



# ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

דוח דירוג ראשוני | יוני 2010

1

**מחברת:**

לינה קנטרוביץ, אנליסטית  
[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

A2	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאג"ח שתנפיק ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ ("ברימאג" או "החברה") בסך של עד 100 מיליון ש"ח ע.ג. הקרן תפרע בתשלומים שווים על פני מספר שנים ובמח"מ שלא יעלה על 4.5 שנים.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13/06/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדרון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא 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

ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ (להלן: "ברימאג" או "החברה") הינה חברה ציבורית העוסקת ישירות ובאמצעות תאגידים מוחזקים ("הקבוצה") ביבוא, שיווק והפצת מגוון מכשירי חשמל ואלקטרוניקה ובכלל זה, מוצרים לבנים, מכשירי חשמל קטנים ומוצרי אלקטרוניקה גם באמצעות ישפאר בע"מ (50% מהון המניות, "ישפאר"). הקבוצה הינה אחת משלוש היבואניות הגדולות בתחומה, יחד עם אלקטרה וניופאן. חלק ניכר ממכירות החברה נובע ממוצרים המיוצרים ע"י LG ו-KENWOOD. כמו כן מספקת החברה שירות תיקונים ומתן מידע בטלפון לרוכשי המוצרים באמצעות מוקד טלפוני, טכנאים ומעבדות שירות בפריסה ארצית, המופעלות ע"י החברה הבת ברימאג שירות (90% מהון המניות).

מכירת המוצרים לצרכנים הסופיים נעשית במאות מיקומים ברחבי הארץ: חנויות קמעונאיות, רשתות עשה זאת בעצמך ורשתות שיווק למוצרי חשמל ובהן רשת טרקלין חשמל בע"מ (להלן: "טרקלין"), חברה קשורה, שמהווה מזה מספר שנים הלקוח הגדול ביותר של ברימאג (בממוצע כ-17% מסך המכירות של הקבוצה), הכוללת כ-58 סניפים ברחבי הארץ. מגזרי הפעילות המהותיים של החברה בתרומתם להכנסות ולרווח הם המזגנים והמקררים ובכל אחד מהם נתח השוק בו מחזיקה הקבוצה הינו כ-20%.

במהלך השנה האחרונה השקיעה החברה כ-23 מיליון ש"ח ברכישת פעילויות להרחבת סל המוצרים והמותגים הקיימים, המהותיות שבהן: רכישת פעילות להפצת מכשירי טלפון סלולאריים מתוצרת LG Electronics Inc. ("LG") תמורת כ-13 מיליון ש"ח, וכן רכישת 50% מהון המניות של גרין ריי - המנהלת להפקת אנרגיה ירוקה בע"מ, אשר מחזיקה בכ-200 הסכמי אופציה לשכירת גגות לצורך הקמת תחנות לקליטת אנרגיית שמש.

### ניהול, אסטרטגיה ובעלות

#### מדיניות לחלוקת דיבידנד

מדיניות החברה כוללת חלוקה של דיבידנד לבעלי המניות בשיעור של כ-35% מהרווח הנקי של השנה החולפת. בגין הרווחים בשנים 2006-2009 חילקה החברה כ-34.5 מיליון ש"ח, המהווים כ-31% מהרווח הנקי במהלך אותן השנים. נכון לתאריך המאזן יתרת העודפים של החברה הינה כ-109 מיליון ש"ח.

