



ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

מעקב | דצמבר 2013

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

איש קשר:

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

ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לאג"ח (סדרה 1) שהנפיקה ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ ("ברימאג" או "החברה"). אופק הדירוג הינו יציב.

תנאי סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2013 במיליוני ₪	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית נקובה ב-%	מועד ההנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2016	60.0	שקלי	6.25	יוני-10	1119858	1

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמד חזק בענף מוצרי החשמל, הנשען על שורה של מותגים בולטים במגוון רחב של מוצרים, בקטגוריות המוצרים הלבנים, המוצרים הקטנים ובאלקטרוניקה הבידורית. לחברה נתחי שוק משמעותיים במרבית קטגוריות הפעילות, אף כי ברובן קיימת שחיקה בשנים האחרונות, עקב התחרות החזקה.

לחברה תלות ביצרן LG, המתבטאת במידת החדשנות ובתמיכה השיווקית מצד היצרן בשוק המקומי וכן בשימור תנאי הסחר. ברימאג מצויה בקשרים עסקיים יציבים עם LG לאורך שנים ארוכות והיא משמשת כמפיץ מורשה יחיד בישראל של מוצרי LG בתחום המוצרים הביתיים ומשנת 2009 משמשת גם כמפיץ מורשה יחיד של מוצרי LG בתחום המערכות המסחריות.

ענף הסחר במוצרי חשמל מאופיין בתחרות חריפה, נוכח חסמי כניסה נמוכים וגידול בשטחי המסחר, תוך התחזקות הרשתות על חשבון החנויות הפרטיות, מגמות שמתבטאות בשחיקה מתמשכת במחירי המותגים הפרטיים. פעילות הסחר בחשמל עתירת הון חוזר, לרבות חשיפה לסיכון אשראי של לקוחות. הענף חשוף במידה גבוהה לתנודתיות שערי החליפין.

החברה מציגה שחיקה מסוימת בתוצאותיה בשנת 2013, לעומת השנה הקודמת, המתבטאת בירידה בהכנסות בשיעור של כ-3% ובשחיקת הרווח התפעולי. אנו צופים יציבות ברמת ההכנסות והרווח התפעולי של החברה בשנת 2014, לעומת שנת 2013, וזאת בנטרול השפעת המכירה הצפויה של הפעילות הסולארית.

ביום 30.10.13 הודיעה החברה על הסכם למכירת מניות ברימאג השקעות באנרגיה לחברת אספן גרופ בע"מ, בתמורה לסכום של כ-130 מיליון ש"ח, לפני התאמות הון חוזר והלוואות בעלים. העסקה צפויה להיחתם עד לסוף שנת 2013, בכפוף למספר תנאים מתלים. השלמת העסקה צפויה להניב לחברה רווח הון מהותי, לצד ירידה מהותית בסך החוב הפיננסי.

רמת המינוף נמצאת במגמת ירידה, אך עדיין גבוהה יחסית, עם יחס חוב ל-Cap של כ-65%. השלמת העסקה למכירת פעילות האנרגיה צפויה להוריד את רמת המינוף של החברה ולהביא לקיצור של יחסי הכיסוי. עדיין, אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי יעמדו ברמה סבירה בלבד לדירוג הנוכחי, בהתחשב בין השאר בהיקף התזרים הפרמננטי (FFO) המתון שמייצרת החברה מהפעילות, סביב 20 מיליון ש"ח לשנה.

לחברה גמישות פיננסית טובה הנשענת על נזילות נכסיה ועל מסגרות בנקאיות לא חתומות בהיקפים מהותיים.

