהה של תזרים המזומנים מפעילות החכירה והגמישות הפיננסית הגלומה בנכס הבסיס, המאפשרת שיעורי מימון גבוהים יחסית כנגד שעבוד הנכס. כפועל יוצא, קיים מתאם גבוה בין גודל צי הרכבים לבין היקף החוב. כאמור, סחירותו הגבוהה של נכס הבסיס מהווה גורם ממתן למינוף הגבוה נוכח היכולת לשנות את המינוף באמצעות שינוי היקף הצי כתלות במחזור האשראי. חברות הליסינג מוכרות לערך כשליש מהצי שלהן כל שנה ועל כן לא מדובר בצעד חריג שמשפיע על מחירי הגרט, וביכולתן לצמצם את היקפי הקניות במחזור אשראי שלילי, תוך הקטנת הצי במהירות גבוהה יחסית. מידרוג רואה בהון ככרית מרכזית לספיגת הפסדים לא צפויים, אשר מקבלת משנה תוקף, במידה ולחברות כריות רווחיות זניחות יחסית. מטרתו העיקרית של ההון אינה לספוג הפסדים צפויים, כי אם להגן על בעלי החוב כנגד הפסדים לא צפויים- אותם הפסדים, אשר אינם מתרחשים כל שנה, אולם כאשר הם מתרחשים, הם יכולים להיות מאוד משמעותיים. נציין כי כריות הרווחיות יכולות לספוג חלק מההפסדים הלא צפויים בגין סיכונים השונים, אולם את עיקר כריות הספיגה מהווה ההון ומכאן חשיבותו הרבה ליציבות החברות. מידרוג בוחנת בהקשר זה מספר מדדים ובהם הון עצמי למאזן, הון מוחשי למאזן והון כלכלי למאזן, תוך בחינה צופה פני עתיד והתחשבות ביכולת צבירת הרווחים של החברות וחלוקת דיבידנדים.

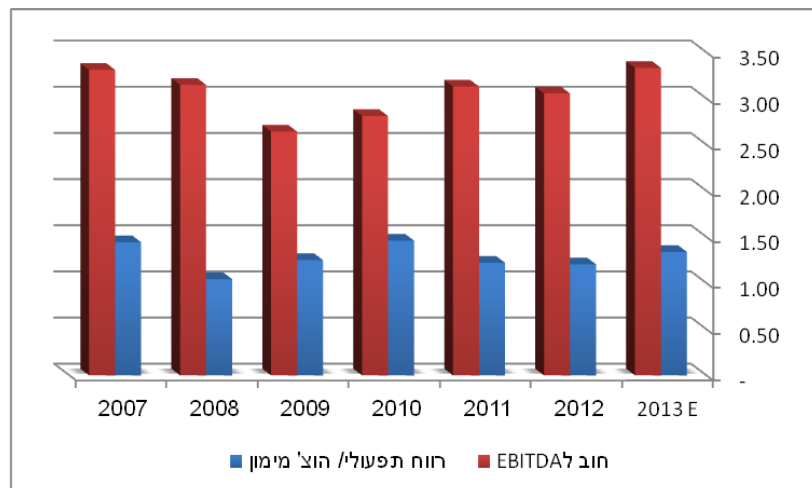
המתאם שבין היקף הצי (במיליוני ₪) לבין יחס ההון למאזן בחברות הליסינג הציבוריות 2007-2013



מקור: עיבודי מידרוג לדוחות הכספיים של חברות הליסינג הציבוריות: שלמה החזקות, אלבר וקרדן רכב

יחסי כיסוי החוב נותנים אינדיקציה לסיכון האשראי כנגזרת של יכולת ייצור המזומנים. יחסים אלו משקפים את הזמן הנדרש לחברה (בשנים) לייצר תזרימים לכיסוי החוב. **יחסי כיסוי הריבית** מודדים את יכולתה של החברה לשרת את מחיר החוב שלה מתזרימי הפנימיים. יחסים אלה תומכים ביכולת מחזור החוב ובנגישות לגורמים המממנים שהינם קריטיים בענף.

יחסי כיסוי החוב והוצאות המימון, 2007-2013



מקור: עיבודי מידרוג לדוחות הכספיים של חברות הליסינג הציבוריות: שלמה החזקות, אלבר וקרדן רכב

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.