#### דרג הניהול הבכיר נשען על אנשי מקצוע עם ניסיון עשיר וותק בתחומי הפעילות

מר שאול זילברשטיין, יו"ר הדירקטוריון ובעל המניות העיקרי בחברה, שביחד עם משפחת קטן, מחזיק בכ-65% מהון המניות של החברה, מילא תפקידים מגוונים בכל שרשרת הערך בחברות שהוחזקו על ידו. מר זילברשטיין עוסק בפיתוח העסקי בקבוצה. מנכ"ל החברה מזה כשנתיים, מר רפי פרידמן, מילא במהלך העשורים האחרונים תפקידים בכירים בחברות מובילות בענף. דרג הניהול הבכיר בחברה נשען על מנהלים מתמחים במגזרי הפעילות השונים, וכן חלק מבעלי המניות אשר מעורבים בהחלטות עסקיות והינם שותפים מלאים להמשך הצלחתה של החברה. להערכת מידרוג, דרג הניהול הבכיר בחברה מאופיין בידע רב וניסיון עשיר. לחברה הסכם עם רשת טרקלין, הנשלטת על-ידי בעל שליטה בברימאג, בנוגע למכירת מוצרי חשמל ואלקטרוניקה. מחירי המוצרים אותם מוכרת ברימאג לטרקלין הינם בשיעור מחיר העלות בתוספת מרווח של 26.8%. כמו כן, תנאי אשראי של רשת טרקלין מול ברימאג הינם בתנאי שוק.

**מגמה לגיוון והרחבת סל המוצרים במקביל לכניסה לתחומי פעילות חדשים**

במידרוג מעריכים שהחברה תמשיך באסטרטגיה בה פעלה בשנים האחרונות הכוללת הרחבת סל מוצרי החשמל הביתיים והרחבת נתח השוק. במהלך השנים האחרונות נרכשו פעילויות סינרגטיות ובכלל זה מותגים שהגדילו את קשת מוצרי החשמל המיובאים בהשקעה כוללת בסך 23 מיליון ₪ (כולל תחום הפאנלים הסולאריים) בשנים 2008-2009. בנוסף, החלה החברה בשנה האחרונה בפעילויות במספר תחומים חדשים, המהווים מנועי צמיחה עתידיים: תחום האנרגיה החלופית ותחום התקשורת. בתחום התקשורת החלה לשווק מכשירים המותאמים לרשת GSM לשלוש המפעילות הסולאריות העיקריות הפועלות בישראל. לצורך כך, רכשה החברה באוגוסט 2009 את הזכויות בפעילות ליבוא מכשירי הסולאר מתוצרת LG תמורת כ-13 מיליון ₪. להערכת מידרוג, החדרת מכשירים חדשים בהיקף משמעותי למפעילות הסולאריות הינה צעד חיוני להמשך התפתחות פעילות זו בעתיד.

פעילות החברה בתחום האנרגיה החלופית תתמקד בשני תחומים עיקריים: (1) הקמת תחנות הכוללות פאנלים סולאריים; (2) מכירת פאנלים סולאריים מתוצרת LG. פעילות זו מבוצעת באמצעות חברות ייעודיות אשר יממנו את מרבית ההשקעה בהקמת תחנות סולאריות כ-80% באמצעות מימון בנקאי ללא זכות חזרה. בנוסף, כאמור החברה משמשת כספקית הציוד נוכח הקשרים העסקיים עם LG, הנחשבת לאחת החברות המובילות בעולם.

**שיקולים עיקריים לדירוג**

דירוג החברה נתמך במיצוב העסקי הגבוה, כפי שהוא מתבטא בנתחי שוק משמעותיים, בגיוון רחב של סל המוצרים על פני קטגוריות מוצר שונות ופלחי קהל שונים, בקשרים ארוכי טווח עם ספקים בולטים בעלי מיצוב בינלאומי חזק, התומכים בניהול המותגים ובמערך שירות הבולט לטובה ותורם לשימור מעמדה. שיקולים נוספים כוללים את הניסיון המקצועי של בעלי המניות וההנהלה, ביכולת פיתוח עסקי טובה שהובילה את החברה לקצבי צמיחה גבוהים תוך שימור הרווחיות.

ענף יבוא ושיווק מוצרי החשמל בישראל מאופיין בסיכונים עסקיים אינהרנטיים, הכוללים רמת תחרות גבוהה המתמקדת במידה רבה במחירי המכירה, חסמי כניסה שאינם גבוהים, תלות ביצרנים בינלאומיים גדולים והתעצמות כוחם היחסי של בעלי רצפות המכירה. על כך מתווספים מאפייני פעילות סחר, הכרוכה בצרכי הון חוזר גבוהים וסיכון אשראי של לקוחות. בהקשר הזה נציין לחברה חשיפה לאיתנות הפיננסית של מספר לקוחות גדולים, בהם חברה פרטית קשורה, טרקלין, אשר המכירות אליה אינן מבטחות בביטוח אשראי.