ברימאג (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - במיליוני ₪:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	30.09.12	30.09.13	
667	773	860	710	686	526	511	הכנסות
208	206	222	193	187	150	137	רווח גולמי
84	62	54	31	47	41	36	רווח תפעולי
38	32	21	1	21	17	13	רווח נקי
31.3%	26.7%	25.8%	27.2%	27.3%	28.5%	26.7%	% רווח גולמי
12.6%	8.0%	6.3%	4.3%	6.8%	7.9%	7.0%	% רווח תפעולי
521	559	650	773	672	688	668	סך נכסים במאזן
264	278	362	456	315	354	351	חוב פיננסי ברוטו
143	162	170	171	192	188	198	הון עצמי
27.5%	29.1%	26.1%	22.2%	28.6%	27.3%	29.7%	הון עצמי לסך מאזן
65.5%	63.9%	68.6%	73.3%	63.1%	66.2%	64.8%	חוב פיננסי ל-Cap
215	211	258	229	229	241	246	ימי אשראי לקוחות, מתוקנן ניכיון אשראי
120	105	155	127	127	122	143	ימי מלאי
86	64	57	36	53	47	40	EBITDA
40	33	22	(0)	19	19	15	FFO
(6)	(13)	(6)	(7)	0	0	(8)	Dividend
3.1	4.3	6.4	12.7	6.0	6.6	7.6	יחס חוב ל- EBITDA
6.7	8.4	16.7	NEG	16.8	20.3	24.2	יחס חוב ל- FFO
1.9	2.4	1.3	0.8	1.5	1.5	1.6	EBIT למימון

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד מוביל בענף מוצרי הצריכה החשמליים, חרף החלשות בנתח השוק הכולל בשנים האחרונות

תחום הפעילות מאופיין בתחרות עזה שהחריפה במהלך השנים האחרונות. התחרות נגזרת מנאמנות מותג נמוכה של הצרכנים, מביזור רחב של השוק בין יבואנים (לרבות יבוא מקביל) וערוצי שיווק מתחרים, ורגישות גבוהה למחיר, המתבטאת, בין השאר, בכוח הצרכני שנובע מיכולת השוואת מחירים באמצעות האינטרנט. התחרות הובילה בשנים האחרונות לתהליך של מיזוג ורטיקאלי בין יבואנים גדולים לבין רשתות קמעונאיות, באופן אשר הגדיל את היקף שטחי המסחר והקנה יתרון בולט לשחקנים הגדולים. כמו כן, הענף מאופיין בצמיחה מתונה בביקושים לאורך זמן, עם קורלציה גבוהה למחזוריות הכלכלית. בשנים האחרונות השחקנים בענף נהנו מירידת מחירי המוצרים וביצוע מכרזים של משרד האנרגיה והמים, אשר הגבירו את נפח המכירות.

לחברה מעמד חזק ונתחי שוק משמעותיים בענף, בין 10%-5% ברוב הקטגוריות ומעל ל-20% בתחום המקררים. מעמדה החזק של החברה מתבטא, בין היתר, בהצגת שיעורי רווחיות תפעולית בולטים לטובה, של כ-6% במוצג בשנים האחרונות.

החברה מתמודדת עם החלשות מתמשכת בתוצאות החברה הבת (50%) - ישפאר מוצרי צריכה בע"מ, אשר נפגעה בשורת ההכנסות והרווח התפעולי באופן מהותי החל משנת 2011 ואף עברה להציג הפסד נקי בשנת 2013. להערכתנו, פעילות ישפאר צפויה להציג שיפור בשנה הקרובה עקב השקת מוצרים חדשים.

פעילות שיווק מוצרי החברה נתמכת בפעילות עם החברה הקשורה טרקלין חשמל. טרקלין אחראית לכ-15% ממכירות ברימאג במוצג, כאשר יתר המכירות לצרכנים הסופיים נעשות באמצעות רשתות שיווק מתחרות, חלקן בבעלות יבואנים מתחרים של ברימאג.

בשנים האחרונות הגבירה החברה את חדירתה לתחום מערכות המיזוג המסחריות, הכולל מערכות גדולות ומתקדמות, בעלות נצילות אנרגטית גבוהה מתוצרת LG, המשווקות לשוק המוסדי והמסחרי. תחום זה מהווה, להערכתנו, מנוע צמיחה ומאופיין בתחרות נמוכה מזו של השוק הביתי. יש לציין, כי מגזר זה התאפיין עד כה ברווחיות תפעולית נמוכה ותגודתית אך גם בשיעורי צמיחה דו ספרתיים גבוהים.

