

סולקון תעשיות בע"מ

דוח דירוג | מאי 2010

1

מחברים:

ניר טורנר, אנליסט

Nir.Turner@midroog.co.il

עינת טפר, ראש צוות

einatt@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר - סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

סולקון תעשיות בע"מ

A3	דירוג סדרה חדשה
----	-----------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב שתנפיק סולקון תעשיות בע"מ בסך של עד 50 מיליון ש"ח. ומוותנה בגיוס הון לחברה בהיקף שלא ירד מ- 15 מיליון ש"ח. הקרן תפרע בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל משנתיים לאחר מועד הגיוס. בסיס ההצמדה טרם נקבע. ייעוד תמורת ההנפקה הינו לרכישת חברה סינרגטית לפעילות החברה. הייעוד המדויק ואופן חלוקתו ייקבעו בהחלטות דירקטוריון החברה, בהתאם ליעדים ולאסטרטגיה העסקית של החברה. במהלך שנת 2010 החברה תשקיע מאמץ לאיתור חברה בעלת פעילות סינרגטית לחברה המהווה פוטנציאל לרכישה. עד לשימוש בכספי תמורת ההנפקה למטרות כאמור לעיל, בכוונת החברה להשקיע את כספי התמורה באפיקים סולידיים.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10/05/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

פרופיל החברה

חברת סולקון תעשיות בע"מ ("סולקון" או "החברה") הוקמה בשנת 1977 ביקנעם החברה מתכננת ומייצרת ציוד אלקטרוני ומערכות חשמל להתקנה בלוחות חשמל¹ בעיקר בסביבות מנועי חשמל במתח גבוה ובמתח נמוך. החברה פועלת בין היתר באמצעות חברות בנות במערב אירופה (כ- 33% מהיקף המכירות בשנת 2009) ובארה"ב (כ- 1% מהיקף המכירות בשנת 2009). ההתייחסות בדוח זה לחברה או סולקון, הינה לקבוצה בכללותה.

מוצרי סולקון מתחלקים לשלוש קטגוריות עיקריות כדלקמן:

- (1) מתנעים רכים (למתח גבוה ולמתח נמוך) שמכירותיהם מהוות כ-75% מהיקף ההכנסות;
 - (2) ממסרי הגנה ובקרה למנועים שמכירותיהם מהוות כ-3% מההכנסות;
 - (3) מוצרים אחרים המהווים את יתרת ההכנסות כ-22%, לרבות מוצרים משלימים למוצריה, נציגות בלעדית בישראל של מספר חברות וביניהן חברת Vacon מפינלנד.
- כמו כן, סולקון מפתחת מוצרים לפי דרישות ספציפיות של לקוחותיה.

¹ מערכת שתפקידה להעביר את האנרגיה החשמלית ממקור ההזנה שלה אל הצרכן או הצרכנים.

נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ₪ ובאחוזים)

FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2010	
74,216	96,576	107,333	106,407	28,051	הכנסות
35,499	41,882	40,635	46,140	10,412	רווח גולמי
18,920	23,118	14,972	19,426	3,657	רווח תפעולי
16,880	22,226	12,355	17,820	3,209	רווח נקי
47.8%	43.4%	37.9%	43.4%	37.1%	גולמי רווח %
25.5%	23.9%	13.9%	18.3%	13%	תפעולי רווח %
19,845*	21,572*	14,453*	19,114*	2,506*	תזרים מפעולות, FFO מתוקן
2,605	3,226	3,226	2,003	170	השקעות ברכוש קבוע ונכסים בלתי מוחשיים
59,409	76,097	84,261	105,016	97,694	סך נכסים במאזן
0	0	0	0	0	חוב פיננסי
10,159	27,471	25,820	47,075	33,092	מזומנים
41,310	60,265	61,058	78,878	71,287	הון עצמי
69.5%	79.2%	72.5%	75.1%	73%	הון למאזן

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים
*מתוקן, ראה בהרחבה פרק הניתוח הפיננסי

3

מתנעים רכים (כ- 75% ממכירות החברה) - (Electric soft starter) התקן אלקטרוני המשמש להתנעה והדממת מנוע מבוקרים ולהפחתת הפרעות חשמליות, אשר משפר את אורך חיי המערכת כולה ומייעל את תפעולה. השימושים העיקריים של מתנעים אלה הינם במנועים גדולים, מערכות תעשייה גדולות, בתעשיות הכבדות וביישומים תעשייתיים.

בתחום מוצרים זה לחברה שני קווי ייצור: מתנעים רכים למתח נמוך (אשר ברובם מוצרי מדף) ומתנעים רכים למתח גבוה (המיוצרים לרוב על פי הגדרות ואפליקציות מסוימות של הלקוח - Tailor Made). בשנת 2009 כ- 71% מההכנסות מהמתנעים הרכים (המהווים כ- 53% מסה"כ מכירות החברה) הינם למתח גבוה וכ- 29% מההכנסות ממתנעים רכים (המהווים כ- 22% מסך מכירות החברה) הינם למתח נמוך. בכונת החברה להגדיל את הפעילות במתנעים רכים במתח גבוה שכן בתחום זה נמצא היתרון היחסי של סולקון על פני מתחרותיה ובו התמחותה.

מוצר	מכירות ביחידות - 2009	מכירות ביחידות - 2008	מכירות ביחידות - 2007	מחיר ליחידה (אירו)
מתנעים רכים למתח נמוך	8,900	10,860	11,460	50-20,000
מתנעים רכים למתח גבוה	460	383	340	4,000-40,000

ממסרי הגנה ובקרה (כ- 3% מההכנסות)

מוצרים משלימים למתנעים הרכים, המיועדים להגנה ובקרה על מנועי חשמל גדולים בתעשיות הכבדות.

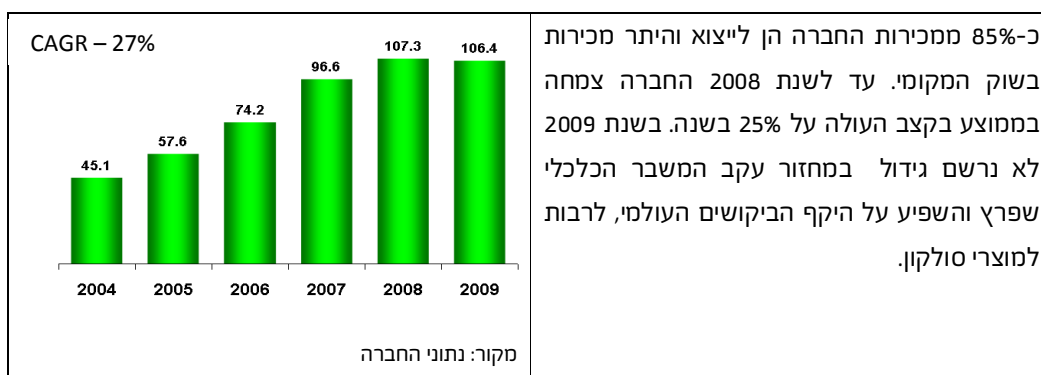
מוצרים אחרים (כ- 22% מהיקף ההכנסות) - החברה בעלת זיכיונות הפצה של מספר חברות בינלאומיות, והיא

הנציגה הבלעדית בישראל של ווסטי מהירות למתח נמוך מתוצרת Vacon הפינית.

