Maalot
S&P Global Ratings

ש. שלמה החזקות בע"מ
ש. שלמה רכב בע"מ

9 ביולי 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA-', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

לב סנדלר 972-3-7539737 lev.sandler@spglobal.com

איש קשר נוסף:

מתן בנימין 972-3-7539716 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....2
יחסים עיקריים.....4
נזילות.....4
תחזית הדירוג.....5
התרחיש החיובי.....5
התרחיש השלילי.....5
ניתוח שיקום חוב.....6
שיקולים עיקריים.....6
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי.....6
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון.....6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....7
רשימת דירוגים.....8

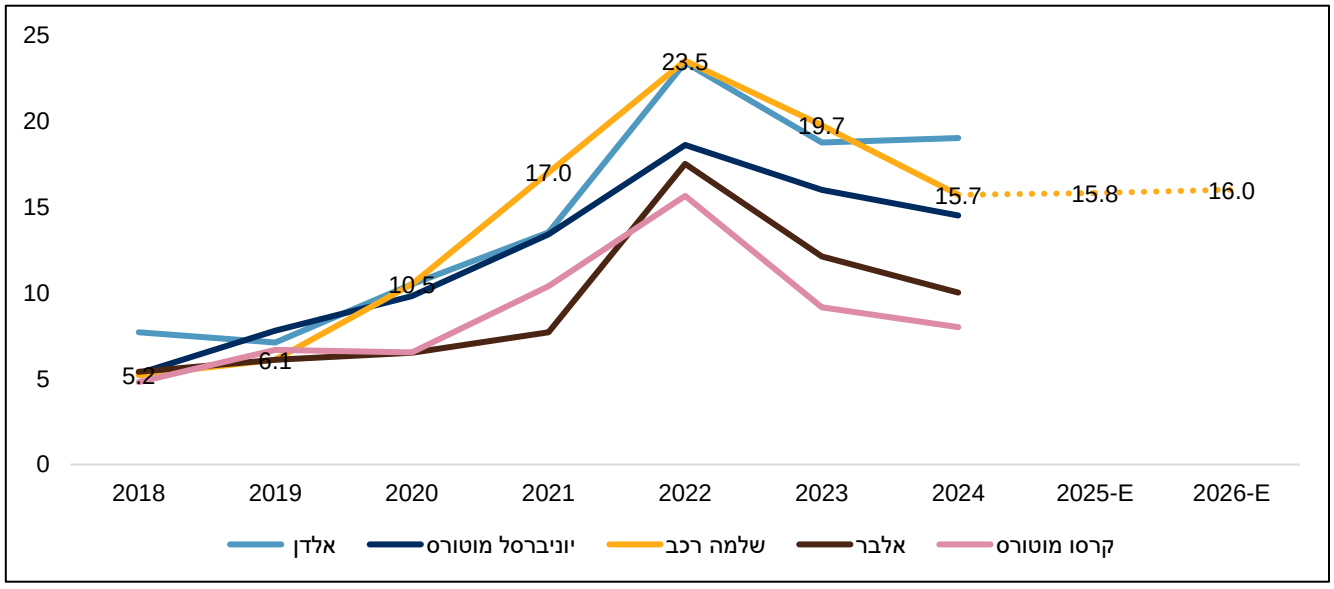
תמצית פעולת הדירוג

- הביצועים התפעוליים של ש. שלמה רכב בע"מ ("שלמה רכב" או "החברה") נותרו איתנים למרות ירידה בביקוש לרכבים חדשים בשל המצב הביטחוני.
- רמות ה-EBIT והרווחיות של החברה המשיכו לרדת ב-2024, אך הן עדיין גבוהות בהשוואה לענף ותומכות בדירוג. יחס המינוף ירד לאחר שעלה ב-2023 בשל הפרשי עיתוי בתזרים המזומנים מכניסת כספי המשקיע, קרן אינפיניטי ("אינפינטי").
- לפיכך, ב-9 ביולי אשררנו את דירוג המנפיק של ש. שלמה רכב בע"מ, 'ilAA-', ואת דירוג איגרות החוב המובטחות על ידה, 'ilAA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו ששלמה רכב תשמור על מעמדה המוביל בענף הליסינג הישראלי ב-12 החודשים הקרובים. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על הרווחיות הנוכחית ועל הגמישות הפיננסית שלה, ובהתאם לכך על יחס EBIT להוצאות מימון הגבוה מ-2.4x ועל יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-75%.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

