

קריסטל מוצרי צריכה בע"מ

A2	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסך של עד 55 מיליון ש"ח, אשר ייפרעו בשבעה תשלומים שווים בין השנים 2008-2014

מחברת:

פרופיל החברה

קרו ממן
אנליסטית

kmaman@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

קריסטל מוצרי צריכה בע"מ (להלן: "החברה") עוסקת ביבוא ושיווק מוצרי חשמל ואלקטרוניקה לשימוש ביתי תחת מותג "קריסטל", מותג העוגן של החברה, וכן משמשת כיבואנית הרשמית בישראל של "Amana" "Maytag", "De-Dietrich", "Blomberg" ו-"Daewoo". החברה התאגדה בשנת 1989 כחברה פרטית בשם "טופ-ליין", החברה הישראלית לייבוא ולשיווק מוצרי חשמל בע"מ, בשנת 1992 רכשה את חברת קריסטל מכוונות ומוצרי חשמל בע"מ (להלן: "קריסטל מכוונות"), חברה המשווקת את מוצרי קריסטל משנת 1952. החל משנת 1991 ניירות הערך של החברה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב ובשנת 1997 שינתה החברה את שמה לשמה הנוכחי "קריסטל מוצרי צריכה בע"מ". בעל השליטה בחברה הינו מר משה ממרוד אשר מחזיק ב- 74.2% מהונה המונפק של החברה, לאחר שרכש את מלוא אחזקותיה של חברת אלקו ברנדט (ישראל) בע"מ (להלן: "אלקו ברנדט") ביוני 2005. עיקר מכירות החברה מתבצעות בישראל באמצעות שני ערוצי שיווק: לקוחות קמעונאיים (כ-89% מסך ההכנסות) וצרכנים סופיים באולמות התצוגה של החברה (כ-11% מסך ההכנסות). החל משנת 2003 החלה החברה בפיתוח סחר בינלאומי של מכירת מוצרי חשמל בינתיים מחוץ לישראל תחת המותג "קריסטל". פעילות זו איננה מהותית. לחברה אין פעילות ייצור מאחר והיא רוכשת את מוצריה מספקיה. תחום הפעילות של החברה מאופיין בתחרות חריפה מצד יבואנים שונים, רשתות השיווק (הנמצאות בבעלותם של יבואנים מובילים בענף) וכן יבואנים מקבילים, הנשענים על התמיכה השיווקית של היבואן הרישמי.

החברה שוכרת מבנה המשמש את משרדיה הראשיים וכן שטחים המשמשים לחנות עודפים בפתח תקוה. בנוסף, החברה שוכרת מחסנים באשדוד ובעלותה מבנה מסחרי בבאר שבע אשר מושכר למספר שוכרים והחל ממרץ 2005 שטח חלקי הועבר לשימוש חנות החברה. נכון למועד כתיבת הדוח, מעסיקה החברה כ-80 עובדים.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ש"ח	Q1-3 2005	FY 2004	FY 2003
מכירות	210,099	254,383	261,950
שיעור רווח גולמי	25.4%	26.3%	27.4%
שיעור רווח תפעולי	10.8%	11.8%	13.6%
שיעור EBITDA	11.5%	12.4%	14.5%
רווח נקי	9,266	11,214	17,241
שיעור רווח נקי	4.4%	4.4%	6.6%
הון עצמי לסך מאזן	41.5%	57.3%	65.0%
חוב פיננסי מתוקן	55,986	18,956	10,403
צרכי הון חוזר מתוקן	116,884	111,414	108,717
צרכי הון חוזר מתוקן להכנסות	41.7%	43.8%	41.5%
חוב פיננסי ל-CAP מתוקן	38.0%	13.4%	7.4%
חוב פיננסי מתוקן ל-EBITDA	1.7	0.6	0.3
חוב פיננסי מתוקן ל-FFO	3.3	1.3	0.5

* מתוקן: בניטרול שוברי תשלום של כרטיסי אשראי שנוכו בחברות הסליקה.

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 13.2.2006. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומציא למידרוג עותק מכל המסמכים סופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

אסטרטגיה עסקית

רכישת פעילויות משלימות בעיקר בתחום האלקטרוניקה

החברה בוחנת את האפשרות לרכוש חברות או נציגויות נוספות בענף החשמל, בעלות מוצרים משלימים לתחום פעילותה, בעיקר בתחום האלקטרוניקה הבידורית, בו היא צופה קצבי צמיחה גבוהים בהשוואה למוצרי הקו הלבן.

פיתוח פעילויות בחו"ל בפרט במזרח אירופה

החברה בוחנת את האפשרות להרחבת שווקי היעד שלה לחו"ל ובפרט למדינות מזרח אירופה ככל הנראה באמצעות איתור שותף מקומי אשר יפיץ את מוצרי החברה, ובאמצעות הקמת אולמות תצוגה בדומה לחנויות הקונספט בישראל. החברה בוחנת את האפשרות לבצע זאת בשני שלבים: בשלב הראשון להשתמש במערך הלוגיסטי והמלאי בישראל לנציגויות בחו"ל. בשלב השני, בכפוף להתקדמות והצלחת הפעילות הבינלאומית, תיבחן השקעה במערך לוגיסטי בחו"ל. על סמך הנהלת החברה, סך ההשקעה הראשונית בחו"ל לא יעלה על כ-10 מיליון ש"ח אך החברה טרם קבלה החלטה סופית בעניין.

ביסוס מעמד בשוק מוצרי החשמל תוך שימת דגש על עיצוב המוצרים וחדשנות טכנולוגית

החברה מעוניינת להעמיק את אחיזתה בשוק מוצרי החשמל הבייתיים, על ידי שמירה על חדשנות טכנולוגית ורמת עיצוב גבוהה, באמצעות חנויות קונספט המציעות מוצרי חשמל בעיצובים ייחודיים.

שיקולים עיקריים לדירוג

שוק מוצרי החשמל לשימוש ביתי מוערך כשוק תחרותי עם חשיבות גבוהה למותג; לחברה מעמד שוק חזק, אשר נבנה לאורך שנים ובא לידי ביטוי בהשגת נתחי שוק חרף רמת תחרות גבוהה; לחברה סל מוצרים מגוון עם מותגים מוכרים, המגדיל את כח המיקוח שלה מול הרשתות הקמעונאיות; החברה מציגה יכולת פיתוח ופיתוח פעילות בחו"ל, עשויה להערכת מידרוג, להציב אתגרים תפעוליים וניהוליים מהותיים בפני הנהלת החברה, בין השאר, עקב הפיכתה מחברה אשר לאורך שנים התקדמה באמצעות צמיחה פנימית לחברה אשר צומחת באמצעות מיזוגים, רכישות ופעילות מחוץ לישראל; בניגוד למגמה של חברת יבואניות לרשתות קמעונאיות לחברה אין זרוע שיווקית קמעונאית מהותית; קיימת תלות ביצרני המותגים המיובאים אם כי נמוכה יחסית לאור המותג הפרטי המוכר "קריסטל"; ניכרת תלות ברשתות השיווק; ניכרת שחיקה בשולי הרווח כתוצאה מהתחרות החריפה בענף; לחברה יתרת לקוחות גבוהה, אשר מבוטחת חלקית בביטוח אשראי ולחלקה מבצעת החברה ניכיון בחברות סליקה; גמישות פיננסית המתבטאת במסגרות אשראי פנויות; חלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי משנת 2004.

חוזקות

- יתרונה של החברה בא לידי ביטוי במוניטין רב שנים, החזקת זיכיון להפצת מותגים מוכרים ובראשם המותג הפרטי "קריסטל" אשר מיושם במגוון רחב של מוצרים אותם היא משווקת. מאפיינים אלו מאפשרים לה להציע סל מגוון של מוצרים ללקוחותיה ומגדילים את כח המיקוח שלה מול הרשתות הקמעונאיות. החברה נחשבת למובילת שוק בתחום מכונות ומייבשי הכביסה תחת המותג הותיק (משנות ה-50) והמבוסס "קריסטל" וכן בתחום המקררים באמצעות בלעדיות על המותג: "Amana". כמו כן, לחברה מותגים מוכרים נוספים כגון: "Maytag", "De", "Dietrich", "Blomberg" ו-"Daewoo".

- החברה מציגה יכולות פיתוח וחדשנות טכנולוגית ולפיכך נהנית מפעם לפעם מיתרון הראשוניות בשוק המקומי. בנוסף, מאפשרת החברה ללקוחותיה שירות של ציפוי חלק ממוצריה (בעיקר למקררים) בהתאם לבקשת הלקוח, על בסיס ידע שפותח בחברה.
- הנהלה מנוסה ובעלת הבנה מעמיקה של הענף. הטיפול בנושא חוב הלקוחות מתבצע באופן הדוק באמצעות ועדות אשראי תקופתיות, וכן באמצעות ביטוח אשראי. ראוי לציין כי תמורת ההנפקה מיועדת לביצוע מהלכים אסטרטגיים כגון פיתוח פעילויות בחו"ל וכן רכישת חברות או נציגויות נוספות בענף החשמל והאלקטרוניקה. פעילויות אלו מציבות אתגרים ניהוליים ותפעוליים להנהלה הנוכחית, אשר בשנים האחרונות התקדמה בהשגת צמיחה פנימית על פני צמיחה באמצעות מיזוגים, רכישות או פעילות מחוץ לישראל.
- החברה פועלת בתחום המאופיין בצורכי מימון לטווח הקצר, אשר מושפעים מעונתיות. צרכי ההון החוזר הגבוהים הנדרשים בענף מחייבים את החברה להגדיל את האשראי לזמן קצר אותו היא מקבלת מהבנקים. למרות האמור, ועל אף שברבעון השלישי בשנה צרכי ההון החוזר נמצאים בשיא, לחברה יש גמישות פיננסית גבוהה, בהתחשב במסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של כ- 140 מיליון ש"ח, נכון למועד כתיבת הדוח.
- החברה מציגה רווחים לאורך השנים וכן שומרת על שיעורי רווחיות התואמים את הענף ואף בחלקם גבוהים ממנו, תוך שמירה על נתחי שוק משמעותיים.