מוצרים בפיתוח

החברה מצויה בשלבי הפיתוח או טרום השיווק של המוצרים הבאים: מערכת הגנה קתודית מקורוזיה ודליפה, ממיר מתח סולרי, מתנעים רכים מתקדמים וווסט מהירות.

מרבית המכירות הן לייצוא והיתר מכירות בשוק המקומי



כ-85% ממכירות החברה הן לייצוא והיתר מכירות בשוק המקומי. עד לשנת 2008 החברה צמחה בממוצע בקצב העולה על 25% בשנה. בשנת 2009 לא נרשם גידול במחזור עקב המשבר הכלכלי שפרץ והשפיע על היקף הביקושים העולמי, לרבות למוצרי סולקון.

עיקר לקוחות החברה² בישראל הינן חברות העוסקות במערכות חשמל לתעשייה, חברת מקורות, חברת החשמל, ורשויות מקומיות. בחו"ל, סולקון פעילה בשווקים באירופה, באסיה, אוקיאניה ובצפון ודרום אמריקה, כאשר השוק הגדול ביותר עבור סולקון הינו אירופה, המהווה כ-46% מהמכירות. בכוונת החברה להעמיק את פעילותה בשווקים האסטרטגיים - הסיני והאמריקאי.

מכירות סולקון ליצוא נעשות בשלושת האופנים הבאים:

- **התקשרות סולקון עם מפיצים בחו"ל**³ - לחברה מפיצים בכ-50 מדינות ברחבי העולם, כאשר מול רובם ההתקשרות כוללת תיחום גיאוגרפי, מלאי מינימאלי, מערך שיווק והפצה, היקף רכישות מינימאלי ועמידה ביעדי מכירות. המפיץ אחראי להשגת כל הרישיונות וההיתרים הנדרשים ולאחריות למוצרים לתקופה בת 12 עד 18 חודשים. כמות החזרת המוצרים על-ידי הלקוחות לחברה הנה זניחה. כחלק מתנאי ההתקשרות, החברה אינה יודעת לרוב את זהות הלקוחות של המפיצים (על מנת למנוע תחרות בין המפיצים לחברה).

² בשלוש השנים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2009, לחברה לא היו לקוחות ששיעור רכישותיהם עלו על 10% מהכנסות החברה.

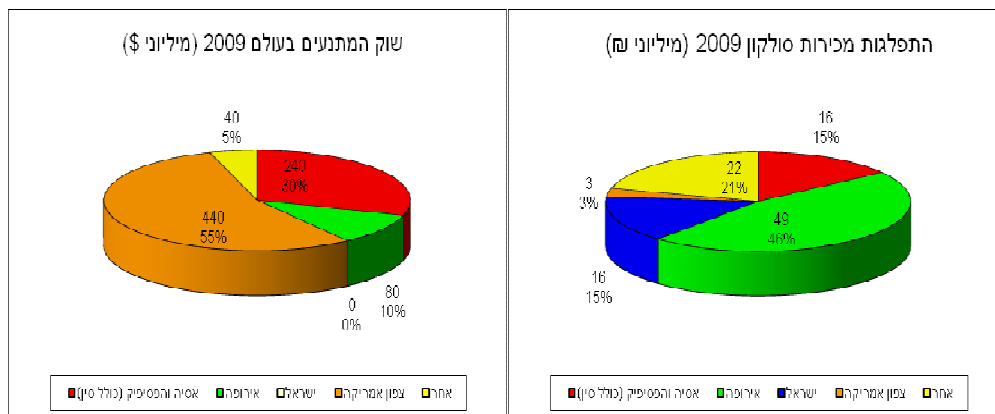
³ בשלוש השנים האחרונות למעלה מ-50% ממכירות סולקון היו ללקוחות חוזרים אשר הוותק שלהם הינו מעל ל-5 שנים.

- **ייצור עבור חברות אחרות ומכירה תחת שם אחר - (OEM)** נובע ברובו מהסכמים עם "סימנס" ארה"ב, ABB ושתי חברות בינלאומיות נוספות. מכירות לתאגידים הנ"ל החלה בשנת 2009, כאשר במסגרתן סולקון מתחייבת להחזיק מלאי בהתאם לתחזית רכישות התאגיד בעוד התאגיד אינו מחויב להזמנת מוצרים. כל צד רשאי לסיים ההסכם באופן חד צדדי בהודעה מראש של בין 90 - 180 יום בהתאם לקבוע בהסכמים. בתחום המתח הגבוה, החברה הינה הספק העיקרי של החברות האמורות.
- **חברות בנות -** לסולקון חברה בת בבעלות מלאה הרשומה במערב אירופה אשר מוכרת את מוצרי החברה מוחץ לישראל, וכן חברה בת בבעלות מלאה בארה"ב המרכזת את פעילותה בצפון אמריקה. במהלך שנת 2009 הקימה החברה משרד מכירות בסין.

ענף מערכות החשמל לתעשייה

הסביבה העסקית הרלוונטית לחברה עוברת תהליכי שינוי מתמידים בשני כיוונים עיקריים: צריכה עולמית גוברת של אנרגיה וגידול בשוק הסיני המסתמן כשוק מוביל. שינויים אלו התמתנו בשנת 2009 בעקבות המשבר הכלכלי הגלובלי. על פי הערכות החברה, היקף שוק המתנעים הרכים עומד על כ-800 מיליון דולר עד 1 מיליארד דולר, כאשר חלקו הארי של השוק מצוי בארה"ב, בעוד חלקה של החברה בשוק הבינ"ל בתחום המתנעים למתח גבוה עומד על כ- 15% ובתחום המתנעים למתח נמוך כ- 2%.

להלן נתונים לגבי שוק המתנעים הגלובלי והתפלגות מכירות החברה בשנת 2009:



מקור: נתוני החברה ועיבוד מידרוג

פעילות החברה בחו"ל

מאחר שהיקפי הפעילות של החברה אינם מאפשרים לה תחרות ישירה עם ענקי התעשייה, היא פועלת באמצעות חדירה לשווקי נישא וחבירה לגופים גדולים חלף תחרות ישירה.

בתחום המתח הנמוך - קיימים מתחרים רבים ופועלות בו מספר רב של חברות. מתחרותיה של החברה בתחום זה הינן שניידר, ABB, GE וסימנס - הפעילות גלובלית והמחזיקות, כל אחת, בנתח שוק משמעותי. חברות אלה מוכרות בעיקר פתרונות כוללים לפרויקטים, אשר המתנע הרך הינו חלק מהם.