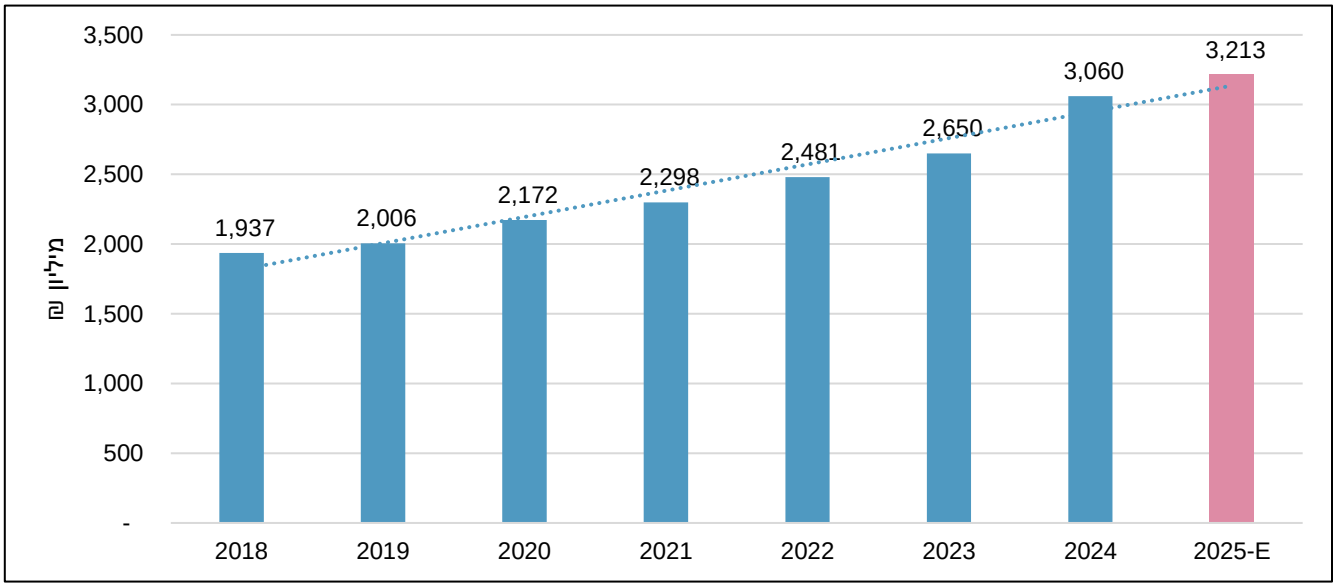
אשרור הדירוג של שלמה רכב עם תחזית יציבה משקף את העובדה שהביצועים התפעוליים נותרו איתנים ושיחסי החוב ממשיכים לתמוך בדירוג. רווחיות החברה נשחקה ב-2024 לאחר רמות שיא בשנים 2021-2022, אך שחיקה זו הייתה צפויה בענף כולו. שיעור ה-EBIT עמד על 15.7% ב-2024, ונותר מהגבוהים בענף.