רמת מינוף של החברה נמצאת ברף הגבוהה של החברות הגדולות בענף, כך ששיעור החוב מכלל אמצעי המימון הינו 64% (לפי נתוני מאזן 31.03.2010). יחסי הכיסוי של החוב באמצעות התזרים נעים בטווח סביר של 4-6 שנים. לחברה שיעבוד שוטף על הנכסים, מאידך אין לחברה התניות פיננסיות על הדוחות במאוחד, דבר, המעיד על גמישות פיננסית סבירה.

בבחינת מכלול השיקולים כפי שתוארו לעיל, מידרוג מעריכה כי החברה ממוקמת באמצע קבוצת ה-A.

**חוזקות**

**סל מוצרים רחב התורם למעמד מוביל בענף**

ברימאג הינה אחת משלוש החברות המובילות בענף נוכח סל מוצרים רחב הכולל מוצרי צריכה חשמליים מסורתיים (מוצרים "לבנים" ו"קטנים"). מעמדה של החברה נתמך בקשר עם יצרנים מובילים וחדשיים בעולם, ותק, קשרים עסקיים עם סוחרים ובלעדיות ע חלק גדול מהמותגים אותם היא מייבאת.

**זרוע הקמעונאות תורמת לנוכחות מוצרים מיבוא החברה על ריצפת מכירה**

הרשתות לשיווק מוצרי חשמל הפכו בשנים האחרונות לערוץ הפצה מרכזי, ולנוכח כוח מיקוח זה, נדרשים יבואנים להתחרות ביניהם על הקצאת שטחי מדף. על-מנת להשיג שטחי מדף גדולים ולשפר את מרווחי הרווחיות חלק מהיבואנים המובילים בענף מחזיקים בזרוע שיווקית: החברות המתחרות בחברה מחזיקות ברשתות קמעונאיות בבעלותן ואילו פעילות שיווק מוצרי החברה נתמכת בפעילות חברה קשורה, טרקלין חשמל, הפרוסה בכ-58 חנויות

ברחבי הארץ והחל מחודש יולי 2009 גם מתפעלת את רצפת מכירי מכשירי החשמל ברשת משביר לצרכן (כ- 22 סניפים). מכירות החברה לטרקלין נמצאות במגמת עלייה בשנים האחרונות ומהוות כ-18% מסך מחזור המכירות בשנת 2009. יתר המכירות לצרכנים הסופיים נעשית בחנויות קמעונאיות ורשתות פרטיות לשיווק מוצרי חשמל.

#### **מערך שירות לקוחות בשליטה מלאה של החברה**

החברה מספקת לצרכנים מידע ושירות בעיקר באמצעות מערך שירות הכולל: מוקד טלפוני המספק מידע שיווקי לפני הרכישה ומטפל בפניות שירות לאחר הרכישה באמצעות חברת הבת ברימאג שירות. להערכת מידרוג, הבעלות על מערך השירות והיותו יעיל ואיכותי תורם לחיזוק מעמדה של החברה בקרב הלקוחות ותורם להמשך רכישות מוצרי החברה בעתיד.

### **סיכונים עסקיים ופיננסיים**

#### **תחרות חריפה מאפיינת את כל תחומי הפעילות של החברה**

תחום הפעילות של החברה מאופיין בתחרות גדולה שהחריפה במהלך השנים האחרונות. התחרות נגזרת מתחליפיות גבוהה בין מוצרי החברה למוצרים המתחרים באותה קטגוריה. השווקים בהם פועלת החברה נחשבים לרוויים ומאופיינים בשיעורי חדירה גבוהים ולפיכך שיעורי הצמיחה בהם נמוכים. ריבוי מוצרים וחדשנות טכנולוגית מתמדת מביאה לירידה משמעותית במחירי המכירה. על מנת לשמר את נתח השוק של המוצרים, חברות בענף משקיעות סכומים גבוהים בפיתוח ושימור יתרונות תחרותיים, בנייתו מגמות בענף, בפעילות קידום מכירות ומסעות פרסום בהיקפים משמעותיים.