בתחום המתח הגבוה - מספר המתחרים מועט ביניהם: Allen Bradley הפעילה בעיקר בארה"ב, דרום אמריקה ומזרח אירופה; מוטורטרוניקס המייצרת עבור חברות נוספות תחת שמות שונים; Benschaw הקנדית; AUCOM הינו זילנדית אשר הינה בסדר הגודל של סולקון.

עד לשנת 2007, החברה לא הייתה פעילה בשוק האמריקאי בשל מספר סיבות: (1) החברה רוכשת את מירב חומרי הגלם מספקים אירופיים ביורו. פערי המטבע מפחיתים את יכולתה להתחרות בארה"ב. (2) מאמץ רב הכרוך בקבלת אישורי תקינה אמריקאים. (3) העדפה בשוק האמריקאי לרכישה מיצרנים מקומיים. בכוונת החברה להתמודד עם אתגרים אלו בחדירה לשוק האמריקאי, באמצעות חברת הבת כאמור.

פעילות החברה בישראל

החברה מעריכה כי פעילותה בשוק המקומי (כ- 15% מהכנסות החברה) מהווה בתחום המתנעים במתח נמוך כ-85%, בתחום המתנעים במתח גבוה כ-90% ובתחום הגנות המנועים כ-50%. מתחרי החברה בישראל הם שניידר ישראל והנדסת הספק כאשר נתח השוק של כל אחד מהם הינו מתחת ל-10% ומתנעים רכים אינו עיסוקם העיקרי. בישראל העדפת השוק היא לווסתי מהירות (מוצר תחליפי למתנעים הרכים המשלב יכולת התנעה למנוע ויכולת בקרה ושליטה על מהירות פעילותו). בתחום זה החברה הינה המשווקת הבלעדית של ווסתי המהירות מתוצרת Vacon הפינית.

6

ניהול, אסטרטגיה ובעלות

התפתחות השליטה והניהול בחברה

החברה נוסדה בשנת 1977 על ידי מר עמיאור שחף, ד"ר יורם ולטוך, מר יעקב גבאי ("המייסדים") וצד שלישי בלתי קשור למייסדים. מאז הקמת החברה המייסדים שימשו ומשמשים בתפקידי מפתח בה, כאשר מר שחף כיהן כמנכ"ל החברה עד ליולי 2007, ד"ר ולטוך הינו מנהל הפיתוח החברה ומר גבאי היה מנהל מפעל החברה ונכון להיום הינו מנהל הפיתוח.

בינואר 2007 מכרו המייסדים לקרן ההשקעות מרתון בע"מ ("מרתון") 64% מהון מניות החברה, יחד עם 4% נוספים מהון המניות של על ידי שני עובדים בחברה. תמורת המניות שילמה מרתון סך כולל של כ- 88 מיליון ש"ח. בעקבות רכישת המניות, מרתון מחזיקה כ-68% מהון המניות בסולקון, היתרה מוחזקת 30% על-ידי שלושת המייסדים (10% כ"א) ו-2% נוספים על-ידי שני עובדים בכירים (1% כ"א).

במקביל לגיוס האג"ח, נשוא הדירוג וכתנאי לדירוג, החברה תנפיק 15 מיליון ש"ח מניות. בנוסף, המייסדים יוצאים בהצעת מכר לציבור של כ- 10% ממניות החברה (כשליש ממניותיהם) בסכום מצטבר של 15 מיליון ש"ח נוספים. מרתון (כבעלת המניות העיקרית של החברה) אינה מתכוונת להשתתף בהצעת המכר.

מרתון הינה חברה ציבורית המתמקדת בפיתוח וקידום השקעות בחברות תעשייתיות מניבות. בתחילת 2006 רכשה את כל הון המניות המונפק של כרומט בע"מ העוסקת בטיפולים תרמיים לחלקי מתכת. מרתון ממשיכה לנהל את השקעותיה מהעבר בחברת הזנק אחת (מרגן פיתוח עסקי בע"מ) ובחברת הזנק לשעבר (Protalix BioTherapeutics Inc) שמניותיה נסחרות בבורסת AMEX בארה"ב. מרתון השקעות בע"מ מוחזקת כ-39% על ידי אי.אס.אר.א. השקעות בע"מ חברה פרטית בבעלות רפאל סילמן, יצחק רוזן ושרון תוסייה-כהן, בכ- 10.44% מחזיקה דש איפקס הולדינגס בע"מ וכ- 42.75% נוספים מוחזקים ע"י הציבור באמצעות הבורסה לני"ע בת"א.

מדיניות חלוקת דיבידנד

בשלוש השנים האחרונות חילקה החברה דיבידנדים בסך 3,300 ו- 11,300 אלפי ש"ח בשנים 2007 ו-2008 בהתאמה. יתרת העודפים בחברה ליום 31.12.2009 הינה בסך 76,603 אלפי ש"ח, לפני חלוקת דיבידנד בסך 10,800 אלפי ש"ח שבוצעה במרץ 2010.

שינויים בדרגי הניהול

בשנת 2009 ובמהלך הרבעון הראשון של שנת 2010 חלו שינויים מהותיים במבנה הארגוני של החברה, אשר כללו העמקת השפעת המנהלים מחברת מרתון על הניהול השוטף בחברה ומינוי מספר מנהלים מתוך העתודה הניהולית שנצברה בחברה, לרבות מינויו של מר אופיר גורן כמנכ"ל החברה (בפברואר 2010) אשר כיהן כמנכ"ל שיווק ומכירות בחברה ואשר מועסק על ידה מאז שנת 1994.

צפי להתפתחות בשנה הקרובה

החברה מתמקדת בשיווק מוצרים קיימים; מכירה ללקוחות OEM, פיתוח מוצרים חדשים, יצירת שיתופי פעולה אסטרטגיים ובדיקת אפשרויות לרכישת חברה. החברה סימנה את השווקים האמריקאי והסיני כשני עדים אסטרטגיים עבורה ופועלת לחדור לשווקים אלה.