תרשים 1: שיעור ה-EBIT של שלמה רכב ומתחרותיה



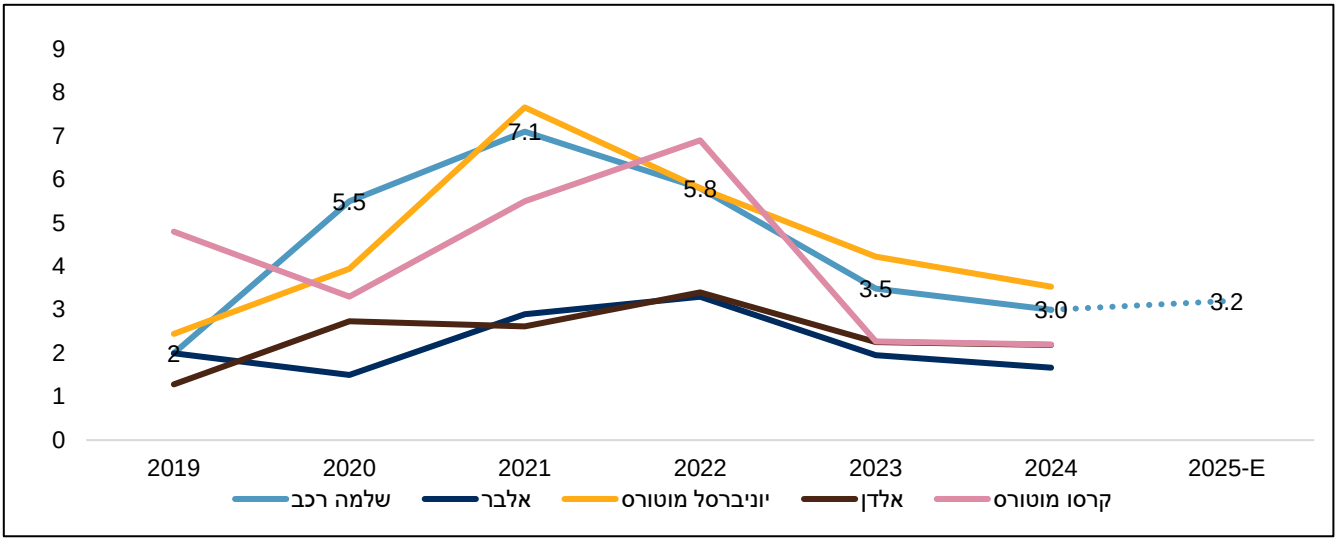
אנו מעריכים כי על אף הירידה ברווחיות בשנתיים האחרונות, הכנסותיה ורווחיותה של החברה מתחום הליסינג ממשיכות להיות גבוהות, ומשקפות, לדעתנו, את הביקוש היציב לשירותי הליסינג של שלמה רכב ואת נאמנות הלקוחות. עם זאת, אנו סבורים כי הסביבה המאתגרת הנוכחית עשויה להפעיל לחץ על המחירים, אך נכון לעכשיו שיעור האבטלה הנמוך ממשיך לתמוך בפעילות שלמה רכב ובביקוש לשירותי הליסינג.

תרשים 2: הכנסות החברה מענף הליסינג



היחסים הפיננסיים של שלמה רכב ממשיכים לתמוך בדירוג. יחס החוב לחוב והון עצמי ירד ל-69% בשנת 2024 מ-82% בשנת 2023, וכעת חזר לרמה ההיסטורית הממוצעת של החברה. אנו סבורים כי יחס החוב לחוב והון עצמי של שלמה רכב יישאר נמוך מ-75% בשנות התחזית. הערכתנו מבוססת על כך ששלמה לא תחלק דיבידנדים בשיעור גבוה מ-50% מהרווח הנקי, בהתאם להתניות הפיננסיות בהסכמי החוב. יחס ה-EBIT להוצאות מימון של החברה עמד על 3x ב-2024 לעומת כ-3.5x ב-2023, ומשקף להערכתנו את המשך הירידה ברווחיות מרמות השיא. אנו מעריכים כי החברה תשמור לאורך זמן על יחס גבוה מ-2.4x, שאנו רואים כהולם את הדירוג.

תרשים 3: יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון של שלמה רכב ומתחרותיה



יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024A	2024E
EBIT/הוצאות מימון	3.5x	3.x	3.5x-2.5x
חוב/חוב והון עצמי	81%	69%	75%-68%
FFO/חוב	21.7%	31%	32%-27%

A - בפועל. E - צפוי. FFO – funds from operations.