#### **תלות במותגים מובילים**

מכירות מותגים מובילים (LG, BEKO, SONY, KENWOOD) מהוות כ- 80%-70% מסך מכירותיה של החברה. כיום, אין יבוא מקביל למוצרים שמייבאת החברה במותגים 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. חברת LG מדורגת על-ידי מוד"ס בדירוג בינלאומי Baa2. הפסקת שיתוף פעולה עם אחד היצרנים עלולה להשפיע על התוצאות העסקיות של החברה.

#### **הביקושים למוצרי החברה חשופים לשינויי טעמים תכופים יחסית כתוצאה מפיתוחים טכנולוגיים**

הביקושים למוצרי החברה, במיוחד בתחום האלקטרוניקה הבידורית ובתחום הטלפונים הסלולאריים (בו החברה החלה לפעול במהלך הרבע האחרון של 2009), תלויים בטעמי הציבור המשתנים במהירות נוכח פיתוחים טכנולוגיים תכופים. על-מנת לעמוד בדרישת השוק החברה חייבת לעקוב אחר השינויים והחדושים ולנהל מדיניות מלאי המאפשרת גמישות והתאמה מהירה לשינויים.

#### **עונתיות בפעילות החברה מרכזת את עיקר ההכנסות בשני רבעונים בשנה**

היקף המכירות בענף מוצרי החשמל מאופיין בעונתיות, בהתאם למועדי חגי ישראל, המתבטאת במכירה מוגברת של מוצרי חשמל. בנוסף, בחודשי הקיץ חל גידול בביקוש למזגנים ומקררים לעומת חודשי החורף, בהם קיים גידול בביקוש למיבשי כביסה. המכירות במהלך רבעונים 2 ו-3 מהוות כ-56%-53 מסך מחזור המכירות של החברה במהלך השנה. בבחינת הרווחיות הגולמית ניכרת השפעת העונתיות בתוצאות הרבעון השלישי, הכוללות רווח גולמי גבוה יותר בהשוואה לרבעונים אחרים.

#### **צורכי הון חוזר גבוהים כמקובל בענף הסחר**

צורכי הון החוזר של החברה הינם בממוצע הענפי והדבר מתבטא בימי מלאי ובימי אשראי לקוחות גבוהים, לעומת ימי אשראי ספקים נמוכים. ההון החוזר של החברה ממומן בעיקר באמצעות חוב כלפי בנקים, חוב חוץ מאזני (באמצעות ניכיון כרטיסי אשראי) והון עצמי. בשנים האחרונות מהווים צורכי הון החוזר בממוצע כ-50% מסך המכירות.

**חשיפה מטבעית**

מרבית הרכש נעשה בדולר (85% מסך המוצרים הנרכשים) והיתר באירו. מאחר והמכירה מתבצעת בשקלים וכעבור מספר חודשים הרי שתוצאות החברה חשופות לשינויים בשער החליפין במהלך תקופה זו. השפעה הישירה של שינויים בשערי חליפין על הרווחיות הגולמית הודגמה בשנים 2007-2008 והיותה רוח גבית לשיפור בתוצאות העסקיות של החברה, לעומת זאת בשנת 2009 המצב היה הפוך. החברה מבצעת עסקאות לגידור שע"ח מט"ח כחלק מהפעילות השוטפת של החברה במהלך השנה.

**התחייבות חוץ מאזנית - ניכיון כרטיסי אשראי**

שוברי כרטיסי אשראי ושיקים הנמסרים ע"י הצרכנים הסופיים ללקוחותיה (החנויות) מוסבים לטובתה של ברימאג, בדומה למתחרות בענף. ניכיון כרטיסי האשראי הינו ללא זכות חזרה ללווה.