מתודולוגיה לדירוג

בקביעת דירוג החברה, מידרוג הסתמכה על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג חברות יצרניות בינלאומיות (Global Manufacturing Industry). מתודולוגיה זו כוללת חמש קבוצות עיקריות של פרמטרים לדירוג: פרופיל עסקי; גודל ויציבות; מבנה עלויות ורווחיות; מדיניות פיננסית ואיתנות פיננסית. בצד העסקי נבחנת החברה לפי פרמטרים הכוללים: תמהיל המוצרים, תמהיל הלקוחות, פיזור גיאוגרפי, נתח שוק, ושוק הפעילות. בשיקולי הגודל והיציבות נבחנות הכנסות החברה והיציבות בגידול. במבנה העלויות והרווחיות נבחנים שיעור הרווחיות התפעולית הממוצעת ומגמתה וכן התשואה הממוצעת על הנכסים לאורך זמן. במדיניות הפיננסית נבחנים יחסים פיננסיים להחזר החוב ונזילות החברה. באיתנות הפיננסית נבחנת יכולת החזר החוב ויחסי כיסוי. המשקל של כל אחד מפרמטרי המשנה הינו בין 5%-10%. בנוסף לאמור ניתן משקל לגורמים איכותיים כגון ניהול החברה, משטר תגדיד, בקרה ומדיניות חשבונאית ופיננסית, ניהול נזילות, אסטרטגיית מיזוגים ורכישות, סיכון אירוע בלתי צפוי ועונתיות.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במוניטין החיובי של מוצרי החברה בתחומי הנישה בהם החברה פועלת; התכנון האסטרטגי של החברה וגמישותה בהפנמת שינויים מהירה בשוק והתאמת ערוצי המכירה והשיווק בהתאם; בחסמי כניסה גבוהים לתחום המתח הגבוה; במומחיות הנסמכת על ניסיון ארוך שנים וצבירת יכולות גבוהות בתחומי הליבה של פעילותה; חוזקות אלו סייעו בהשגת צמיחה, אשר אפיינה את הפעילות בשנים האחרונות, תוך שולי רווח גבוהים ובולטים לחיוב כל זאת, לצד העדר חוב פיננסי; מאידך, החברה הינה בעלת היקפי פעילות מצומצמים יחסית (היקף מכירות שנתי של כ- 100 מיליון ₪) הפועלת בתחום נישתי ומצומצם (מספקת מספר מצומצם של מוצרים) ביחס למתחרותיה אשר ברובן הינן תאגידי ענק המאפשרות פתרונות כוללים ללקוחותיהן; לחברה חשיפה למפצים אירופיים (כ-46%) ולשוק האירו (כ-60%); מוצרי החברה עומדים בפני תחרות מצד מוצר תחליפי (באופן חלקי) אשר עלול לנגוס בנתח השוק של החברה בטווח הבינוני-ארוך ולפגוע בתוצאותיה הכספיות; לחברה נוכחות חלשה בשווקים מתפתחים ובשוק האמריקאי, המהווה נתח עיקרי בתחום המתנעים הרכים למתח גבוה. עם זאת, יש לציין כי החברה פועלת לחדירה לשווקים אלו; לחברה תלות באיש מפתח עיקרי בחברה, אם כי היא פועלת להעברת ידע לדור המשך; ערב הגיוס, לחברה חסרה היסטוריית עבודה מול המערכת הבנקאית (אם כי מרתון, בעלת השליטה העיקרית בחברה, בעלת ניסיון כאמור) ומערך דיווחים ונתונים פיננסיים רבעוניים ושוטפים.

חוזקות

8

חברה ותיקה בתחום פעילותה

החברה פועלת בתחום פיתוח וייצור המתנעים הרכים החל מהקמתה בשנת 1977. שניים ממיסדי החברה עדיין פעילים בה באופן מלא ומשמשים כמנהלי הפיתוח בחברה. כמו כן, נושאי משרה נוספים בחברה פעילים בה מספר רב של שנים. גם במסגרת השינויים בדרגי הניהול בחברה, מונו לתפקידים מרכזיים נושאי משרה בעלי ניסיון מצטבר בתחום התעשייה. החברה ביצעה קפיצת מדרגה בשנים האחרונות, באופן ניהולה ובאסטרטגיה שלה, לרבות השקעה במו"פ.

מגמת גידול עולמית בשימוש במנועים גדולים בתעשייה

השוק העולמי מתאפיין בעליה מתמדת בשימוש במנועים גדולים. זאת לאור התפתחות התיעוש בכלכלות המתעוררות, ובעיקר השוק הסיני. הגברת הרגולציה בשווקים הנ"ל, הדורשת התקנת בקורות למנועים מעל להספק מסוים ומודעות גדלה לשמירה על איכות הסביבה ולחיסכון באנרגיה, יוצרים גידול בביקוש למתנעים רכים (בסביבת מתח גבוה בפרט) – תחום התמחותה של החברה.

פיזור סקטוריאלי בענפי תעשייה רבים, ברחבי הגלובוס ועל פני בסיס לקוחות מגוון

השימוש במנועים גדולים, מסועים, משאבות ומדחסים נפוץ בענפי תעשייה רבים. הפיזור הנרחב הנ"ל מקנה לחברה חוסן יחסי ממיתון ענפי, מפחית את התלות והחשיפה למגזר ספציפי ומאפשר גמישות בהסטה של משאבי שיווק ופיתוח בהתאם להזדמנות העסקית שנוצרת בסקטור תעשייתי זה או אחר. לדוגמה בשנת 2009

לא היו מכירות לתעשייה הימית בעקבות המיתון ששרר בענף - תחום אשר מהווה מרכיב לא מבוטל מהכנסות החברה. למרות זאת, הכנסות סולקון לא נפגעו, זאת, בין היתר, עקב חדירה לטריטוריות חדשות. בשלוש השנים האחרונות לחברה לא היו לקוחות ששיעור רכישותיהם עלה על 10% מהכנסותיה. כמו כן, למעלה מ-50% ממכירות החברה היו ללקוחות חוזרים בעלי וותק של מעל ל-5 שנים אשר מרביתם מפיצים⁴ הפזורים בכ-50 מדינות שונות.

התרחבות גלובלית במגזרי תעשייה בהם לסולקון התמחות ומוניטין מוכח

בשנים האחרונות אנו עדים למגמה גלובלית של התרחבות במגזרי האנרגיה והתשתיות - שווקי היעד המובילים של סולקון. בעיית המים העולמית מכתיבה חיפוש פתרונות של מערכות מתוחכמות להתפלה, שאיבה, דחיסה ואספקת מים לריכוזי אוכלוסין. בתעשיות המים בשוק המקומי לסולקון נוכחות רבה, מוצריה נמצאים בכל מתקני ההתפלה בארץ ומקורות הינה לקוחה גדולה של החברה. ביקוש עולמי גובר לאנרגיה כאמור, מוביל להקמת תחנות כח נוספות ולדרישה גוברת להפקה והובלה של גז ונפט, תחומים בהם למתנעים רכים וליישומי הפוטנציאליים שימושים רבים. לסולקון ניסיון מוכח של התקנות רבות ומוניטין עולמי בתחום זה בו האמינות משחקת תפקיד מכריע.