מותגים מובילים תוך תלות גבוהה ביצרן LG

מכירות מותגים מובילים (LG, BEKO, SONY, KENWOOD) מהוות בין 70%-80% מסך מכירותיה של החברה, כאשר מותגי LG¹ מהווים כ-45% מסך רכישות החברה בשנת 2012 (עלייה לעומת כ-34% בשנת 2011). שיעור זה צפוי לקטון נוכח יציאת החברה מפעילות הטלפונים הניידים של יצרן זה. כיום, אין יבוא מקביל משמעותי למוצרים שמייבאת החברה במוותגים אלה, נוכח קשרים עסקיים הדוקים וארוכי שנים עם היצרנים והצורך של הצרכנים בקבלת שירות לאחר הרכישה. חלק מהקשרים העסקיים מעוגנים בהסכמים, אך עם LG הקשר העסקי נשען על שיתוף פעולה פורה במהלך השנים, הכולל תמיכה שיווקית וליווי שוטף, תוך התאמת מוצרים לדרישות השוק המקומי. הפסקת שיתוף פעולה עם אחד היצרנים או שינוי תנאי הסחר מולו עלולה להשפיע לרעה על התוצאות העסקיות של החברה.

רמת המינוף נמצאת במגמת ירידה מסיימת, בהשוואה לרמות המינוף הגבוהות של שנת 2011

רמת המינוף הגבוהה יחסית בחברה אופיינית לענף, והינה נגזרת של היקף הפעילות, המלאים יומי אשראי הלקוחות. הנזילות הגבוהה של הנכסים ממתנת את סיכון המינוף. יש לציין, כי החברה מבצעת ניכיון לקוחות בהיקפים משמעותיים, של כ-180 מיליון ש"ח, כנהוג בענף. הענף מאופיין בימי אשראי לקוחות ומלאי ארוכים יחסית, מעל 200 ימי אשראי לקוחות ובין 120-140 ימי מלאי. אנו כוללים בימי אשראי הלקוחות את ניכיון יתרת כרטיסי האשראי. יחסי כיסוי החוב באמצעות התזרימים מפעילות הינם ארוכים יחסית, בדגש על יחס חוב ל-FFO, הנגזר גם מהוצאות המימון של החברה, לרבות עלות הניכיונות, הכוללת ריבית ועמלות ונזקפת להוצאות המימון. אנו מעריכים כי מימוש הפעילות הסולארית יוביל להקטנת היקף החוב הפיננסי בין 90-100 מיליון ש"ח, וזאת לפי הנחת העבודה שלנו. כי יחולק דיבידנד בשיעור של עד 50% מהרווח הנקי שיווצר מעסקת המכירה. תחת הנחות אלו, ולפי הערכותינו ליציבות יחסית בהיקף הרווח התפעולי, יחס כיסוי החוב ל-EBITDA צפוי לעמוד בין 5-6 יחס החוב ל-FFO יעמוד על מעל ל-10.0.

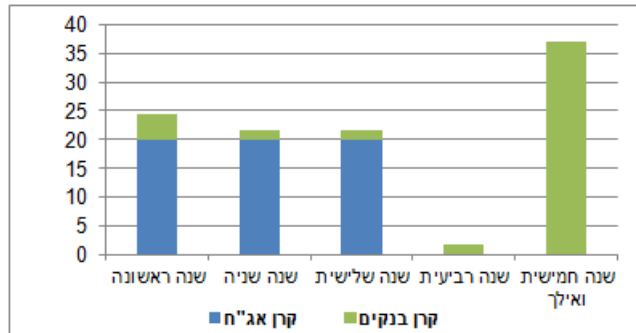
סיפור בניזילות וגמישות פיננסית הנתמכת בעיקר במסגרות אשראי

צורכי ההון החוזר התנודתיים של החברה מחלישים את התזרים התפעולי ואת הנזילות, הנשענת בעיקר על מסגרות אשראי רחבות העומדות לה במערכת הבנקאית. לחברה מסגרות אשראי ממספר בנקים, בסך של כ-450 מיליון ש"ח, רובן הגדול אינו חתום. שיעור ניצול המסגרות נכון ליום 30.09.13 עומד על כ-70% מסך המסגרות (כ-64% במועד המעקב הקודם). בנוסף למסגרות אלו, החברה קיבלה כאמור מסגרת להלוואה לזמן ארוך של כ-76.5 מיליון ש"ח, מתוכה ניצלה החברה עד לתאריך הדוח כ-44 מיליון ש"ח.