גורמי סיכון עסקיים

האטה כלכלית במשק הישראלי

למצב הכלכלי בישראל השפעה ישירה על היקף הצריכה בכלל והיקף צריכת מוצרי חשמל ואלקטרוניקה בייתיים בפרט, שחלקם נחשבים כמוצרי מותרות. לכן, תקופות מיתון והאטה כלכלית, כגון המיתון הכלכלי בשנת 2002 אשר גרם לקיטון בהיקף הביקוש למוצרי חשמל, עשויות להשפיע מהותית על היקף פעילות החברה ובכך גם על תוצאותיה העסקיות.

תחרות חריפה וצורך מתמיד בחדשנות

ענף מוצרי החשמל הבייתיים המקומי הינו ענף תחרותי, בו פועלות מספר יבואניות העוסקות בייבוא, שיווק והפצה של מותגים מתחרים למותגי החברה. השינויים הטכנולוגיים והחידושים התכופים בענף זה מחייבים את היבואניות לדאוג לקו מוצרים עדכני על מנת לשמור על נתח השוק שלהן מול מוצרים של יבואניות אחרות. בנוסף, קיים סיכון של יבוא מקביל אשר, להערכת מידרוג, החשיפה של החברה לסיכון זה נמוכה מאחר ובעלותה מותג מקומי פרטי בשם "קריסטל" וכן כיוון שהיקף היבוא המקביל במוצרים הלבנים הינו נמוך יחסית.

תלות בספקים

לחברה תלות בשני ספקים עיקריים: Fagor Brandt ו-Maytag. הפסקת הבלעדיות מטעם ספק או הפסקת כלל ההתקשרות עימו, עלולה לפגוע בתוצאות החברה בטווח הקצר והבינוני, וזאת עד למציאת ספק חלופי והחדרת מוצריו לשוק הישראלי. ראוי לציין כי לחברה מותג פרטי המקטין את התלות בספקים הללו. כמו כן, שירותי האחזקה והתיקונים למוצרים המיובאים ע"י החברה ניתן באופן בלעדי על ידי חברת "שירות קריסטל מוצרי חשמל ביתיים בע"מ". זהו ספק השירותים היחיד למוצרים אותם מייבאת החברה.

תלות ברשתות השיווק

רשתות השיווק נחשבות לגורם מרכזי בענף מוצרי החשמל הבייתיים. המשך התחזקותן ומהלכים של מיזוגים ורכישות עשויים להוביל להגדלת הריכוזיות וכן להגדלת כושר המיקוח מול היבואניות.

לחברה אין זרוע קמעונאית משמעותית

בענף מוצרי החשמל הביתיים קיימים שני סוגי שחקנים: יבואניות אשר בבעלותן רשתות שיווק וכן יבואניות אשר אינן מחזיקות בזרוע שיווקית משל עצמן. קריסטל נמנית עם היבואניות ללא פעילות קמעונאית משמעותית לעומת מספר מתחרות המחזיקות ברשת שיווקית התומכת במוצרים המיובאים ונהנות מהיתרון של העצמת מותגיהן על חשבון המותגים המתחרים. ההנחה היא כי לחברות העוסקות רק ביבוא ללא קשר לרשתות עצמן, קשה יותר כיום להגיע אל המדפים ללא תמיכה של מוצרים ייחודיים ומותגים מבוקשים. ראוי לציין כי החברה מוכרת את מוצריה (בנוסף לעודפים וסוג ב') במישרין וזאת באמצעות חנויות בבעלותה, ובהמשך באמצעות חנויות קונספט בהרצליה ובבאר שבע.

גורמי סיכון פיננסיים

שחיקה בשיעורי הרווחיות

בחינת התנהגות שולי הרווח החל משנת 2003 מצביעה על שחיקה מתונה. הרווח הגולמי ירד מכ-27.4% בשנת 2003 לכ-25.4% על סמך נתוני ספטמבר 2005. מידרוג מעריכה כי השחיקה בשיעורי הרווחיות נובעת מרמת התחרות הגבוהה המביאה לשחיקת המרווחים של היבואניות וכן ממימוש מלאים אשר נרכשו בשערי חליפין גבוהים יחסית (בייחוד במטבע היורו בשנת 2004).

יתרת לקוחות גבוהה המבוטחת חלקית בביטוח אשראי

נכון ליום 30.9.2005 עמד סעיף הלקוחות על כ-123 מיליון ש"ח והיווה כ-56% מסך המאזן. יתרת הלקוחות בניכוי כרטיסי האשראי שנוכו בחברות הסליקה עומדת על כ-105 מיליון ש"ח נכון ל-30.9.2005. ראוי לציין כי יתרת לקוחות זו מושפעת מעונתיות ומצויה בשיא בתקופה הזו של השנה. בשנים האחרונות התמוטטו מספר רשתות שיווק וחנויות למוצרי חשמל. התמוטטות של רשת שיווק עשויה לחשוף את החברה לסיכון של אי גביית האשראי שהוענק. על מנת להקטין סיכון זה מבטחת החברה כ-80% מחובות לקוחותיה בניכוי כרטיסי אשראי שנוכו בחברות הסליקה, בביטוח אשראי (נכון ליום 30.9.2005). גובה ההשתתפות העצמית במקרה של תביעה עומד על 10%. ניתן לציין כי ההפרשות הנמוכות לחומ"ס כפי שביצעה החברה בשנים האחרונות מצביעות על בקרת אשראי טובה.

צרכי הון חוזר משמעותיים

אשראי לקוחות גבוה לעומת אשראי ספקים, בנוסף למדיניות החברה בדבר שמירה על היקפי מלאי גבוהים מגדילים את צרכי ההון החוזר אשר עמדו ב-30.9.2005 על כ-135 מיליון ש"ח, ובהתחשב בניכיון לקוחות בחברות הסליקה בסך של כ-18 מיליון ש"ח, עומדים צרכי ההון החוזר המתוקננים על כ-117 מיליון ש"ח. בהתחשב בתקנון, בשנים האחרונות היוו צרכי ההון החוזר בממוצע כ-42% מסך ההכנסות.

חשיפה לשינויים בשערי החליפין

ענף מוצרי החשמל והאלקטרוניקה מתבסס ברובו על מוצרים מיובאים. רוב המוצרים המיובאים על ידי החברה נרכשים בעיקר בדולר ארה"ב ובירו. כתוצאה מכך, שינויים בשערי החליפין של השקל למול המטבעות הזרים, עשויים להשפיע על תוצאות פעילותה של החברה. החברה מבצעת עסקאות הגנה בגין החשיפות הנ"ל.

אי הוצאה לפועל של תוכנית ההתרחבות העסקית

החברה מיעדת את תמורת ההנפקה בעיקר לפיתוח עסקי באמצעות הקמת תשתיות או רכישתן לצורך פעילות משיקה/ דומה בישראל ובחו"ל. גיוס החוב לט"א אינו תואם את אופי הפעילות של החברה, שבמהותה הינה מימון לט"ק וכוללת בעיקר השקעה במלאי ולקוחות. אי הוצאה לפועל של תוכנית אסטרטגית זו עלולה ליצור חוסר הקבלה במבנה המימוני של החברה ולהערכת מידרוג מהווה גורם סיכון.

שינויים במכסים ובמיסוי

על מוצרי חשמל מיובאים (למעט מהשוק האירופאי המשותף) מוטלים מכס ומיסי קניה (על מוצרי אלקטרוניקה מוטל רק מס קניה). העלאת מכסים ומיסי קניה תגרום להעלאת מחירי המוצרים הנמכרים על ידי החברה, מה שעלול לשחוק את שיעורי רווחיותה. ראוי לציין כי הסבירות להעלאת המכסים והמיסוי הינה נמוכה וכן החל משנת 2000 ניתן להבחין במגמת הפחתה.