חסמי כניסה גבוהים לתחום המתח הגבוה

היקפו הקטן יחסית של שוק מתנעי המתח הגבוה ואופיו המצריך בנייה והרכבה לפי דרישות והגדרות הלקוח, מונע את כניסת החברות הבינלאומיות הגדולות או ייצור המוני של מוצרי מדף מצד חברות סיניות. במקום זאת הן יעדיפו לא לפעול בשוק זה כלל או לחילופין להתקשר עם חברת נישא קטנה בעלת מומחיות וניסיון בתחום. לסולקון הסכמי (OEM) עם חברות הענק סימנס וג'נרל אלקטריק המוכרות את מתנעיה או משלבות אותם במוצריהם הסופיים. קושי בפיתוח טכנולוגי, אשר בא לידי ביטוי בעיקר בחברות קטנות מהווה אף הוא חסם כניסה לתחום. כמו גם, פיתוחו של קו מוצרים מלא ללקוחות סופיים.

מיצוב טוב

בשוק בו פועלת החברה ישנה חשיבות מכרעת למיצובה כמותג איכותי. המוניטין הטוב של החברה מסייע לה בהתקשרויות עם גורמי ייצור והפצה כמו גם קשריה העסקיים ופעילותה רבת השנים בשוק קטן ושמרני.

פוטנציאל לצמיחה עתידית עקב פיתוח מוצרים חדשניים וחדירה לשווקי מפתח

החברה תחת ההנהלה החדשה הכפילה את שיעור ההוצאה על מו"פ (כ-5% מהמכירות), הרחיבה את מחלקת הפיתוח וגייסה כח אדם נוסף. בהתבסס על אנליזה של חברת המחקר Frost & Sullivan שנערכה עבור החברה, לגבי השוק האמריקאי לתחום מסוים של הגנה קתודית, החברה מעריכה כי תחום ההגנה הקתודית במלואו, ברמה גלובלית, הינו בהיקף של כ-250 מיליון דולר ארה"ב, ועל כן, החברה פועלת להרחיב את

⁴ בשלוש השנים האחרונות התחלף רק מפיץ אחד בהודו ושני בבולגריה.

פעילותה בשוק זה כמפורט לעיל. פוטנציאל צמיחה נוסף הינו השוק הסיני המתפתח בצורה משמעותית ואשר החברה פועלת להגדלת חלקה בו.

נזילות פיננסית גבוהה והיעדר חוב פיננסי נוכחי

לחברה יתרות נזילות גבוהות של כ- 33.7% (מזומנים מסך הנכסים). ערב ההנפקה מאזנה נקי מחוב פיננסי וגם לאחריה יחסי הכיסוי ואיתנותה הפיננסית נותרים מתאימים לרמת הדירוג.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

חברה הפועלת בתחום נישתי

החברה פועלת בעיקר בשווקים המתבססים על המלצות וקשרים עם לקוחות סופיים. רוב פעילותה של החברה בשווקים הבינלאומיים נעשית באמצעות מפיצים וזהות הלקוחות הסופית אינה ידועה לחברה. האמור מקשה על החברה להתרחב ולהתפתח בתחום זה. בנוסף, בהשוואה למתחריה בשוק המתנעים למתח גבוה ונמוך, החברה הינה חברה קטנה יחסית, המספקת מגוון מצומצם יחסית של מוצרים וזאת ביחס למתחרותיה (בתחום המתח הנמוך בעיקר) אשר הינן גופי ענק בינלאומיים בעלי היקפי פעילות גדולים במיוחד המספקים מגוון רחב מאוד של מוצרים ופתרונות ללקוחות (דוגמת GE, ABB ו-Siemens). חלקה של החברה בשוק העולמי בתחום המתנעים הרכים אינו מהותי.

החברה מתמודדת עם האמור באמצעות ניסיון הרחבת פעילותה בתחום המתח הגבוה (בו מספר המתחרים הינו מועט) אשר צפוי לצמוח בשנים הקרובות וכן באמצעות ייצור OEM בתחום הפתרונות הייחודיים עבור חלק ממתחרותיה ובכך נמנעת מתחרות ישירה עימם.

10

מיתון והאטה כלכלית בעולם ובאירופה

המיתון והאטה כלכלית הן בארץ והן בעולם שפרצו ב- 2009 הביאו לפגיעה במצבם של הלקוחות בתחומי התעשייה ולקיטון בביקושים לשירותי התחום, אם כי הירידה הייתה בדר"כ מתונה יותר ואינה פתאומית ועל כן קיימת אפשרות להיערך למצבים כאלו. חשיפתה של החברה למדינות ה- PIIGS מועטה וקיימת מגמה להרחבת מכירות באזורים גיאוגרפיים נוספים כדוגמת ארה"ב, סין ומדינות המפרץ. סולקון פועלת בתחום כלי השיט - ניהוג והובלה ימית, תחום אשר מצוי בקיפאון ונתח השוק של החברה יחסית גדול ולכן היא חשופה לשינויים בענף ההובלה הימית. בשנה החולפת למרות שלא היו מכירות לענף זה החברה שמרה על אותה רמת הכנסות ורווחיות מה שיאפשר שיפור בתוצאות במקרה של יציאת הענף מהמיתון.

חשיפה מטבעית וחוסר יציבות מטבעית

מרבית מכירות החברה הינן במט"ח: כ- 54%-59% באירו, כ- 27%-30% בדולר וכ- 15%-16% בש"ח נכון לשלוש השנים האחרונות. לכן לתנודות בשערי מטבע חוץ השפעה מהותית על תוצאותיה. תמהיל ההוצאות אף הוא בחלקו במט"ח, בעיקר עלויות חומרי הגלם, אולם הרכיב השקלי גבוה יותר כ- 40%, כ- 40% נוספים באירו והיתרה בדולר. החברה פועלת להקבלת הוצאות להכנסות במט"ח, ובנוסף בוחנת מעת לעת את הצורך בביצוע עסקאות הגנה לגידור סיכוני המטבע. מדיניות הגידור של החברה היא שימוש באסטרטגיית צילינדר

אשר הינה הרחבה לעסקת הפורוורד. עלות האסטרטגיה הינה בדר"כ אפסית והיא מספקת הגנה חלקית בכיוון החשיפה, יחד עם אפשרות לרווח מדוד גם בכיוון הנגדי. מעת לעת בהתאם להתפתחויות בשוק נשקלת "גילגול" הפוזיציה. תוכניות הגידור בחברה, מקטינות את חוסר היציבות בבסיס ההכנסות וההוצאות של החברה לאור החשיפה המטבעית אך לא באופן מוחלט.