**צרכי הון חוזר גבוהים לטובתם מסגרות אשראי לז"ק**

רמת הנזילות של החברה נמוכה יחסית עקב צרכי הון חוזר גבוהים ואי החזקה ביתרות נזילות. ענף הסחר מתאפיין בצרכי הון חוזר גבוהים יחסית לפיכך, הצמיחה בהיקפי הפעילות יוצרת צורך בעליה במקורות המימון. החברה מתממנת בעיקר באמצעות מסגרות אשראי לז"ק אשר שיעור הניצול של המסגרת משתנה. לחברה מסגרות אשראי לא חתומות בסך של כ- 530 מיליון ש"ח כאשר החברה מנצלת כ-55% מסך המסגרות. מסגרות אשראי אינן חתומות והן המתחדשות מפעם לפעם. נציין כי ניצול מסגרות האשראי הינו חלקי והן מועמדות ע"י תאגידים בנקאיים אשר מולם פועלת החברה שנים רבות. החברה אינה נוהגת להחזיק יתרות מזומנים בהיקף מהותי בהתאם, יתרות נזילות נכון ליום ה-31/03/10 עומדות על כ-28 מיליון ש"ח.

**ניתוח פיננסי**

**ברימאג, תמצית רווח והפסד ויחסי רווחיות, במיליוני ש"ח ובאחוזים**

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2009	Q1 2010	
344	491	582	667	773	173	208	<b>הכנסות</b>
(247)	(369)	(414)	(458)	(567)	(127)	(154)	עלות המכר
97	122	169	208	206	46	54	<b>רווח גולמי</b>
(46)	(56)	(70)	(95)	(111)	(24)	(32)	הוצאות מכירה ושיווק
(17)	(21)	(30)	(29)	(33)	(7)	(9)	הוצאות הנהלה וכלליות
34	44	69	84	62	15	13	<b>רווח תפעולי</b>
(17)	(26)	(26)	(33)	(19)	(6)	(5)	הוצאות מימון, נטו
12	12	31	38	32	6	6	<b>רווח נקי</b>
	42.6%	18.7%	14.6%	16.0%	15.4%	20.3%	שינוי במכירות % ביחס לתקופה המקבילה
28.1%	24.9%	29.0%	31.3%	26.7%	26.4%	26.0%	<b>רווח גולמי %</b>
(13.2%)	(11.5%)	(12.0%)	(14.2%)	(14.4%)	(13.9%)	(15.2%)	<b>הוצאות מכירה ושיווק %</b>
(5.0%)	(4.3%)	(5.1%)	(4.4%)	(4.3%)	(4.0%)	(4.4%)	<b>הוצאות הנהלה וכלליות %</b>
9.8%	9.0%	11.8%	12.6%	8.0%	8.5%	6.3%	<b>רווח תפעולי %</b>
3.4%	2.5%	5.3%	5.6%	4.2%	3.7%	3.0%	<b>רווח נקי %</b>

**גידול בהכנסות בשנים 2005-2009 נוכח מיזוג פעילויות נרכשות וצמיחת פעילות המזגנים.**

בשנים 2005-2009 הציגה החברה גידול רב שנתי בהכנסות. במהלך השנים 2006-2008 מכירות החברה צמחו בשיעור ממוצע של 16.4%. המכירות הושפעו מעלייה בכמויות הנמכרות בפרט של מזגנים לצד מגמת ירידה של 5% בממוצע על-פני הקטגוריות השונות של מחירי המכירה. העלייה במכירות במגזר המזגנים - הסתכמה בממוצע בשיעור של 38% במהלך השנים 2006-2009. בנוסף, החברה הרחיבה את סל המוצרים המוצע למוצרי כלי בית ומוצרים קטנים נוספים. בשנת 2009 הציגה החברה עלייה של כ-16% בהיקף ההכנסות לעומת 2008. העלייה נבעה בעיקר מעלייה של 18% בתחום המזגנים על רקע גידול בנתח שוק, עלייה של 30% במכירות מכונת הכביסה נוכח השקת מכונה בעלת הנעה ישירה, עליה משמעותית במכירות המיקסרים על רקע מיתוג מחדש באמצעות מגוון רב של צבעים. בנוסף לעלייה