חלוקת דיבידנד בהיקף גבוה בשנתיים האחרונות

החברה לא קבעה מדיניות לחלוקת דיבידנד אך החל משנת 2004 חילקה כ- 67 מיליון ש"ח. (כולל תשלומי דיבידנד לחברת הבת בבעלות מלאה, קריסטל צפון מוצרי חשמל, המחזיקה ב-11.4% מהון המניות של החברה). יחסי הכיסוי של החברה חושבו תחת ההנחה כי החברה תחלק עד כ-40% מהרווח הנקי השנתי לבעלי המניות כדיבידנד.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הרחבת היקפי הפעילות של החברה תוך כניסה לתחומים נוספים
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שימוש בכספי ההנפקה לצורך מימון פעילות השקעה בישראל ובחו"ל
- פעילות מהותית בשווקים במדינות המדורגות בדירוג בינלאומי נמוך מהדירוג של מדינת ישראל
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית

תיאור פעילות החברה

פעילות החברה מתמקדת בשני מגזרי פעילות: שיווק מוצרי חשמל ביתיים ללקוחות קמעונאיים, בהם רשתות שיווק וחנויות וירטואליות באתרי האינטרנט (כ-89% מסך ההכנסות על סמך נתוני תשעה חודשים לשנת 2005), ושיווק מוצרי חשמל לצרכנים הסופיים באולמות התצוגה ובחנות העודפים של החברה (כ-11% מסך ההכנסות על סמך נתוני תשעה חודשים לשנת 2005). החברה משווקת בשני מגזרי הפעילות מוצרי חשמל ביתיים הכוללים: מכונות כביסה, מקררים ומקפיאים, מייבשי כביסה, מדיחי כלים, תנורי בישול ואפייה, מיקרוגלים ומזגנים. החל משנת 2004 החלה החברה לשווק מוצרי אלקטרוניקה בעלי אוריינטציה בידורית כגון: מכשירי פלזמה ו-LCD אך פעילות זו אינה מהותית בשלב זה. מוצרי החברה ממותגים תחת השמות: "קריסטל", מותג העוגן של החברה, "Amana", "Maytag", "De-Dietrich", "Blomberg", ו-"Daewoo". הרוב המכריע של מוצרי החברה נמכרים לשוק המקומי והחל משנת 2003 החלה החברה בפעילות בינלאומית לא מהותית של מכירת מוצרי חשמל ביתיים תחת המותג "קריסטל" למדינות שונות. המוצרים אותם משווקת החברה מתאפיינים בתקופות שימוש ארוכות יחסית (בין חמש לעשר שנים) והיקף הפעילות נגזר מקצב גידול האוכלוסייה וכן מרמת החיים. בשנים האחרונות ניתן להבחין בנטייה להחליף מוצרי חשמל עוד בטרם התקלקלו מתוך רצון לרכוש מוצר מתקדם מבחינה טכנולוגית. עיקר הכנסות החברה נובעות ממכירות של מקררים (כ-43% נכון לשנת 2004). על סמך נתוני תשעת החודשים של שנת 2005 מכירות המקררים ומכונות הכביסה שמרו על שיעור דומה מסך ההכנסות.

להלן פירוט ההכנסות של מקררים ומכונות כביסה (באלפי ש"ח) ושיעורן מסך הכנסות החברה:

מוצרים	2004		2003	
	מכירות	%	מכירות	%
מקררים	109,133	42.9%	102,682	39.2%
מכונות כביסה	61,926	24.3%	70,184	26.8%

מעמד חזק בענף מוצרי החשמל הביתיים הנתמך במגוון רחב של מוצרים ומותג ותיק ומוכר

ענף מוצרי החשמל בישראל נחשב לענף תחרותי בו פועלים מספר יבואנים של מותגים בינלאומיים העוסקים בייבוא, שיווק והפצה של מותגים מתחרים למותגי החברה. בנוסף, רשתות השיווק מהוות גורם מוביל בענף המשפיע על רמת המחירים והתחרות בין היבואנים וכן חלק מרשתות שיווק אלו נמצאות בבעלות של יבואנים מובילים בענף. התחרות בתחום המכירות לצרכן הסופי מתמקדת בין מספר ערוצי שיווק קמעונאיים, חנויות פרטיות וחנויות וירטואליות באינטרנט. על אף התחרות החריפה החברה הינה אחת השחקניות המובילות בשוק מוצרי החשמל בישראל, בעיקר בשוק מכונות הכביסה והמקררים. יתרונה בא לידי ביטוי במוניטין רב שנים, החזקת זיכיון להפצת מותגים חזקים ובכללם המותג הפרטי "קריסטל" ובמגוון הרחב של המוצרים אותם היא משווקת, התורמים לצבירת מסה קריטית ומאפשרים לה להציע סל שלם של מוצרים וכמו כן, מגדילים את כח המיקוח שלה מול הרשתות הקמעונאיות.

**חדשנות ברמה הפונקציונאלית והעיצובית של המותגים הקיימים, תרמו למיצוב החברה
כמובילת הרגלי צריכה בישראל**

בשנים האחרונות חלו מספר שינויים בהעדפותיהם של הצרכנים. אחת המגמות הינה דרישה למוצרים מעוצבים מבחינה חיצונית לעומת דרישות העבר בהן החשיבות הייתה פונקציונאלית בלבד. בניגוד לשנים עברו, בהן מוצרי חשמל היו בצבע לבן סטנדרטי, ניתן היום להבחין במוצרים מעוצבים בצבעים וציפויים שונים. כמו כן, ניתן להבחין בביקוש למוצרי חשמל בעלי מאפיינים שונים כגון: מקררים בעלי נפח גדול, מקררים בעלי דלת כפולה (Side By Side), מכונות כביסה בעלות פתח עליון ועוד. קריסטל נהנית מהשינויים האמורים הואיל והיא שמה דגש על עיצוב ושיפור נוחות השימוש במוצרים אותם היא משווקת. על ידי שיווק מקררי Amana החדירה החברה לישראל חידושים עיצוביים וטכנולוגיים כגון: מקררים בעלי תא הקפאה תחתון. בנוסף, לחלק ממוצריה (בעיקר למקררים) מרכיבה החברה בהתאם לבקשת הלקוח, ציפויים שונים במגוון אפשרויות אשר פותחו על ידי החברה.

תלות ביצרני המותגים הבינלאומיים המיובאים על ידי החברה, למעט המותג "קריסטל"

בענף מוצרי החשמל והאלקטרוניקה הבייתיים אין ייצור מקומי, למעט ייצור מוגבל של מקררים ומזגנים, כך שמרבית המוצרים הנמכרים בארץ הינם מיובאים. החברה מייבאת את מוצרי החשמל הבייתיים ממספר ספקים ברחבי העולם אשר עם חלקם היא מקיימת קשרים עסקיים ארוכי שנים. המוצרים המיובאים ומשווקים על ידי החברה נרכשים על ידי מהיצרן כמוצרים מוגמרים, למעט שינויים מסוימים ותוספות אותם מזמינה החברה, בהתאם לדרישות השוק המקומי.

להלן פירוט שני הספקים העיקריים של החברה (נתונים לשנת 2004):

שם הספק	סך רכישות (באלפי ש"ח)	%	ותק	המותגים
Fagor-Brandt	42,849	22.8%	כ-30 שנים	קריסטל, De-Dietrich
Maytag International Inc	39,664	21.1%	כ-9 שנים	Amana, Maytag

בעקבות הרכישה של מלוא אחזקות קבוצת אלקו בחברה (כ-37.09%) על ידי משה ממרוד בחודש יוני 2005, חדלה Fagor-Brandt מלהיות צד קשור בחברה וטרם נחתם הסכם הפצה חדש. החברה קשורה עם הספק Maytag International Inc בהסכמי הפצה לפיהם תפיץ הקבוצה באופן בלעדי את המותגים: "Amana" ו-"Maytag", וכן מתחייבת לרכוש כמויות מינימום של המותגים, ולשאת בכל העלויות הכרוכות באחריות ובמתן שירותים לאחר מכירה (After Sale). חברת Maytag, אשר מעמדה כספק עיקרי התחזק בשנת 2005, רשאית לשווק את מוצריה ישירות בישראל, לאחר פקיעת תוקף ההסכם ואי חידושו. בנוסף, התקשרה החברה בהסכם עם Maytag לפיו תהיה רשאית לעשות שימוש במותג Amana בהפצת מוצרים שונים בתמורה לתשלום תמלוגים. כמו כן, החברה מייבאת מ-Arcelik, Daewoo ו-Galanz מוצרי חשמל וזאת ללא הסכמי הפצה והתחייבות לבלעדיות. מידרוג מעריכה כי פעילות החברה עלולה להיות מושפעת לרעה בטווח הקצר והבינוני במידה ויופסק היבוא מאחד או יותר מספקים אלו, אך יחד עם זאת רואה יתרון מסוים בכך כי המותג "קריסטל" הינו בבעלות החברה.

ענף תחרותי עם חשיבות גבוהה למיתוג

ענף מוצרי החשמל מאופיין ברמת תחרות גבוהה אשר נסובה סביב שם המותג. מאחר ומוצרי חשמל בייתיים אינם מוחלפים בתדירות גבוהה, העדפת הצרכן היא למוצרים בעלי שם מותג חזק על מנת לצמצם את הסיכון שברכישת מותגים לא מוכרים או ממוצבים כנחותים. עוצמת המותג הינה פועל יוצא של איכות המוצרים, מאמצי הפרסום של המותג, רמת השירות, ותק המותג וארץ המוצא. שוק המותגים נשלט על ידי קבוצה מצומצמת של יבואנים המחזיקים בזיכיון להפצת מותגים ומשקיעים משאבים רבים בביסוס שם המותג של מוצריהם. כיום קיימים שני סוגי שחקנים בשוק היבואנים והם: יבואנים אשר אינם מחזיקים בזרוע שיווקית משל עצמם וכן יבואנים המחזיקים רשתות שיווק. לקריסטל אין זרוע שיווקית שתומכת במוצרים המיובאים אך היא מחזיקה בשתי חנויות קונספט בבאר שבע והרצליה ואולם תצוגה בפתח תקוה בהם מוצעים למכירה מוצרים תחת שמות המותג של החברה בלבד.