ריכוזיות בתחום המתנעים הרכים במקביל לשינויים טכנולוגיים וייצור מוצרים תחליפיים

המכירות בתחום המתנעים הרכים מהוות, כאמור, מעל לשלושה רבעים ממכירות החברה. נוכח הריכוזיות הגדולה, שינוי במעמדה של החברה בתחום המתנעים הרכים (ובפרט בתחום המתח הגבוה בו מצוי היתרון היחסי של החברה) והישענות על מספר מותגים נמוך בתחום פעילות מצומצם, עשויים להשפיע בצורה מהותית על התוצאות העסקיות של החברה. זאת בנוסף לפיתוח טכנולוגיות אשר לא קיימות היום ושעשויות להתחרות במוצר ולפגוע בהיקף המכירות. לדוגמה - ווסתי המהירות הינם מוצר תחליפי למתנעים הרכים בעל יכולות וביצועים גבוהים יותר. התפקיד העיקרי של ווסתי המהירות הינו שליטה ובקרה על מהירות המנוע במשך פעולתו, לפיכך יכול משנה המהירות למלא גם את תפקיד ההתנעה. כמו-כן ווסתי המהירות מאפשרים חיסכון משמעותי באנרגיה המשפר את היעילות התפעולית ומשתלב היטב במגמה העולמית לשמירה על איכות הסביבה. כיום ווסתי המהירות עדיין יקרים משמעותית, גורמים להפרעות ברשת החשמל ונדרשת מומחיות רבה יותר על מנת לתחזקם, גודלם רב יותר ושיעור התקלות בהם גדול מזה של המתנעים הרכים. הורדת עלויות הייצור, השימוש והתחזוקה של ווסתי המהירות למתח גבוה, עלולה להביא לתחרות עם המתנעים הרכים, ולהפסד של חלק מנתח השוק של החברה. כבר היום ניתן לראות מעבר משיטות ישנות יותר (מתנעים) לשיטות וויסות מהדור החדש, אולם זהו תהליך הדרגתי הנפרס, להערכת החברה, על פני הטווח הבינוני-ארוך.

תלות באנשי פיתוח

לחברה תלות באחד ממייסדי החברה, ד"ר יורם וולטון, המשמש כמנהל הפיתוח. הנ"ל התחייב לשמירה על סודיות במהלך העסקתו בחברה ולתקופה בלתי מוגבלת לאחריה, ולאי תחרות במהלך העסקתו בחברה ולתקופה של ארבע שנים לאחר מכן. להערכת ההנהלה, הנ"ל ימשיך לעבוד בחברה. החברה מבצעת מהלכים להקטנת התלות בידע ובניסיון הרב שנצטבר אצלו, על ידי גיוס והכשרת אנשי פיתוח נוספים, אשר משתלבים בפרויקטים חדשים של החברה, ותהליך מסודר של העברת הידע. כמו כן, נבחנת רכישת חברה בעלת מחלקת מו"פ עצמאית.

צורך בהבטחת איכות ועמידה בתקנים בינלאומיים

חלק ממוצרי החברה הינם בעלי תעודת עמידה בתקנים בינלאומיים מסוימים, בעוד חלק אחר מהמוצרים מיוצר בהתאם לתקנים פנימיים ללא העברת המוצרים לבדיקות חיצוניות לצורך קבלות הסמכות תקינה. לפיכך, בקורות אירוע בטיחותי עלולה החברה להיות חשופה לתביעות בגין נזקים שיגרמו. עם זאת לחברה מערך ביטוחי אשר אמור להגן עליה במקרים של תביעות כאמור.

סיכונים פוליטיים

ביטול אפשרי של נגישות לשווקים חדשים עמם החברה החלה לפעול. זהו פלח שוק חדש יחסית לחברה שנפתח הודות למאמצי שיווק של חברת הבת במערב אירופה ונתח המכירות אליו עמד על כ-10% מהמכירות בשנה החולפת. פלח שוק זה פיצה במידת מה על היעדר המכירות בשנת 2009 לתעשייה הימית שסבל מהמיתון ששרר בענף.

חוסר בנתונים פיננסיים שוטפים וניסיון עבודה מול המערכת הבנקאית

החברה, ערב הגיוס, הינה ללא מסגרות אשראי וניסיון עבודה מול המערכת הבנקאית. אם זאת, למרותן, כבעלת השליטה בחברה, וליו"ר דירקטוריון החברה ניסיון בתחום האמור. בנוסף, החברה לא ערכה ניתוחים פיננסיים שוטפים ולא סיפקה נתונים אלו לצורך הדירוג.

ניתוח פיננסי

גידול מהותי בהכנסות בשנים האחרונות לצד סטגנציה בהכנסות ב-2009 שמלווה בשמירה על רווחיות גולמית גבוהה במיוחד

משנת 2004 ועד לשנת 2008 צמחו הכנסות החברה בקצב המתקרב לכ-27% בשנה, זאת לאור עליית ביקושים בשוק העולמי. שנת 2008 אופיינה בירידות שערי חליפין של כ-6.39% בשער האירו ושל כ-1.14% בשער הדולר, אשר פגעו בשיעור הגידול בהכנסות בשנה זו (שגדלו ב-11% בלבד לעומת הכנסות החברה בשנת 2007). בשנת 2009 לא נרשם גידול במחזור אלא ירידה מתונה של פחות מ-1%. למרות המשבר הכלכלי שפרץ, הצליחה החברה לשמור על אותה רמת מכירות בשנת 2009 בעיקר בעזרת החדירה לשווקים החדשים. בנוסף, שער האירו עלה בכ-2.73% ושער הדולר ירד בכ-0.73% במהלך 2009, מה שתרם ליציבות בהכנסות החברה המורכבות ברובן ממטבעות זרים. נתוני הרבעון הראשון של שנת 2010 מצביעים על ירידה של כ-2% במחזור המכירות לעומת נתוני הרבעון המקביל בשנת 2009.

שיעור הרווח הגולמי של החברה עמד בשנים 2005-2006, על 47%-48%, בשנת 2007 ניתן לראות ירידה מסוימת לכ-43%, ובשנת 2008, השנה בה פרץ המשבר הכלכלי שיעור הרווח הגולמי ירד לכ-38%. בשנת 2009 ניתן לראות חזרה לרמת רווחיות של שנת 2007 כ-43%, המוסברת בהתייעלות שבוצעה בחברה, לרבות צמצום בכוח אדם וכתוצאה מהשפעת עליית שער החליפין. שיעור הרווח הגולמי ברבעון הראשון 2010 הינו כ-37.1% וזאת לעומת כ-51% ברבעון המקביל בשנת 2009. הסיבה לשינוי בין-רבעוני זה הינו בגין עסקת פיתוח גדולה (שלא נזקפו בגינה עלויות מכר) אשר נכללה בדוחות הרבעון הראשון 2009 ואשר הגדילה משמעותית את שיעור הרווח הגולמי אז (האמור מתאזן ברמה שנתית). בנוסף, ברבעון הראשון 2010 נשחק שיעור הרווח הגולמי, בין היתר, עקב השפעות מטבעיות על מרכיבים שונים בעלות המכר והוצאות שכר חריגות (בגין רבעון אחרון 2009). בנטרול אירועים חד פעמים אלה, שיעור הרווח הגולמי ברבעון ראשון 2010 הינו כ-43% לעומת כ-45% ברבעון המקביל 2009.