בהתאם להתחייבויות החברה בקשר להנפקת אגרות החוב, התחייבה החברה כי, כל עוד אג"ח החברה תהיינה במחזור, החברה לא תחלק במהלך שנה קלנדרית כלשהיא דיבידנד, בסכום מצטבר שיעלה על 50% מהרווח השנתי הנקי שלה, על פי דוחותיה הכספיים השנתיים לשנה שחלפה. החברה חילקה בממוצע בשנים האחרונות כ-40% מסך הרווח הנקי.

¹ LG Electronics Inc. מדורגת על-ידי מודי'ס בדירוג בינלאומי Baa2 באופק שלילי, החל מאוקטובר 2011

ברימאג (מאוחד): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.09.2013, במיליוני ש"ח*



* לא כולל יתרת חוב און קול ליום 30.09.13 של כ-241 מיליון ש"ח

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שיפור מהותי בנפח פעילות החברה וברווחיותה
- שיפור מתמשך ביחס חוב ל-FFO אל מתחת ל-10.0x

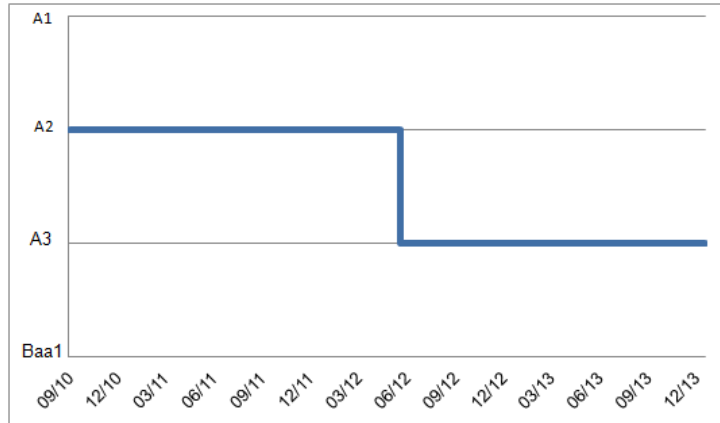
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס חוב פיננסי ל-CAP מעל 70%
- ירידה משמעותית ומתמשכת בהיקף ההכנסות ו/או ברווחיות עקב התחרות בענף

אודות החברה

ברימאג הינה חברה ציבורית, העוסקת ישירות ובאמצעות תאגידים מוחזקים ביבוא, שיווק והפצת מגוון מכשירי חשמל ואלקטרוניקה, ובכלל זה, מוצרים לבנים, מכשירי חשמל קטנים ומוצרי אלקטרוניקה, גם באמצעות ישפאר בע"מ (50% מהון המניות). הקבוצה הינה אחת משלוש היבואניות הגדולות בתחומה. כמו כן, מספקת החברה שירות תיקונים ומתן מידע בטלפון לרוכשי המוצרים באמצעות מוקד טלפוני, טכנאים ומעבדות שירות בפריסה ארצית, המופעלות על ידי החברה הבת ברימאג שירות.

הקבוצה משווקת את מוצריה לכ-600 נקודות מכירה ברחבי הארץ. בנוסף, משווקים מוצרי הקבוצה באמצעות חנויות הדיוטי פרי ובערוצי המכירה הישירים. בין רשתות השיווק להן משווקת הקבוצה מוצרים נמנות, בין היתר: שקם אלקטריק, טרקלין חשמל, מחסני חשמל, א.ל.מ, סקאל, בסט ביי, הום סנטר, קו-אופ הריבוע הכחול, שופרסל ומגה. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם שאול זילברשטיין (28.6%), אניר זילברשטיין (26.1%), אקסלנס ק. גמל (8.67%), פסגות ק. גמל (7.67%), משה קטן (7.5%), מאג השקעות (5.6%).



דוחות קשורים

[ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ - דוח מעקב, יוני 2012](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 12.12.2013

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

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

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 שאליה 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.

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") 2013.

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