להלן המתחרות העיקריות של החברה על פי סוגי מוצרים:

שם המתחרה	סוג המוצר
מיני ליין, ברימאג דיגיטל, תדיראן-אמפא, ראלקו	מקררים
מיני ליין, BSH, ברימאג דיגיטל	מכונות ומייבשי כביסה, מדיחי כלים, תנורים
אלקטרה, תדיראן, ברימאג דיגיטל	מזגנים

כמו כן, בשנים האחרונות התפתח איום נוסף על היבואנים מצד היבוא המקביל, שכן היבואן המקביל רוכש מלאים ישירים מהיצרן ומשווקם בארץ במחירים נמוכים יותר, תוך שהוא נשען על התמיכה השיווקית של היבואן הרישמי. ראוי לציין כי היבוא המקביל מאופיין ברמת שירות נמוכה, ובדגמים פחות חדישים משל היבואנים הרישמיים. להערכת מידרוג, החשיפה של החברה לסיכון זה נמוכה יחסית מאחר ובבעלותה מותג מקומי פרטי בשם "קריסטל" וכן היבוא המקביל של מוצרי הקו הלבן אינו מהותי.

תלות ברשתות השיווק הקמעונאיות

לקוחות החברה בתחום פעילות השיווק ללקוחות הקמעונאיים נחלקים לארבעה סוגים עיקריים:

- רשתות חשמל קמעונאיות: רשתות אלה מתמחות בשיווק מגוון מוצרי חשמל, אלקטרוניקה, תקשורת ומחשבים.
- חנויות פרטיות: חנויות אלה ביססו את מעמדן על היכרות אישית ארוכת יומין עם לקוחותיהן, תמיכה מהספקים ומבנה הוצאות מצומצם.
- שיווק ישיר, קטלוגים, מסחר אלקטרוני ומכרזים: אחד האמצעים המוכרים ביותר מתבצע באמצעות מכרז פומבי כדוגמת "המכרז של המדינה". כמו כן, בישראל פועלים מספר רב של אתרי מסחר אלקטרוניים כדוגמת: "נטאקשן", "וואלה שופס" ועוד.
- רשתות שיווק מזון ורשתות "עשה זאת בעצמך": ברשתות אלו משווקים בדרך כלל מוצרי חשמל בסיסיים מסוג Cash & Carry. על סמך נתוני תשעת החודשים של שנת 2005, לחברה שני לקוחות עיקריים אשר ההכנסות מכל אחד מהם עולה על 10% מסך הכנסות החברה. כוחן של רשתות השיווק בענף החשמל והאלקטרוניקה הינו גדול והן נחשבות לגורם מוביל בענף, בהיותן ערוץ הפצה מרכזי של מוצרי חשמל ביתיים, כאשר בשנים האחרונות ניכרת מגמה של התחזקות רשתות השיווק, הגדלת הריכוזיות והגדלת כושר המיקוח של הרשתות מול היבואנים. בתחום פעילות השיווק לצרכנים, החברה מוכרת את מוצריה (ובכללם עודפים וסוג ב') במישרין וזאת באמצעות חנויות בבעלותה. בתחום פעילות זה קיים פיזור רב, ואין תלות בלקוח מסוים.

סיכוני ביקוש הנובעים מתנודות בשערי החליפין וכן סיכוני חשיפה מטבעית מול ספקים

קריסטל רוכשת את מוצרי החשמל ממספר מדינות בהן נהוגים מטבעות היורו ודולר של ארה"ב. התנודות בשערי החליפין של המטבעות הנ"ל עלולות להשפיע על מחירי המוצרים של החברה לעומת מתחרותיה ולפיכך על רמת הביקושים למותגים המשווקים על ידה. מאחר והחלק העיקרי של מכירות החברה הוא לשוק המקומי וההכנסות בגינן מתקבלות בשקלים נומינליים, בעוד שהמוצרים המיובאים נקובים באירו ודולר ארה"ב, החברה חשופה לפיחות בשערי החליפין אשר מייקר את עלות יבוא המוצרים. החברה נוהגת להתקשר בעסקאות הגנה בהיקפים שונים, במטרה לצמצם את הסיכונים הספציפיים הכרוכים בחשיפה זו.

מתן שירותי תמיכה טכנית הממלאים תפקיד חשוב במיצוב וביסוס מותגי החברה בענף

לשירותי האחריות והתיקונים הניתנים לצרכן לאחר רכישת המוצרים תפקיד חשוב במיצוב וביסוס שם המותג בענף, מאחר ורמת השירות הינה אחד הפרמטרים העיקריים המנחים את הצרכן הסופי בקניית מוצר חשמלי. כניסה לענף דורשת מערך כוח אדם מיומן ובעל ניסיון, הפעלה של מעבדות והחזקה של חלקי חילוף, בכמות המאפשרת מתן שירותים באיכות גבוהה ובזמן קצר. תפעול השירותים הטכניים נעשה בין באמצעות הפעלה עצמאית ובין בדרך של Outsourcing, כפי שנוהגת החברה. למוצרים הנמכרים על ידי החברה ניתנת אחריות (בדרך כלל לתקופה של שנה). החל משנת 1989 שירותי האחריות, האחזקה והתיקונים מסופקים על ידי חברת "שירות קריסטל מוצרי חשמל ביתיים בע"מ" (להלן "שירות קריסטל") באופן בלעדי, בתמורה לסכומים מוסכמים מראש אשר נקבעו במסגרת הסכם. על פי ההסכם, שירות קריסטל מחויבת לספק בתקופת האחריות, ללא תשלום, שירות תיקונים למוצרי החברה, וכן מספקת שירותים מעבר לתקופת האחריות בתמורה לתשלום ישירות מהלקוח. שירות קריסטל מחויבת לפעול במסגרת ההסכם רק עם החברה ולא עוסקת בפעילות אחרת. שירות קריסטל אינה בבעלות החברה.

סקירה ענפית: ענף מוצרי החשמל הביתיים

תחום מוצרי החשמל הביתיים חשוף לתחרות קשה בין מספר יבואנים, הנובעת בעיקר משוק פתוח ליבוא של מוצרים זולים

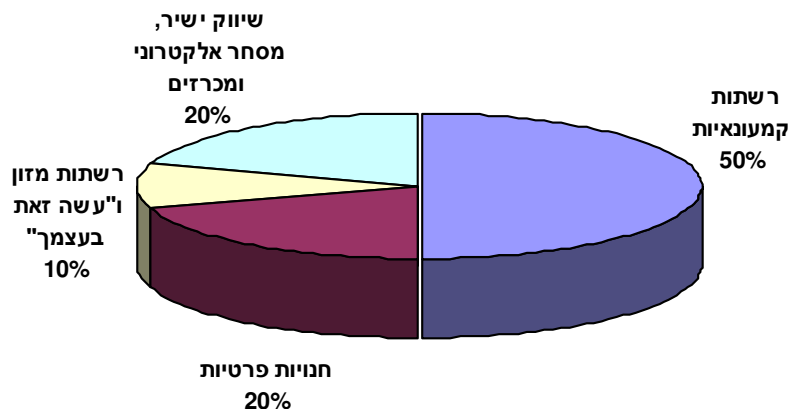
שוק מוצרי החשמל הביתיים נחלק לשני מגזרים עיקריים והם:

(1) מגזר המוצרים "הלבנים": מיועד לתחזוקה השוטפת של משק הבית וכולל מוצרים כדוגמת מקררים, מכונות כביסה, מייבשי כביסה, מדיחי כלים, מזגנים, תנורים. על סמך הערכות, מגזר זה מהווה כ-43% מסך שוק מוצרי החשמל (הכולל גם מוצרים קטנים, מוצרי תקשורת ומחשבים).

(2) מגזר המוצרים "החומים": כולל מוצרים בעלי אוריינטציה בידורית כגון טלוויזיות, מכשירי DVD ומערכות שמע. על סמך הערכות, מהווה מגזר זה כ-31% מסך שוק מוצרי החשמל.

על סמך הערכות מידרוג, שוק מוצרי החשמל והאלקטרוניקה הביתיים נאמד בכ-5 מיליארד ש"ח בשנת 2005 (במחירי מכירה לצרכן) בדומה לשנת 2004. מזה כ-3.8 מיליארד ש"ח הכנסות ממגזר "המוצרים הלבנים" וכ-1.2 מיליארד ש"ח הכנסות ממגזר המוצרים "החומים". שוק זה כולל את רשתות החשמל הקמעונאיות (כ-150 חנויות), חנויות החשמל הפרטיות (כ-350 חנויות), רשתות המזון הקמעונאיות, רשתות "עשה זאת בעצמך", מכרזים פומביים ואתרי מסחר אלקטרוני (הנתונים הם עפ"י הערכות החברה).

להלן התפלגות המכירות הקמעונאיות בענף (במונחים כספיים) על פי ערוצי השיווק*:



* על סמך הערכות ועיבודי מידרוג

על מרבית מוצרי החשמל המיובאים לישראל מוטל מס קניה ועל חלקם גם מכס. מיסים אלו נמצאים בתהליכי הפחתה מזה מספר שנים, כאשר בפברואר 2004 הופחתו מיסי הקנייה על מוצרי החשמל הלבנים מ-15% ל-5%. כמו כן, מחירי מוצרי החשמל ירדו בשנים האחרונות בשל עליית חלקם של המוצרים המיובאים מארצות בעלות עלויות ייצור נמוכות כמו המזרח הרחוק, מזרח אירופה ותורכיה.