במכירות תרמו פעילויות חדשות, המשלימות את פעילות החברה ואשר נרכשו במהלך התקופה. הגידול בהכנסות החברה ברבעון הראשון 2010 נבע מעליה במכירות בפעילות הליבה של החברה והן מהתווספות פעילויות חדשות אשר החברה לא פעלה בהן בתקופה המקבילה.

**ברימאג, נתונים מגזריים הכנסות ורווחיות גולמית, במיליוני ₪ ובאחוזים %**

FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	
				<b>הכנסות החברה:</b>
140	170	169	159	<b>מזה: מקררים (LG)</b>
67	105	148	175	<b>מזה: מזגנים (LG)</b>
50	44	55	51	<b>מזה: טלוויזיות (SONY, GRAEZ)</b>
233	262	296	388	<b>מזה: אחרים (KENWOOD, BABYLISS, APEX)</b>
491	582	667	773	<b>סה"כ הכנסות:</b>
				<b>רווחיות גולמית:</b>
30.5%	30.0%	32.7%	28.07%	<b>מקררים (LG)</b>
21.4%	31%	31.7%	25.0%	<b>מזגנים (LG)</b>
11.4%	22.1%	26.6%	24.3%	<b>טלוויזיות (SONY, GRAEZ)</b>
25.3%	28.6%	31.0%	27.2%	<b>אחרים (KENWOOD, BABYLISS, APEX)</b>

**תגודות ברווחיות בשנים 2005-2009 נבעו משינויים בתמהיל המוצרים ושינויים בשע"ח 2007-2008**

במהלך השנים 2005-2009 החברה הציגה תגודתיות בשולי רווח גולמי בטווח הנע בין 25%-31%. הירידה המהותית בשיעורי הרווחיות הגולמית בשנת 2006 נבעה מאיחוד לראשונה של פעילות האלקטרוניקה המאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ומהחרפת התחרות. הגידול במכירות במגזר המזגנים, המאופיינת במוצאע בשולי רווח גבוהים יחסית, תרם לשיפור ברמת הרווחיות של החברה במהלך השנים 2007-2008. בין השאר, פיחות של כ-11% בשער הדולר (רובו בשנת 2007) היווה רוח גבית לשיפור ברווחיות של החברה במהלך אותן שנים. במהלך שנת 2009 הציגה החברה רווחיות גולמית של 26.7% מול 31.3% בתקופה המקבילה בשנת 2008. הירידה של 4.3% ברווח הגולמי נבעה משחיקת מחירי המכירה בשיעור של 15%-10% על רקע שינויים רגולטוריים במזגנים בעלי תקינה ישנה. בנוסף נבעה הירידה ברווחיות הגולמית מייסוף של כ-9.6% וכ-4.0% בשערי החליפין של הדולר והאירו, בהתאמה. הרווחיות הגולמית של החברה הינה מעל לרווחיות הממוצעת בענף. ברבעון הראשון 2010 הציגה החברה שחיקה ברווחיות הגולמית נוכח הפעילות בתחום הטלפונים הסלולאריים אשר מאופיינת בשולי רווח נמוכים יותר והחברה לא פעלה בו בתקופה מקבילה.