נזילות

בדומה למתחרותיה המקומיות, אנו מעריכים את הנזילות של שלמה רכב כגורם המשפיע לשלילה על הדירוג. עם זאת אנו סבורים כי מערכת היחסים האיתנה של שלמה רכב עם המערכת הבנקאית והגישה שלה לשוק ההון, גם בתקופות של תנאים כלכליים מאתגרים, תומכות ביכולת מחזור החוב ובצורכי הנזילות של החברה. בהקשר זה נציין גם כי לחברה צי רכבים פנויים משעבוד בשווי משמעותי.

על פי הערכת הנזילות שלנו לשלמה רכב, צפוי יחס המקורות לשימושים של החברה לעמוד על כ-1x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025. בהתאם למתודולוגיה לדירוג חברות בענף הליסינג התפעולי, במקורות הנזילות אנו מביאים בחשבון את האפשרות לגייס מימון כנגד בטוחות (רכבים מצי החברה) על מנת לרכוש רכבים בתנאי שוק מאתגרים. עם זאת אנו מעריכים כי המימון יתקבל בשיעורי LTV (loan to value) נמוכים מהשיעור הממוצע בו לווה החברה.

בעוד שבעת התדרדרות בתנאים הכלכליים החזיקה שלמה רכב במזומנים רבים, בעת שגרת עסקים יציבה היא נוהגת להחזיק יתרת מזומן נמוכה במאזנה, בדומה למתחרותיה המקומיות.

אנו מעריכים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 חודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025 הם:

- FFO של כ-1.1 מיליארד ₪.
- מזומנים והשקעות לטווח קצר בהיקף של כ-27 מיליון ₪.
- הנפקת איגרות חוב מובטחות בהיקף של כ-500-900 מיליון ₪.

השימושים העיקריים של החברה לאותה תקופה הם:

- הוצאות הוניות נטו בהיקף של כ-0.9 מיליארד ₪, לצורך רכישת כלי-רכב חדשים.
- חלוקת דיבידנד בסך של כ-150 מיליון ₪.
- פירעונות חוב בהיקף של כ-1.8 מיליארד ₪.

רוב ההוצאות ההוניות לרכישת רכבים חדשים אינן מחייבות חוזית, ותלויות ביכולת הקבוצה להשיג מימון יציב לשם כך. בנוסף, מעבר ליכולות מחזור החוב, שלמה רכב מחזיקה במלאי משמעותי של מכוניות לא משועבדות שניתן להשתמש בו לצורך קבלת מימון נוסף במקרה הצורך ב-12 החודשים הקרובים.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו ששלמה רכב תשמור על מעמדה המוביל בענף הליסינג הישראלי ב-12 החודשים הקרובים. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על הרווחיות הנוכחית ועל הגמישות הפיננסית שלה, ובהתאם לכך על יחס EBIT להוצאות מימון הגבוה מ-2.5x ועל יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-75%.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחס החוב לחוב והון עצמי יהיה נמוך מ-75% ויחס ה-EBIT להוצאות מימון יהיה לפחות 3.5x על בסיס קבוע. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור בפרופיל הנזילות של החברה. שיפור כזה עשוי לנבוע מגידול משמעותי בהיקף המזומן במאזן החברה כחלק ממדיניות ניהול יתרות המזומן, או מהגדלת קווי האשראי מובטחים לתקופה העולה על 12 חודשים, כך שיחס המקורות לשימושים של החברה יהיה גבוה מ-1.2x על בסיס שנתי ואנו נעריך כי יישאר כך.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית ב-12 החודשים הקרובים אם נעריך כי צפויה התדרדרות חדה בביצועיה התפעוליים של שלמה רכב, כך שרווחיותה תיפגע ויחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון ירד מתחת ל-2.4x על בסיס קבוע, או אם יחול גידול בלתי צפוי בחוב של החברה או בעלויות המימון שלה. אנו עשויים לנקוט פעולת