על סמך נתונים שפורסמו על ידי רשות המיסים בישראל, המוצגים בטבלאות בהמשך, ניתן לראות כי מראשית שנת 2005 חל גידול ברוב מוצרי החשמל מלבד מקררים, בהם נרשמה ירידה בשיעור נמוך, כמו גם במכשירי הוידאו שרשמו ירידה בשיעור גבוה, עקב המשך המגמה של רכישת מכשירי DVD. הגידול ביבוא חל כמצופה לאור הגידול בצריכה הפרטית הצפויה לעמוד על כ-3.6% בסוף שנת 2005. ערך היבוא של מוצרים "לבנים" גדל בשיעור של כ-4.1% וערך היבוא של מוצרי אלקטרוניקה עלה בכ-13%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

להלן נתוני יבוא מוצרי חשמל לתקופה שבין ינואר-נובמבר*:

מוצרי חשמל לבנים				
ינואר-נובמבר 2004		ינואר-נובמבר 2005		המוצר
ערך יבוא במיליוני \$	כמות	ערך יבוא במיליוני \$	כמות	
70.4	197,188	71.4	194,198	מקררים
46.4	184,152	48.5	194,683	מכונות כביסה
7.9	42,579	8.6	47,680	מייבשי כביסה
16.3	52,411	16.4	55,847	מדיחי כלים
105.9	NA	111.9	NA	אחר
246.9		256.8		סה"כ

מוצרי אלקטרוניקה בידורית				
ינואר-נובמבר 2004		ינואר-נובמבר 2005		המוצר
ערך יבוא במיליוני \$	כמות	ערך יבוא במיליוני \$	כמות	
90.8	365,838	113.7	394,056	טלוויזיות
6.8	63,104	5.1	41,105	וידאו
22.1	363,861	28.4	450,999	DVD
147.1	NA	155.4	NA	אחר
266.8		302.6		סה"כ

* נתוני רשות המיסים בישראל

ענף מוצרי החשמל הבייתיים הינו תחרותי ברמה גבוהה מאוד, הנובעת ממגוון רב של מוצרים באיכויות ורמות מחיר שונות. התחרות בענף מתאפיינת במספר מועט של מתחרים גדולים אשר להם מערכי יבוא ושיווק, והם קשורים עם החברות היצרניות, הן בדרך של הסכמי בלעדיות בהם נקבע כי היבואן הינו היבואן היחיד הרישמי בישראל, והן בדרך של הסכמים ללא בלעדיות. **בשוק היבואנים קיימים שני סוגי שחקנים כמפורט להלן:**

1. יבואנים בלבד, אשר אינם מחזיקים בזרוע שיווקית:

שם היבואן	מותגים נבחרים
ניופאן	טושיבה, פילוט, דה לונגי
ישפאר*	סוני, גינרל אלקטריק, לנקו
תדיראן אמפא	AEG, ספקטרה, תדיראן, אמקור
BSH	בוש, סימנס
ראלקו	Zanussi, שארפ

* בדצמבר 2005 חתמה ישפאר עם ברימאג הסכם לפיו פעילות מותגי Sony ו-Lenco יועברו לחברת הבת בבעלות משותפת

2. יבואנים המחזיקים ברשתות שיווק ופועלים גם כקמעונאים:

שם היבואן	רשת השיווק בבעלות	מותגים נבחרים
מיני ליין	א.ל.מ	סמסונג, קינג, אלקטרולוקס
אלקטרה	שקם סנסור	מילה, סאוטר, פיליפס
ברימאג דיגיטל	טרקלין חשמל	LG, בקו, קנווד

בנוסף, קיים בענף יבוא מקביל של יבואנים, המייבאים את המוצרים במקביל ליבואן הבלעדי ו/או המורשה. תופעה זו עלולה לפגוע בתדמית המוצר נוכח העובדה שיבואנים אלו אינם מסוגלים לספק שירותי אחריות ותחזוקה כשם שמספקים היבואנים המורשים. בשנים האחרונות לא הצטרפו לענף מוצרי החשמל הביתיים הממותגים יבואנים חדשים, שכן חסם כניסה עיקרי הינו היכולת לתקשר עם יצרני המותגים בחו"ל בהסכם ייצוג ובנוסף, לצורך התקשרויות אלו נדרשת יכולת פיננסית משמעותית, לשם מימון צרכי ההון החוזר בענף (אשראי לקוחות, החזקת מלאים).

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

קריסטל מוצרי צריכה התאגדה בשנת 1989 כחברה פרטית בשם "טופ-ליין, החברה הישראלית לייבוא ולשיווק מוצרי חשמל בע"מ". בשנת 1991 ניירות הערך של החברה הונפקו בבורסה ובשנת 1992 היא רכשה את מלוא הון המניות של חברת קריסטל מכונות ומוצרי חשמל בע"מ (להלן: "קריסטל מכונות"). קריסטל מכונות משווקת את מוצרי קריסטל החל מיום היווסדה בשנת 1952, היא התאגדה לחברה פרטית בשנת 1969 והונפקה בורסה בשנת 1982.

בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד אשר מחזיק בכ- 74.2% מהון המניות של החברה לאחר שבחודש יוני 2005 מכרה קבוצת אלקו החזקות, את מלוא החזקתה במניות החברה (כ-37%) למשה ממרוד בתמורה לסך של כ-7.3 מיליון יורו. כתוצאה ממכירת המניות חדלו חברת פגור ברנדט, ספק עיקרי של החברה, ורשתות אלקטריק וסנסור, מלהיות צדדים קשורים.

דומיננטיות של בעל השליטה

המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון של החברה הינו מר משה ממרוד, אשר להערכת מידרוג תורם משמעותית להצלחת החברה, נוכח הבנתו המעמיקה בענף מוצרי החשמל בכלל ושל החברה בפרט, ובעל ניסיון וותק רב בתחום. ביום 31.12.2000 נחתם הסכם ניהול בין משה ממרוד לחברה, לפיו יעניק מר ממרוד לחברה שירותי ניהול כמנכ"ל וכיו"ר דירקטוריון פעיל בחברה. דמי הניהול שישולמו יהיו 1.8 מיליון ש"ח בשנה. כמו כן יהיה זכאי מר ממרוד למענק שנתי בשיעור של 10%-30% מהשכר אם יעלה הרווח השנתי של החברה על סכום מסוים הקבוע בהסכם.

אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

החברה לא קבעה מדיניות לחלוקת דיבידנד אך החל משנת 2004 חילקה סכומים גבוהים יחסית. יחסי הכיסוי של החברה חושבו תחת ההנחה כי החברה תחלק עד כ-40% מהרווח הנקי השנתי לבעלי המניות כדיבידנד.

להלן חלוקת הדיבידנד כפי שבוצעה בין השנים 2004-2005:

תאריך חלוקת דיבידנד	סכום דיבידנד שחולק במיליוני ש"ח
פברואר 2004	21.6
פברואר 2005	10.0
יוני 2005	35.4

להלן שמות בעלי התפקידים הבכירים בחברה:

שם	תפקיד
משה ממרוד	יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל
דורון סלע	סמנכ"ל כספים
ניסים דהאן	מנהל שיווק
דורון זינגר	מנהל תיפעול

להלן מבנה החזקת המניות לתאריך 30 בספטמבר 2005:

בעל המניות	אחוז החזקה בהון
משה ממרוד	74.2%
קריסטל צפון מוצרי חשמל (91) בע"מ (חברת בת)*	11.4%
הציבור	14.4%
סה"כ	100%

*מניות רדומות

אסטרטגיה עיסקית

דכישת פעילויות משלימות בעיקר בתחום האלקטרוניקה

החברה בוחנת את האפשרות לרכוש חברות או נציגויות נוספות בענף החשמל, בעלות מוצרים משלימים לתחום פעילותה, בעיקר בתחום האלקטרוניקה הבידורית, בו היא צופה קצבי צמיחה גבוהים בהשוואה למוצרי הקו הלבן.

פיתוח פעילויות בחו"ל בפרט במזרח אירופה

החברה בוחנת את האפשרות להרחבת שווקי היעד שלה לחו"ל ובפרט למדינות מזרח אירופה ככל הנראה באמצעות איתור שותף מקומי אשר יפיץ את מוצרי החברה, ובאמצעות הקמת אולמות תצוגה בדומה לחנויות הקונספט בישראל. החברה בוחנת את האפשרות לבצע זאת בשני שלבים: בשלב הראשון להשתמש במערך הלוגיסטי והמלאי בישראל לנציגויות בחו"ל. בשלב השני, בכפוף להתקדמות והצלחת הפעילות הבינלאומית, תיבחן השקעה במערך לוגיסטי בחו"ל. על סמך הנהלת החברה, סך ההשקעה הראשונית בחו"ל לא יעלה על כ-10 מיליון ש"ח אך החברה טרם קבלה החלטה סופית בעניין.

ביסוס מעמד בשוק מוצרי החשמל תוך שימת דגש על עיצוב המוצרים וחדשנות טכנולוגית

החברה מעוניינת להעמיק את אחיזתה בשוק מוצרי החשמל הבייתיים, על ידי שמירה על חדשנות טכנולוגית ורמת עיצוב גבוהה, באמצעות חנויות קונספט המציעות מוצרי חשמל בעיצובים ייחודיים.