הרווחיות התפעולית במהלך השנים 2005-2009 הושפעה מתגודתיות ברווחיות הגולמית. בנוסף, הירידה ברווחיות התפעולית נבעה מעלייה משמעותית בהוצאות המכירה והשיווק. הוצאות הפרסום בתחום המזגנים עלו בשנת 2008 בכ-20 מיליון ₪, גידול של כ-30% לעומת שנת 2007, נוכח מסעי פרסום וקידום מכירות ארציים. כמו כן, היה גידול בהוצאות הובלה ללקוחות נוכח השינויים בנפח המוצרים הנמכרים, בעיקר מקררים. מגמות דומות בתחום השיווק המשיכו לאפיין את פעילות החברה גם במהלך הרבעון הראשון 2010. בנוסף הוצאות שכ"ד של החברה עלו במהלך הרבעון הראשון נוכח התווספות של פעילויות חדשות בתוך הקבוצה (פעילות בתחום הטלפונים הסלולאריים ובתחום מערכות מסחריות). קצב הוצאות צפוי להישאר ברמתו הנוכחית גם בעתיד.

הוצאות המימון מושפעות ממגמות הריבית על הלוואות קצרות מועד, מוגבה עמלות עבור ניכיון כרטיסי האשראי ומתגודות בשערי החליפין מעל עסקאות הגידור שעושה החברה. הגידול בהוצאות מימון בשנת 2008 נבע מגידול ברמת החוב לז"ק שנועד לממן עלייה בצרכי ההון החוזר.

הירידה בהוצאות המימון ב-2009 נבעה מקיטון מהותי בהוצאה על עסקאות גידור מט"ח המהווה חלק משמעותי מהוצאות המימון של החברה, מירידה בתשלומי הריבית על הלוואות און קול נוכח הורדת שיעורי הריבית במשק ושיפור תנאי הסכם ומול חברות העוסקות בניכיון כרטיסי האשראי.

**שיפור בתזרים השוטף נוכח השיפור בתוצאות העסקיות**

במהלך השנים 2006-2008 החברה הציגה שיפור מתמיד במקורות מפעילות (FFO) כתוצאה משיפור בתוצאות העסקיות. לחברה צרכי הון חוזר גבוהים יחסית שלא תמיד מכוסים על-ידי מקורות מפעילות כך שהתזרים השוטף של החברה במהלך השנים הינו שלילי. הירידה בתזרים בשנת 2009 נבעה משחיקה ברווח התפעולי של החברה. ההשקעות ברכוש קבוע במהלך השנים הבאות צפויות להיות נמוכות ובקצב דומה לשנים הקודמות. להערכת מידרוג, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות לא תחרוג מהמדיניות שאפיינה את החברה בשנים האחרונות.

**ברימאג (מאוחד): נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, באלפי ₪**

2005	2006	2007	2008	2009	Q1 2009	Q1 2010	
35	46	70	86	64	15	14	EBITDA
14	18	33	40	33	7	7	תזרים מפעילות - FFO
(13)	(17)	(22)	(160)	7	32	(4)	ירידה (עלייה) בהון חוזר
1	1	11	(120)	40	39	2	תזרים מפעילות שוטפת - CFO
(1)	(1)	(4)	(2)	(8)	(3)	(3)	השקעה ברכוש קבוע
0	(2)	(13)	(6)	(13)	0	0	Div
34	45	66	84	56	12	11	EBITDA-CapEx
0	(2)	(6)	(128)	18	36	(1)	תזרים מזומנים חופשי - FCF
14	16	20	33	20	7	7	תזרים מזומנים פנוי - RCF

**עלייה ברמת המינוף במהלך השנים מרבית החוב הינו לזמן קצר**

ליום 31/03/2010 לחברה חוב פיננסי בסך של כ-292 מיליון ₪ שמרביתו נובע מהלוואות לז"ק. היקפי החוב עלו במהלך השנים נוכח הגידול בצרכי ההון החוזר. הגידול נעשה באמצעות אשראי בנקאי לזמן קצר. יחס החוב לקאפ הינו גבוה יחסית ונע סביב 60%-75% בשנים 2005-2009. יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה, אך במהלך השנים 2005-2007 הציגה החברה שיפור ביחסי הכיסוי. משנת 2008 חלה האטה מסוימת ביחסי הכיסוי נוכח הגידול בהיקפי החוב, שנמשכה גם ברבעון הראשון 2010.