דירוג שלילית גם אם יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה יעלה על 80%, או אם, בניגוד לתרחיש הבסיס שלנו, תחול ירידה בערך הגרט של רכבים שתוביל לשחיקת הרווחיות לתקופה ממושכת.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים לסדרות האג"ח המובטחות של ש.שלמה החזקות בע"מ (סדרות י"ז, י"ח, י"ט, כ) את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג ש.שלמה רכב בע"מ שערבה לחוב לבעלי האג"ח. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח של 70%-90%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת בעיקר על הערכתנו את שווי צי הרכב המשועבד לטובת בעלי האג"ח בעת כשל פירעון היפותטי. כמו כן היא מתבססת על ההנחה ששלמה רכב תמשיך לפעול כעסק חי, היות שאנו סבורים שבתרחיש כשל פירעון היפותטי היא תעבור ארגון מחדש בהינתן גודלה, פריסתה הגיאוגרפית והמותג החזק.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2030
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל על רקע גיאופוליטי יכלול, בין היתר, פגיעה בענף הליסינג בעקבות עלייה חדה באבטלה וצמצום כוח אדם על ידי הלקוחות העיקריים, וירידה חדה בענף התיירות אשר תפגע בענף השכרת הרכב.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה המשקפת את נתח השוק הגדול שלה בתחום הליסינג, את המשך הביקוש לשירותים שהיא מספקת ואת הסינרגיה בין הזרועות השונות של הקבוצה – ליסינג והשכרה.
- שווי צי הרכב המשועבד לסדרות האג"ח בעת אירוע הכשל ההיפותטי הוא כ-90% מהערכתנו לגבי שווי הספרים של הצי המינימלי הנדרש כבטוחות בגין סדרות האג"ח. בהקשר זה נציין כי שווי הספרים של צי הרכב נמוך מהשווי לפי מחירון לוי יצחק (ללא הפחתות ובניכוי מע"מ) אשר משמש כאומדן שווי הרכבים בחישוב הבטוחות לבעלי האג"ח.
- איננו מייחסים שווי להחזקות של שלמה החזקות בע"מ בחברות הבנות שלמה רכב ושלמה תחבורה (2007) בע"מ, מכיוון שאנו מעריכים שבעת כשל פירעון היפותטי הנכסים העיקריים של חברות אלו (רכבים) יהיו משועבדים במלואם לבעלי חוב מובטח כגון בנקים ובעלי אג"ח.
- שווי מזומנים : 0%

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: 1.63 מיליארד ₪
- שווי כעסק חי (נטו) לאחר עלויות אדמיניסטרטיביות: 1.57 מיליארד ₪

- סך החוב המובטח בשעבוד ראשון: 1.78 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג המובטח (סדרות, י"ז, י"ח, י"ט, כ): 70%-90%

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לערבויות, 21 באוקטובר, 2016
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הליסינג התפעולי, 14 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024

- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

רשימת דירוגים

ש. שלמה רכב בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	01/05/2004	07/07/2024
טווח קצר	+ilA-1	15/05/2025	15/05/2025
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
נע"מ סדרה 3	+ilA-1	15/05/2025	15/05/2025
נע"מ סדרה 4	+ilA-1	15/05/2025	15/05/2025
נע"מ סדרה 5	+ilA-1	15/05/2025	15/05/2025
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה יז,יח	ilAA	02/07/2017	07/07/2024
סדרה יט	ilAA	08/12/2022	07/07/2024
סדרה כ	ilAA	08/12/2022	07/07/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
יוני 29, 2021	ilAA-\Stable		
יוני 27, 2017	ilA+\Stable		
דצמבר 06, 2009	ilA\Stable		
דצמבר 18, 2008	ilA\Negative		
אוגוסט 26, 2007	ilA\Stable		
מרץ 28, 2004	ilA		
<u>טווח קצר</u>			
מאי 15, 2025	+ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	09/07/2025 09:30
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09/07/2025 09:30
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

ש. שלמה החזקות בע"מ
ש. שלמה רכב בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.