גידול במכירות בתשעת החודשים של שנת 2005 באמצעות הרחבת מגוון המוצרים

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 הסתכמו ההכנסות בכ-210 מיליון ש"ח, לעומת כ-195 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, עלייה של כ-8%. עיקר הגידול במכירות נבע מהגידול במחזור של הרבעון השלישי של שנת 2005 לעומת שנת 2004, גידול של כ-16%. ככלל, מכירות מוצרי החשמל מתאפיינות בעונתיות ומושפעות בעיקר מתקופות חג (פסח וראש השנה). לאור העובדה כי ראש השנה חל בשנת 2005 בחודש אוקטובר, לעומת שנה מקבילה בה הוא חל בחודש ספטמבר, ניתן לטעון כי ברבעון זה לא נכללה מלוא ההשפעה החיובית של החג. הגידול האמור נובע מהרחבת מגוון המוצרים המשווקים על ידי החברה. לעומת זאת, בשנת 2004 חלה ירידה של כ-3% במחזור המכירות לעומת שנת 2003, אשר נבעה מהפחתת מיסי הקנייה על מוצרי החשמל בפברואר 2004 וכן מירידה של כ-4% בכמות המוצרים שנמכרו באותה שנה. הוזלת מחירי המוצרים כאמור, לא פעלה באופן מהותי ומובהק להגדלת הביקושים. מכירות החברה בחלוקה לשני תחומי הפעילות:

יבוא ושיווק מוצרי חשמל ביתיים (כ-89% מסך הכנסות החברה ל-1-9-2005): מכירות החברה גדלו בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2005 בכ-6% לעומת תקופה מקבילה בשנת 2004, ובשנת 2004 קטנו בשיעור של כ-2% לעומת שנת 2003.

שיווק לצרכן הסופי (כ-11% מסך הכנסות החברה ל-1-9-2005): מכירות החברה בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2005 גדלו בכ-26% לעומת תקופה מקבילה בשנת 2004, ובשנת 2004 קטנו בשיעור של כ-8% לעומת שנת 2003.

דוח רווח והפסד

אלפי ש"ח	Q1-3 2005	Q1-3 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2002
מכירות	210,099	194,975	254,383	261,950	222,477
עלות מכירות	156,727	142,963	187,553	190,152	166,209
רווח גולמי	53,372	52,012	66,830	71,798	56,268
הוצאות מכירה ושיווק	21,670	19,427	24,818	23,385	20,120
הוצאות הנהלה וכלליות	9,094	9,194	12,048	12,796	11,688
רווח תפעולי	22,608	23,391	29,964	35,617	24,460
הוצאות מימון נטו	6,173	6,999	9,247	7,381	9,511
הפחתת מוניטין*	1,234	1,234	1,645	1,645	1,645
הכנסות (הוצאות) אחרות נטו	(110)	102	(365)	78	(217)
רווח לפני מיסים על הכנסה	15,091	15,260	18,707	26,669	13,087
מיסים	5,825	6,416	7,493	9,428	2,714
רווח נקי לשנה	9,266	8,844	11,214	17,241	10,373

* בדוחות הכספיים של החברה הפחתת המוניטין סווגה מחדש רק החל משנת 2005, בדוחות המוצגים מעלה, ההפחתה סווגה החל משנת 2002

שינויים בשערי חליפין יחד עם הגידול בתחרות בשוק הביאו לשחיקה בשיעורי הרווח הגולמי והתפעולי

שיעור הרווח הגולמי ירד באופן מתון מ-27.4% בשנת 2003 ל-25.4%, על סמך נתוני תשעה חודשים ראשונים לשנת 2005 (לעומת 26.7% בתקופה מקבילה אשתקד). השחיקה בשיעור הרווח הגולמי הינה בעיקר כתוצאה ממימוש מלאים אשר נרכשו בשער חליפין גבוה יחסית של האירו (כ-25% מסך רכישות החברה מתבצעות במטבע זה) לעומת תקופה מקבילה אשתקד. באופן כללי, התחזקות האירו בשנת 2004 גרמה לעליה בעלות המוצרים המיובאים אך התחרות בשוק אינה מאפשרת העלאת מחירים במלוא שיעור הפיחות של השקל לעומת המטבע הזר. כמו כן, החברה רשמה גידול במכירת מוצרים בעלי שיעורי רווחיות גולמית נמוכים יחסית, בעיקר במזגנים, מה שהשפיע באופן כללי על שיעור הרווחיות הגולמית הכולל.

שיעורים קשיחים יחסית של הוצאות מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות הביאו לשחיקה אף בשיעורי הרווחיות התפעולית, אשר ירדה מ- 13.6% בשנת 2003 ל-10.8%, על סמך נתוני תשעה חודשים ראשונים לשנת 2005 (בסיווג מחדש של הפחתת המוניטין אשר עד לשנת 2005 היתה רשומה תחת הוצאות הנהלה וכלליות).

שיעורי רווחיות

FY 2002	FY 2003	FY 2004	Q1-3 2004	Q1-3 2005	
25.3%	27.4%	26.3%	26.7%	25.4%	שיעור רווח גולמי
9.0%	8.9%	9.8%	10.0%	10.3%	שיעור הוצאות מכירה ושיווק
5.3%	4.9%	4.7%	4.7%	4.3%	שיעור הוצאות הנהלה וכלליות
11.0%	13.6%	11.8%	12.0%	10.8%	שיעור רווח תפעולי
4.3%	2.8%	3.6%	3.6%	2.9%	שיעור הוצאות מימון
26,459	37,931	31,649	24,668	24,186	EBITDA
11.9%	14.5%	12.4%	12.7%	11.5%	שיעור EBITDA מההכנסות
4.7%	6.6%	4.4%	4.5%	4.4%	שיעור רווח נקי

הוצאות מימון בעיקר עבור שירותי ניכיון כרטיסי אשראי

בשנת 2002 שיעור הוצאות המימון עמד על 4.3%, ונבע ברובו מהוצאות הפרשי שער בגין התחייבויות לספקים במטבע חוץ (כתוצאה מפיחות בשער החליפין). מלבד שנה זו, החל משנת 2003 שיעור הוצאות המימון עומד בממוצע סביב ה-3%, בעיקר בגין ניכיון ועמלות שוברי כרטיסי אשראי, מאחר והחברה נוהגת לנכות את מרבית סכומי כרטיסי האשראי המתקבלים אצלה בחברות לניכיון כרטיסי אשראי. שיעורי הניכיון בהם מחויבת החברה כוללים את מרכיב הריבית וכן את עלות העמלה.

על סמך נתוני תשעה חודשים ראשונים של 2005, הרווח הנקי לתקופה עמד על כ- 9 מיליון ש"ח, שיעור רווח נקי של 4.4% הזהה לשיעור הרווח בתקופה מקבילה.

גידול בסך המאזן של החברה בשנים האחרונות בעיקר בסעיף הלקוחות

הסעיפים העיקריים בצד הנכסים הינם הלקוחות והמלאי. נכון ליום 30.9.2005 עמד סעיף הלקוחות על כ- 123 מיליון ש"ח והיווה כ- 56% מסך המאזן. מרביתו של הסעיף כולל חובות פתוחים והיתרה המחאות לגבייה וכרטיסי אשראי. החברה מקבלת מלקוחותיה שוברי כרטיסי אשראי, בגין מכירות לצרכן הסופי, אותם היא מנכה בחברה לסליקת כרטיסי אשראי- "גמא ניהול וסליקה בע"מ" (להלן: "גמא"). במידה ושוברים אלו אינם מכובדים על ידי חברות כרטיסי האשראי, חלה אחריות לגביהם על החברה (אחריות זו מוגבלת לסך השווה לסכום שוברי האשראי שנוכו על ידי החברה בגמא במשך חודשיים שקדמו לתאריך דוח כספי בתוספת של 750 אלפי ש"ח). הגידול ביתרת הלקוחות החל משנת 2004 נובע מהגידול ביתרות כרטיסי אשראי כתוצאה משינוי בהצגת פעולות, כאשר החברה רושמת התחייבויות לגמא כנגד קבלת המזומנים בעוד שבעבר קבלת המזומנים הקטינה את יתרת הלקוחות. לפיכך, החברה רושמת את שוברי כרטיסי האשראי שנוכו אך טרם נפרעו (ע"י הצרכן הסופי) בגמא ביתרת הלקוחות. יתרת הלקוחות **בניכוי כרטיסי האשראי שנוכו בחברות הסליקה** עומד על כ-105 מיליון ש"ח נכון ל-30.9.2005, ועל כ- 96 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2004. כ- 80% מחובות הלקוחות מבוטחים בביטוח אשראי נכון ליום 30.9.2005. גובה ההשתתפות העצמית במקרה של תביעה עומד על 10%. סעיף המלאי נכון ליום 30.9.2005 עמד על כ- 61 מיליון ש"ח והיווה כ- 28% מסך המאזן. החברה מחזיקה במחסניה ובמחסני הערובה בנמל אשדוד מלאי של מוצרי חשמל מוגמרים בהיקף משתנה על פי שיקוליה המסחריים. הירידה במלאי של שנת 2005 לעומת שנת 2004, נובעת בעיקר מהירידה בעלות הפריטים בעקבות ירידת שער היורו.