ירידה בשיעור הרווח התפעולי עקב גידול בהשקעה במו"פ ובהוצאות השיווק והמכירה בהתאם לאסטרטגיית ההנהלה

בעוד שבשנים 2007 ו-2009 שיעור הרווח הגולמי היה זהה לחלוטין, שיעור הרווח התפעולי בשנת 2007 עמד על 23.9% ואילו בשנת 2009 הינו כ-18.3%. הירידה הינה כתוצאה של הכפלת רכיב ההוצאה על מו"פ (בין השנים 2007 ל-2008) וגידול מתמשך בהוצאות המכירה והשיווק, האבחנה תקפה גם לשנת 2008 למעט העובדה שבשנה זו הייתה ירידה ברווחיות הגולמית שהוסברה לעיל. הגידול בהשקעות במחקר ופיתוח בחברה הינו על רקע השקעה בפיתוח מוצרים חדשים. הגידול בהוצאות המכירה והשיווק בא על רקע הקמת החברה הבת בארה"ב, פתיחת הנציגות בסין והגברת מאמצי השיווק בשווקים הללו, כמו גם החדירה לשווקים החדשים באמצעות חברת הבת במערב אירופה. התוצאות הנ"ל משתלבות עם חזון ואסטרטגיה של התרחבות מאז רכישת השליטה מידי המייסדים על ידי מרתון.

תמצית רווח והפסד יחסי רווחיות, באלפי ₪ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2010	
57,562	74,216	96,576	107,333	106,407	28,051	הכנסות
27,098	35,499	41,882	40,635	46,140	10,412	רווח גולמי
1,683	1,959	2,460	5,724	5,303	1,379	הוצאות מחקר ופיתוח
7,972	10,364	9,252	12,401	14,775	3,704	הוצאות מכירה ושיווק
2,845	4,306	7,031	7,347	6,618	1,672	הוצאות הנהלה וכלליות
14,598	18,920	23,118	14,972	19,426	3,657	רווח תפעולי
365	257	(192)	1,113	(1,335)	86	הוצאות מימון, נטו
11,966	16,880	22,226	12,355	17,820	3,209	רווח נקי
27.5%	28.9%	30.1%	11.1%	(0.9%)	(2%)	שינוי במכירות % ביחס לתקופה המקבילה
47.1%	47.8%	43.4%	37.9%	43.4%	37.1%	גולמי רווח %
2.9%	2.5%	2.5%	5.3%	5%	4.9%	הוצאות מחקר ופיתוח %
13.8%	14%	9.6%	11.6%	13.9%	13.2%	הוצאות מכירה ושיווק %
4.9%	5.8%	6.6%	6.9%	6.2%	6.7%	הוצאות הנהלה וכלליות %
25.4%	25.5%	23.9%	13.9%	18.3%	13%	תפעולי רווח %
26.3%	26.8%	25%	15.2%	19.6%	14.6%	% EBITDA
20.8%	22.7%	23%	11.5%	16.7%	12.9%	נקי רווח %

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים

צרכי ההון החוזר גבוהים יחסית בעיקר עקב מדיניות מלאי מרחיבה וצפויים להמשיך לעלות במידה והצמיחה במחזור המכירות תישמר

החברה נוהגת להחזיק מלאי רב של חומרי גלם על מנת שלא לעכב את אספקת המוצרים בשל מחסור בחומרי גלם או בשל זמני אספקה ארוכים מספקים, וכן בשל הכדאיות ברכישה בכמויות גדולות. יתרונה היחסי של החברה הינו בתחום המתח הגבוה בו ההזמנות הן בהתאם לספציפיקציות של הלקוח (Tailor made), על מנת לשמר יתרון זה יש צורך במתן מענה מהיר (on-line) להזמנת הלקוח, מכאן נובע הצורך באחזקה

של מספר רב של פריטי מלאי שונים. כמעט מחצית מערך המלאי מהווה רכיב ה SCR אשר הינו הפריט היקר ביותר ומשמש כלב המתנע. רכיב זה אינו מתיישן כמו גם יתר הפריטים. הפרשה מהותית אחרונה לירידת ערך מלאי נעשתה בשנת 2007 (כ- 2 מיליון ₪), כאשר בשנים 2008 ו-2009 נעשו בדיקות לצורך הערכת שווי המלאי. למרות המלאי הרב, עדיין קיים לעיתים חוסר בפריטים על כן הוחלט על מדיניות מלאי מרחיבה וצפי החברה הוא להמשיך עליית המלאי. במקביל, המשבר הכלכלי בשנת 2009 נוצל לצורך הארכת ימי אשראי ספקים מ- 60 ל- 90 יום ונעשה מהלך של העמקת הגבייה ממספר לקוחות גדולים. מהלך זה הביא לקיטון בהון החוזר בשנת 2009 בניגוד למגמה הכללית בחברה. תנאי האשראי מהספקים נכון ליום 31.12.2009 עומדים על כ-72 יום בממוצע, לעומת 26 יום בממוצע לימי אשראי מהלקוחות. שיעור ההון החוזר התפעולי מההכנסות ברבעון ראשון 2010 הינו בשיעור ממוצע של כ- 34% (לעומת כ- 26.6% לסוף שנת 2009) שהינו גבוה יחסית לחברות תעשייה. היחסים - שוטף ומהיר יחסית גבוהים בעיקר הודות ליתרות מזומנים גבוהות ונזילות אותם נוהגת החברה להחזיק בקופתה. הירידה בהון החוזר בשנת 2009 אינה מייצגת והינה כתוצאה של מהלך גביית חובות והארכת ספקים חד פעמי שתואר קודם לכן. צרכי ההון החוזר הגבוהים יחסית, עלולים להחליש את תזרימי המזומנים בתקופות של צמיחה בהכנסות.

יחסי יעילות תפעולית ונזילות

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.3.2010	
34.3%	33.1%	31.9%	26.6%	34%	הון חוזר תפעולי / הכנסות
3.3	4.9	3.6	3.8	3.5	יחס שוטף
2	3.1	2.2	2.6	2.4	יחס מהיר
66	51	57	42	64	ימי לקוחות
90	44	63	81	76	ימי ספקים
204	167	158	178	150	ימי מלאי
21,622	24,992	28,960	29,426	28,989	מלאי (אלפי ₪)
13,335	13,584	16,791	12,258	19,574	לקוחות (אלפי ₪)
9,495	6,571	11,502	13,354	14,619	ספקים (אלפי ₪)

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים

שיעור חובות מסופקים נמוך וביטוח סחר חוץ של לקוחות עיקריים

שיעור החובות המסופקים הנמוך יחסית (כ- 2.17% ו-2.18% מיתרת הלקוחות וכ-0.26% ו-0.35% מההכנסות בשנים 2008 ו-2009 בהתאמה) נובע ממדיניות החברה בקשר עם לקוחותיה (מפיצים) ותנאי המימון: החברה מבטחת את לקוחותיה בעלי היקפי הפעילות הנמוכים יחסית בביטוח סחר חוץ בהיקף מלא של הפעילות. לקוחות שאינם מבוטחים משלמים עבור מוצרים מוזמנים מראש.