**ברימאג, ריכוז נתוני מינוף ואיתנות, במיליוני ₪ ובאחוזים**

31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.03.10	
90	111	127	257	271	291	חוב ז"ק
43	39	19	2	1	1	חוב ז"א
133	150	147	259	272	292	חוב פיננסי
0	4	6	6	14	28	יתרות נזילות
47	59	95	143	162	162	הון עצמי
19.8%	20.9%	27.5%	27.5%	28.1%	25.8%	הון עצמי למאזן
73.9%	71.7%	60.6%	64.4%	62.6%	64.3%	חוב פיננסי לקאפ

**ברימאג, יחסי כיסוי**

2005	2006	2007	2008	2009	Q1 2010	
3.8	3.3	2.1	3.0	4.2	4.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
9.3	8.4	4.5	6.6	8.2	9.0	חוב פיננסי ל-FFO
neg	neg	neg	neg	14.9	neg	חוב פיננסי ל-FCF
9.3	9.4	7.5	7.8	13.7	15.2	חוב פיננסי ל-RCF

\* יחסי הכיסוי לרבעון הראשון של שנת 2010 חושבו על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים.

### גידול בצרכי ההון החוזר

הגידול המשמעותי בימי מלאי במהלך 2008 נבע מרכישה מוגברת בתחום המזגנים במחצית השנייה של השנה ומרכישה מוגברת של דגם מקרר LG נוכח ביקוש רב בשוק המקומי שיצורו הופסק על-ידי היצרן. העלייה בימי אשראי לקוחות באותה תקופה נבעה מהגמשת תנאי האשראי ללקוחות לצורך הגדלת נתח שוק בתחום המזגנים ומירידה בפעילות העסקית במשק. בשנת 2009 ימי המלאי חזרו לרמה המייצגת נוכח מכירת מוצרים שנרכשו בסוף שנת 2008 ומהתייעלות במדיניות המלאי של החברה. צרכי ההון החוזר התפעולי ממומנים בעיקר באמצעות החוב הפיננסי.

### ברימאג, הון חוזר, במיליוני ₪ ובאחוזים

31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.03.10	
1.6	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	יחס שוטף
1.1	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7	יחס מהיר
178	133	126	142	139	125	ימי אשראי לקוחות
50	37	60	61	58	68	ימי אשראי ספקים
105	70	100	203	121	125	ימי מלאי
61.3%	43.2%	42.5%	65.4%	50.7%	46.0%	הון חוזר תפעולי הכנסות

הרכוש השוטף של החברה מהווה כ-88% מסך המאזן ומרביתו מורכב מלקוחות (כ-50%) ומלאי (כ-32%).

### ברימאג, תמצית מאזן, במיליוני ₪

31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.03.10	
147	175	191	227	289	285	יתרת לקוחות
9	7	6	24	20	17	חייבים אחרים
71	70	110	224	185	211	מלאי
3	5	5	8	12	20	רכוש קבוע
34	37	66	68	89	114	ספקים
19	30	30	44	51	46	זכאים

### שעבודים על מלוא נכסי החברה לטובת הבנקים והתניות פיננסיות לחברת הבת

החברה העמידה לטובת הבנקים שעבוד שוטף וצף על מלוא נכסיה. לחברה אין התניות פיננסיות כלפי תאגידים בנקאיים פרט להתניות פיננסיות על דוחות חברת הבת ישפאר. לדברי החברה, נכון ליום 31/03/10 ולמועד דוח זה ההתניות מקוימות במרווח מספיק.

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקף הרווח שיתבטא בשיפור חד ביחסי הכיסוי
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:
- עלייה ביחס חוב פיננסי ל-CAP מעל 70%
- ירידה משמעותית ומתמשכת בהיקף ההכנסות ו/או ברווחיות עקב החלשות מותגי החברה והתחזקות המתחרים
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית העולה משמעותית על מדיניות החברה כיום



**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> 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 המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון 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.

דו"ח מספר: CIB050510100M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

11

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](http://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 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, 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.