נתונים נבחרים מן המאזן

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	30.9.2005	אלפי ש"ח
נכסים				
35,067	1,182	1,740	2,571	מזומנים
69,886	104,385	109,838	123,024	לקוחות
0	0	14,253	18,000	מזה כרטיסי אשראי שנוכו וטרם נפרעו
5,269	3,662	3,340	4,083	חייבים ויתרות חובה
48,398	59,916	69,063	61,294	מלאי
12,278	11,661	9,710	9,420	מקרקעין להשכרה
		700	731	לקוחות ז"א
5,040	4,250	4,876	6,652	רכוש קבוע, נטו
16,853	15,384	14,129	12,492	רכוש אחר, נטו
192,791	200,440	213,396	220,267	סך נכסים
התחייבויות				
14,661	10,403	33,209	73,986	אשראי והלוואות מתאגידים בנקאיים
73,834	44,935	38,875	40,851	ספקים ונותני שירות
8,558	14,799	18,973	14,049	זכאים והתחייבויות אחרות
95,738	130,303	122,339	91,381	הון עצמי
192,791	200,440	213,396	220,267	סך התחייבויות והון עצמי

צרכי הון חוזר גבוהים כתוצאה מאשראי לקוחות גבוה

החברה פועלת בתחום המאופיין בצרכי מימון לטווח הקצר, אשר מושפעים מעונותיות. נכון ליום 30.9.2005 הסתכמו צרכי הון החוזר בכ- 135 מיליון ₪ (כ- 48% מסך ההכנסות), זאת לעומת כ- 149 מיליון ₪ (כ-57%) ביום 30.9.2004. בניטרול כרטיסי האשראי, שנוכו אך טרם נפרעו, מיתרת הלקוחות, צרכי הון החוזר המתוקנן מסתכמים בכ-117 מיליון ש"ח (כ-42% מסך ההכנסות) ליום 30.9.2005. מרבית צרכי הון החוזר של החברה נובעים מאשראי לקוחות גבוה, אשר עמד על כ-135 ימי אשראי **מתוקננים** ב-30.9.2005, ואינו מקוּוֹז באשראי אותו היא מקבלת מספקים אשר עמד על כ-70 ימי אשראי, וכן מרמת מלאי גבוהה יחסית הנדרשת מהחברה על מנת לאפשר זמינות מרבית של מוצרים. בניכוי מרכיב המע"מ, יתרת הלקוחות בניכוי כרטיסי אשראי שנוכו בחברת סליקה עומדים על 113 ימי אשראי. ימי אחזקת המלאי של החברה נכון ליום 30.9.2005 עומדים על כ-105 ימים.

יחסי נזילות עיקריים

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	30.9.2004	30.9.2005	
41,306	108,717	125,667	149,094	134,884	צרכי הון חוזר
18.6%	41.5%	49.4%	*57.4%	*48.2%	צרכי הון חוזר להכנסות
41,306	108,717	111,414	NA	116,884	צרכי הון חוזר מתוקנן
18.6%	41.5%	43.8%	NA	41.7%	צרכי הון חוזר להכנסות מתוקנן
26,645	98,314	92,458	88,438	60,898	פער בין (לקוחות+חייבים+מלאי) לבין (חוב+ספקים+זכאים)
1.6	2.4	2.0	1.8	1.8	יחס שוטף
1.1	1.6	1.3	1.2	1.2	יחס מהיר
113.1	143.5	155.4	*168.6	*158.1	ימי אשראי לקוחות**
113.1	143.5	135.3	NA	135.0	ימי אשראי לקוחות מתוקנן
159.9	85.1	74.6	*57.9	*70.4	ימי אשראי ספקים
104.8	113.4	132.6	*135.6	*105.6	ימי אחזקת מלאי

* בגילום שנתי ** כולל מע"מ

האיתנות הפיננסית הושפעה מגידול בהיקף החוב, בפרט בחוב לזמן ארוך ומחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי

החוב הפיננסי המתוקנן, בניכוי כרטיסי האשראי שנוכו בחברת הסליקה, עומד על כ-56 מיליון ש"ח נכון ליום 30.9.2005, ועל כ-19 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2004. מרבית החוב הוא לז"ק. ההון העצמי למאזן עמד על כ-42% נכון ליום 30.9.2005 לעומת כ-57% נכון ליום 31.12.2004. יחס החוב הפיננסי ל-CAP בהתחשב בניכיון לקוחות, עלה מכ-13% ביום 31.12.2004 לכ-38% ביום 30.9.2005. יחסי האיתנות הפיננסית נשחקו כתוצאה מהגידול במינוף של החברה על ידי הגדלת האשראי הבנקאי לז"ק, וכן לקיחת הלוואה לזמן ארוך בסך של 20 מיליון ש"ח. בנוסף חילקה החברה במהלך שנת 2005 דיבידנד בסך של כ-40 מיליון ש"ח אשר הקטין משמעותית את ההון העצמי. נכון ליום 30.9.2005 האיתנות הפיננסית של החברה, כפי שבאה לידי ביטוי ביחסים הפיננסיים הבאים, מוערכת ע"י מידרוג כבינונית עד טובה. לחברה מסגרות אשראי העומדות לרשותה ממספר בנקים, בסך כולל של כ-180 מיליון ש"ח, אשר נכון למועד כתיבת הדוח היא מנצלת מתוכן 40 מיליון ש"ח. בהנחה של גיוס חוב בסך של כ-55 מיליון ש"ח יסתכם החוב הפיננסי של החברה בכ-129 מיליון ש"ח, והחוב הפיננסי המתוקנן יעמוד על כ-110 מיליון ש"ח. הגידול בחוב יגרום לשחיקת יחסי האיתנות הפיננסית, כאשר ההון העצמי לסך מאזן ירד לכ-33% ויחס החוב הפיננסי ל-CAP יעלה לכ-59% ובהתחשב בניכיון לקוחות יעמוד על 55%.

יחסים פיננסיים עיקריים

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	30.9.2005	באלפי ש"ח
14,661	10,403	33,209	73,986	סה"כ חוב פיננסי
(20,406)	9,221	31,469	71,415	חוב פיננסי נטו
14,661	10,403	18,956	55,986	סה"כ חוב פיננסי מתוקנן
(20,406)	9,221	17,216	53,415	חוב פיננסי נטו מתוקנן
49.7%	65.0%	57.3%	41.5%	הון עצמי לסך מאזן
13.3%	7.4%	21.3%	44.7%	חוב פיננסי ל-CAP
-18.5%	6.6%	20.2%	43.2%	חוב פיננסי נטו ל-CAP
13.3%	7.4%	13.4%	38.0%	חוב פיננסי ל-CAP מתוקנן
-18.5%	6.6%	12.2%	36.2%	חוב פיננסי נטו ל-CAP מתוקנן

תזרים מזומנים מפעילות תנוודת

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת הינם תנוודתיים והיו שליליים בין השנים 2003-2004. התזרים השלילי נבע מהגידול בצרכי ההון החוזר אשר גדלו משמעותית בשנים הללו לעומת שנת 2002. הגידול בהון החוזר נבע מהגידול ביתרת הלקוחות בשנת 2004 כתוצאה מהתארכות ימי אשראי לקוחות, ולעומת זאת קיטון בימי אשראי ספקים. בהתחשב בניכיון כרטיסי האשראי והפחתת הלקוחות, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת הינו חיובי בשנת 2004 והסתכם לכ-12 מיליון ש"ח. ה-FFO, המנטרל את השינויים בהון החוזר, עלה מכ-11.4 מיליון ש"ח בשנת 2002 לכ-15.1 מיליון ש"ח בשנת 2004, ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 עמד על 12.9 מיליון ש"ח ומשקף עלייה (בגילום שנת). המזומנים ששימשו לפעילות השקעה בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2005, הסתכמו ב-3 מיליון ש"ח, כולם השקעה ברכוש קבוע (Capex), וכללו השקעה בשתי חנויות תצוגה בבאר שבע ובהרצליה. באופן כללי עיקר פעילות ההשקעה של החברה נובעת מרכישה ותמורה מרכוש קבוע.

תזרים המזומנים ששימשו לפעילות מימון המתוקנן, בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2005, עמד על סכום שלילי של כ-3.8 אלפי ש"ח וכלל ברובו קבלת הלוואה לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים ואשראי לז"ק בסכום כולל של כ-36 מיליון ש"ח, אשר מימן את חלוקת הדיבידנד בסך של כ-40 מיליון ש"ח. בשנת 2004 התזרים לפעילות מימון המתוקנן עמד על סכום שלילי של כ-11 מיליון ש"ח, כתוצאה מלקיחת אשראי לזמן קצר, אשר מימן באופן חלקי דיבידנד בסך של כ-19 מיליון ש"ח.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

אלפי ש"ח	Q1-3 2005	Q1-3 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2002
תזרים מפעילות שוטפת	3,901	(11,479)	(2,291)	(28,873)	52,040
תזרים מפעילות שוטפת מתוקנן	7,648	NA	11,962	(28,873)	52,040
FFO	12,889	11,847	15,128	22,832	11,484
תזרים מפעילות השקעה	(3,015)	(93)	(779)	(749)	(991)
מזה CAPEX	(3,092)	(426)	(1,112)	(1,371)	(1,036)
תזרים מפעילות מימון	(55)	13,761	3,628	(4,263)	(17,243)
תזרים מפעילות מימון מתוקנן	(3,802)	NA	(10,625)	(4,263)	(17,243)
יחסי כיסוי					
חוב פיננסי ל- EBITDA	2.3	1.8	1.0	0.3	0.6
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA	2.2	1.7	1.0	0.2	-0.8
חוב פיננסי מתוקנן ל- EBITDA	1.7	NA	0.6	0.3	0.6
חוב פיננסי נטו מתוקנן ל- EBITDA	1.7	NA	0.5	0.2	-0.8
חוב פיננסי ל- FFO	4.3	3.8	2.2	0.5	1.3
חוב פיננסי נטו ל- FFO	4.2	3.6	2.1	0.4	-1.8
חוב פיננסי מתוקנן ל- FFO	3.3	NA	1.3	0.4	-1.8
חוב פיננסי מתוקנן ל- CFO מתוקנן	5.5	NA	1.6	Negative	0.3
EBITDA להוצאות מימון	3.9	3.5	3.4	5.1	2.8

* נתונים רבעוניים בגילום שנתי

יחסי הכיסוי בשנת 2005 נשחקו לעומת שנת 2004 בעקבות הגידול בחוב. גיוס חוב נוסף צפוי לגרום לשחיקה נוספת ביחסי הכיסוי

יחסי כיסוי החוב בין השנים 2002-2004 היו טובים מאוד כתוצאה מביצועי החברה ורמת החוב הנמוכה. על סמך נתוני תשעה חודשים ראשונים לשנת 2005 חלה שחיקה ביחסי הכיסוי כתוצאה מהגידול בחוב הפיננסי, אם כי יחסי הכיסוי נותרו נמוכים יחסית ותואמים את אופי הפעילות. החוב הפיננסי ל-FFO עמד על 4.3 לעומת 3.8 בתקופה מקבילה אשתקד ובהתחשב בניכיון לקוחות, עמד על 3.3. יחס החוב הפיננסי ל-FFO בתקופות האמורות הושפע מחד מעליה ברמת החוב ומאידך בשיפור ה-FFO. בהתחשב בגיוס חוב בסך של 55 מיליון ש"ח, FFO מייצג שנתי של כ-16 מיליון ש"ח, לפני הוצאות מימון בגין חוב מגוייס, ושל כ-14 מיליון ש"ח בהתחשב בהוצאות מימון כאמור לעיל, נגזר יחס כיסוי חוב על ידי FFO של כ-8, ובהתחשב בניכיון לקוחות כ-7. יחסי כיסוי אלו מבטאים הערכות כי החזר תמורת הגיוס ינבע מהשקעות סינרגטיות לטווח ארוך.