השקעות הוניות

בשנים האחרונות הוגברו ההשקעות במחקר ופיתוח ואנו צופים כי מגמה זו תימשך ואף תגבר. בנוסף מאז השינויים האירגוניים שחלו בחברה נעשה מהלך של הטמעת מערכות ניהול חדשות יותר בחברה על ידי השקעות במחשוב.

הוצאות המימון מושפעות משינויים בשערי חליפין ועסקאות גידור

הוצאות המימון של החברה מורכבות בעיקר מריביות על יתרות המזומנים, רווח או הפסד מעסקאות הגידור אותן נוהגת החברה לבצע והפרשי שער. נציין כי למרות שבשנה האחרונה עסקאות אלו הניבו לחברה רווח אופיו אינו ודאי ותנודתי.

נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים, באלפי ₪

2005	2006	2007	2008	2009	Q1 2010	
15,124	19,895	24,090	16,085	20,871	4,106	EBITDA
13,971*	19,845*	21,572*	14,453*	19,114*	2,506*	תזמ"ז פרמנט- FFO
(6,914)	(4,498)	(5,101)	(1,283)	5,739	(6,422)**	ירידה (עלייה) בהון חוזר
7,057*	15,347*	16,471*	13,170*	24,853*	(3,916)*	תזמ"ז מפעילות שוטפת CFO
1,247	2,605	1,377	1,875	1,607	170	השקעה ברכוש קבוע
-	-	1,849	1,351	396	-	השקעה בנכסים לא מוחשיים
3,812	7,777	3,300	11,300	-	10,800	דיבידנד - DIV
1,998	4,965*	9,945*	(1,356)*	22,850*	(14,886)*	תזרים מזומנים חופשי - FCF

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים * ברבעון הראשון 2010 שולם מס בגין השנים 2008-2009 ומקדמות בגין 2010. תשלום זה שויך בחישוב לשנה אשר בגינה הן שולמו והיחס תוקן בהתאם. בשנת 2007 התקבלה הכנסת מס בסכום של כ- 3.6 מיליון ₪ שאינה בגין שנה זו אשר תוקנה בהתאם. ** בנתוני ההון החוזר, לרבעון ראשון 2010 נכללה עסקה בסך 7 מיליון ₪ שנחתמה לקראת סוף הרבעון ואשר היתה בפעילות בחברה במשך מספר חודשים. כפי שנמסר מהחברה, החוב נפרע במלואו.

15

איתנות פיננסית בחברה קטנה יחסית בעלת נפח פעילות מצומצם

ערב הגיוס החברה אינה צורכת אשראי בנקאי או חוץ בנקאי כלל. יחסי הכיסוי נכון ליום 31.12.2009 לאחר העמסת החוב וההון שבכוונת החברה לגייס מעידים על סיכון אשראי נמוך יחסית. מנגד, היקף המאזן וסדר גודל מחזור החברה מהווים סיכון מסוים לחוסנה הפיננסי. יחס חוב פיננסי ל- CFO אינו בהכרח מייצג מאחר ובדור"כ החברה מאופיינת בגידול בהון החוזר בניגוד ל-2009 שהסתיימה בקיטון ההון החוזר, כאמור לעיל.

תמצית מאזן, באלפי ₪

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.3.2010	
10,159	27,471	25,820	47,075	33,092	מזומנים
13,335	13,584	16,791	12,258	19,574	לקוחות
6,545	2,984	2,498	1,410	3,149	חייבים אחרים
21,622	24,992	28,960	29,426	28,989	מלאי
4,351	4,735	5,460	5,732	5,582	רכוש קבוע
277	2,331	3,224	3,492	3,363	נכסים בלתי מוחשיים
9,495	6,571	11,502	13,354	14,619	ספקים
6,958	7,488	9,398	11,285	10,266	זכאים
59,409	76,097	84,261	105,016	97,694	סך נכסים במאזן

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים

נזילות פיננסית גבוהה והעדר חוב

לחברה יתרות נזילות גבוהות במיוחד ביחס להיקף המאזן, כ- 33.7% (מזומנים מסך הנכסים), ערב ההנפקה מאזנה נקי מחוב פיננסי זר וגם לאחריה יחסי הכיסוי ואיתנותה הפיננסית יישארו טובים יחסית.

ריכוז נתוני מינוף ואיתנות, באלפי ₪ ובאחוזים

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
0	0	0	0	חוב פיננסי ברוטו
13,279	27,471	26,031	48,064	יתרות נזילות
(13,279)	(27,471)	(26,031)	(48,064)	חוב פיננסי נטו
41,310	60,265	61,058	78,878	הון עצמי
59,409	76,097	84,261	105,016	סך נכסים
69.5%	79.2%	72.5%	75.1%	הון עצמי למאזן
NR	NR	NR	NR	חוב פיננסי ל-Cap, FCF, CFO, FFO, EBITDA

מקור: דוחות כספים מבוקרים למעט נתוני Q1 2010 אשר הינם מדוחות רבעוניים סקורים
NR - לחברה אין חוב פיננסי במועד האמור

לאחר גיוס אג"ח של 50 מיליון ₪ והון מניות בסכום שלא יפחת מ- 15 מיליון ₪, בהתבסס בנתוני הפיננסיים העדכניים של החברה, יחס החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA צפוי להיות 3.04 ויחס החוב הפיננסי ל- FFO צפוי להיות 4.99.

16

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול ניכר בהיקפי הפעילות תוך מימוש התוכניות האסטרטגיות של השקעת מוצרים חדשים וכניסה לשווקים חדשים. להערכת מידרוג, לא ניתן לצפות לשיפור בשיעורי הרווחיות אשר הינם גבוהים כבר כיום
- ביצוע השקעות ורכישות חדשות שיש בהן לחזק את הפעילות ומעמד החברה בתחומה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עליה ביחס חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מעל 2.5
- שחיקה משמעותית ומתמשכת במעמד העסקי של החברה ובתוצאותיה הכספיות לרבות, פיתוח מוצרים מתחרים אשר ייפגעו בנתח השוק של מוצרי החברה
- חלוקת דיבידנדים בשיעור הגבוה מ- 33% מהרווח הנקי הכולל של החברה. חלוקת הדיבידנדים תיבחן בהתאם להשקעות החברה
- השקעות בתחומים שאינם סינרגטיים לתחום הליבה של החברה ושיש בהם להחליש את יציבותה הפיננסית
- אי שמירה על יתרות נזילות ברמה מספקת ביחס להיקפי הפעילות הצפויים ועומס הפירעונות

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

18

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

דו"ח מספר: SF-10-05-03

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 נכונות, שלמות, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

19

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 במישרין רק לסיכוני 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 ביעוץ 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, התחייב לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס (Moody's) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.