השוואה בין חברות דומות בענף

חברת מיני ליין בע"מ הינה חברה ציבורית אשר הוקמה בשנת 1982, ומשמשת כיבואן ומשווק בלעדי של מוצרי חשמל ביתיים תחת המותג Electrolux, Samsung וכן המותג הפרטי King-מיני ליין מחזיקה בחברת א.ל.מ סחר 2000, רשת שיווק קמעונאית, אשר מוכרת את המוצרים המיובאים על ידה ומוצרים של יבואנים אחרים לצרכן הסופי. למיני ליין ישנה פעילות של יבוא ושיווק מכשירי טלפון סלולריים מתוצרת LG המהווה כ-20% מסך המכירות לשנת 2004.

חברת ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ הינה חברה ציבורית (החל משנת 2005) אשר הוקמה בשנת 1993 ועוסקת ביבוא, שיווק והפצה של מכשירי חשמל ואלקטרוניקה ביתיים תחת שמות המותג Kenwood, Akai, LG וכן מחזיקה במספר מותגים פרטיים – Universal, Graetz ועוד. חברה אחת של ברימאג דיגיטל הינה רשת טרקלין חשמל בע"מ המהווה לקוח עיקרי. החל מיום 31.12.2004 מוזגה ברימאג עם שתי חברות קשורות ובעקבות כך, נוספו לפעילותה שיווק, יבוא והפצה של מוצרי חשמל ידניים קטנים. על סמך נתוני מרץ 2005 המוצרים הקטנים מהווים כ-30% מסך המכירות. ביום 18.12.2005 חתמה ברימאג הסכם עם ישפאר הום סק בע"מ לפיו פעילות מותגי Sony ו-Lenco יועברו לחברה בת בבעלות משותפת.

שיעורי צמיחה נמוכים ביחס למתחרות

מהשוואת הגידול בהכנסות בשלוש החברות ניתן לראות כי ברימאג דיגיטל צמחה בשיעור החד ביותר משנת 2004 לשנת 2005 (בגילום שנתי), הסיבה לגידול החד הינה המיזוג עם החברות הקשורות בסוף שנת 2004. מיני ליין רשמה גידול של כ-24% במכירות (הכוללות כאמור את המכירות לרשת הקמעונאית המאוחדת באיחוד מלא) לעומת קריסטל אשר רשמה גידול של כ-10%.

קריסטל מציגה שיעורי רווחיות אשר בחלקם גבוהים ממתחרותיה

שיעורי הרווח הגולמי אשר מציגה קריסטל תואמים את הענף, ונעים בממוצע סביב 26%, ללא שינויים חדים במהלך השנים. לעומת זאת, מציגה החברה שיעורי רווח תפעולי הגבוהים משתי מתחרותיה, כאשר בשנת 2004 שיעור הרווח התפעולי שלה עמד על כ-11.8% לעומת שיעורי רווח שנעו סביב 5% אצל מתחרותיה. ראוי לציין כי מיני ליין עוסקת בתחום התקשורת אשר הסב לה הפסדים בשנת 2004. הרווח הנקי מההכנסות של קריסטל עמד על 4.4% בשנתיים האחרונות, שיעור רווח נקי הדומה לחברת ברימאג בשנת 2004 (לאחר המיזוג), אך גבוה משל מיני ליין.

צרכי הון חוזר וימי אשראי לקוחות סבירים ביחס לענף

צרכי הון החוזר של קריסטל עמדו על כ-42% ביחס להכנסות נכון ליום 30.9.2005, וטובים משל ברימאג דיגיטל אשר הציגה שיעור צרכי הון חוזר להכנסות של כ-52%. מיני ליין הציגה צרכי הון חוזר להכנסות נמוכים משמעותית אשר עמדו על כ-17% נכון ליום 30.9.2005, וזאת להערכת מידרוג, מכיוון שהיא מפחיתה את מרבית יתרת הלקוחות שלה, אשר נוכו אצל חברות סליקת כרטיסי האשראי וטרם נפרעו, וזאת בשונה מקריסטל, דבר המגדיל את יתרת הלקוחות אצלה. כמו כן, ימי אשראי הלקוחות אשר מספקת קריסטל עמדו על כ-135 ימי אשראי נכון ליום 30.9.2005 (כולל מע"מ) לעומת מיני ליין, אשר הציגה את ימי אשראי הלקוחות הנמוכים ביותר, כאמור עקב הפחתה משמעותית של יתרת הלקוחות.

חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים אשראי לקריסטל וברימאג

חברות קריסטל וברימאג דיגיטל מבטחות את ההתקשרות עם מרבית לקוחותיהן (כ-80%-60% מיתרת הלקוחות) בביטוחי אשראי ובכך מגבילות את החשיפה לסיכון זה. לעומת זאת, מיני ליין בחרה שלא לבטח את לקוחותיה ולכן חשופה לסיכונים אשראי. כפועל יוצא רשמה קריסטל בשנים האחרונות הפרשות נמוכות לחומ"ס, כ-380 אלפי ש"ח בשנת 2004. לעומת הפרשה גבוהה של כ-1.1 מיליון ש"ח אשר רשמה מיני ליין באותה שנה.

ברמאג דיגיטל			מיני ליין			קריסטל			שם יבואן
LG, קנווד, Beko			סמסונג, קינג, אלקטרולוקס			קריסטל, Amana, De-Dietrich			מותגים נבחרים
FY 2003	FY 2004*	Q1-3 2005	FY 2003	FY 2004	Q1-3 2005	FY 2003	**FY 2004	**Q1-3 2005	(באלפי ש"ח)
NA	114,423	268,926	293,361	411,670	383,564	291,950	254,383	210,099	הכנסות
NA	26.4%	28.9%	26.5%	26.1%	22.5%	24.6%	26.3%	25.4%	שיעור רווח גולמי
NA	5.3%	10.4%	3.7%	5.7%	5.8%	12.2%	11.8%	10.8%	שיעור רווח תפעולי מההכנסות
NA	1,423	11,025	3,305	10,991	8,922	17,241	11,214	9,266	רווח נקי
NA	20,110	46,139	77,724	88,715	86,629	130,303	122,339	91,381	הון עצמי
NA	9.7%	18.6%	58.1%	48.7%	51.7%	65.0%	57.3%	41.5%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
NA	150,255	145,598	8,765	37,766	21,001	10,403	18,956	55,986	חוב פיננסי
	-	40,045	-	6,676	-	-	-	20,000	מזה חוב לז"א
NA	170,365	191,737	183,252	141,401	123,697	140,706	141,295	147,367	CAP
NA	88.2%	75.9%	4.8%	26.7%	17.0%	7.4%	13.4%	38.0%	חוב פיננסי ל- CAP
NA	6.1%	10.9%	5.1%	6.9%	6.7%	14.5%	12.4%	11.5%	EBITDA להכנסות
NA	367.8	154.5	45.7	85.3	52.4	143.5	135.3	135.0	ימי לקוחות***
NA	88.8	42.0	68.3	61.1	55.5	85.1	74.6	70.4	ימי ספקים
NA	268.8	102.8	103.2	77.0	69.8	113.4	132.6	105.6	ימי מלאי
NA	141.1%	52.1%	17.8%	24.8%	17.1%	41.5%	43.8%	41.7%	צרכי הון חוזר להכנסות
NA	11,205	41,050	43,583	64,391	66,324	98,314	92,458	60,898	פער בין (לקוחות+חייבים+מלאי) - (חוב+ספקים+זכאים)
NA	24,495	(12,602)	37,767	(32,769)	28,011	(28,873)	11,962	7,648	תזרים מפעילות שוטפת
NA	1,539	12,167	6,791	16,421	13,472	22,832	15,128	12,889	מקורות מפעילות - FFO
NA	NR	9.0	1.3	2.3	1.2	0.4	1.3	3.3	חוב פיננסי ל-FFO
NA	NR	3.7	0.6	1.3	0.6	0.2	0.6	1.7	חוב ל-EBITDA

* נתונים כספיים טרם המיזוג עם שתי החברות הקשורות ב-31.12.2004 ** הנתונים הכספיים של קריסטל מוצגים כנתונים מתוקננים

***כולל מע"מ



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ	Net Income	הכנסות נטו
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחבי בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CTC05020655M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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 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. 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.