



פעולת דירוג מרץ 2007

קריסטל מוצרי צריכה בע"מ

מידרוג מעניקה דירוג A2 להנפקת אג"ח בסך של עד 55 מיליון ש"ח, מהם עד 30 מיליון ש"ח תוספת חוב, והיתר להחלפת חוב קיים. האג"ח עומדות לפירעון בחמישה תשלומי קרן שווים בכל אחת מהשנים 2009-2013. מח"מ הסדרה הוא כ-4.5 שנים. גיוס האג"ח נועד לממן השקעה בפעילות סינרגטית.

התפתחויות עיקריות

מחברת:

עסקת תד"א עשויה לתרום להרחבת סל המוצרים, לחיזוק המעמד העסקי מול רשתות השיווק ולגידול משמעותי בהיקף הפעילות.

קרן ממן

אנליסטית

kmaman@midroog.co.il

בחודש דצמבר 2006 השלימה החברה את קניית מלוא הון המניות של חברת אלקטרו ויסטה בע"מ (להלן: "אלקטרו ויסטה") חברה בת של תדיראן אמפא החזקות בע"מ (להלן: "תד"א"), בתמורה לסך של 37.5 מיליון ש"ח, מהם 7.5 מיליון ש"ח שולמו במזומן, זאת לאחר שבנובמבר 2006 נמכרו 5.3% מהון המניות לפסגות קרנות נאמנות תמורת 8.1 מיליון ש"ח. כנגד היתרה בסך 30 מיליון ש"ח תקצה החברה אג"ח (לא סחירות), אשר ישולמו בתשלומים שנתיים שווים לתקופה של 5 שנים החל מיום 31.12.2007, אלקטרו ויסטה הינה הזכיינית הבלעדית בישראל של מוצרי "AEG" והמותג "GALA". כחלק מהעסקה האמורה נרכשו גם זכויות השימוש והמוניטין במותגים: "אמקור", "תדיראן" וזאת בעיקר במשפחות מוצרי החשמל הלבנים לשימוש ביתי, הבעלות במותג "ספקטרה" וכן הועבר לידי החברה המפעל לייצור מקררים הממוקם בעפולה (להלן: "עסקת תד"א"). תוספת החוב בגין הגיוס נשוא הדירוג מיועדת להחליף את ההתחייבות האמורה של קריסטל לתד"א.

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים

ומסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מהלך הרכישה כאמור יתרום להרחבת סל המוצרים ושיפור המעמד העסקי של החברה מול רשתות השיווק. לאחר הרכישה, קריסטל תהפוך לאחת ממשווקות מוצרי החשמל הלבנים הגדולות בישראל, עם נתחי שוק משמעותיים בקטגוריות הפעילות העיקריות.

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

בד בבד עם עסקת הרכישה מכרה קריסטל את המוניטין והפעילות בתחום שירותי האחזקה, התיקונים והביטוח - "שירות קריסטל" לתדיראן אמפא תמורת 6 מיליון ש"ח בכפוף להתאמות כמפורט בהסכם. תמורת הרכישה תשולם בשישה תשלומים שנתיים שווים החל מיום השלמת העברת הפעילות בתחום השירות ועוד חמישה תשלומים החל מיום 31.12.2007. כחלק מתנאי המכירה, הוסכם כי תדיראן אמפא תספק את שירות התיקונים והאחריות לכלל המוצרים שישוקו בישראל על ידי החברה, לתקופה של 7 שנים.

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 18.3.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומץ 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.

ירידה בהכנסות בשיעור של 5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 רשמה החברה ירידה של כ-5% בהכנסות בהשוואה לתקופה המקבילה שנבעה בעיקר מהירידה במכירות ברבעון הראשון של שנת 2006, וזאת בעיקר כתוצאה של איחורים בהגעת מוצרים. עם זאת חלה עלייה קלה בשיעור הרווח הגולמי שעמד על 26.6% בהשוואה ל-25.4% בתקופה המקבילה ו-25.2% בכל שנת 2005. הגידול בשיעור הרווח הגולמי נבע מייסוף השקל מול הדולר, מאחר וחברה רוכשת חלק משמעותי מהסחורות במטבע זה, וכן מירידה במכירות המזגנים, אשר מגלמים שיעורי רווחיות נמוכים, לעומת תקופה מקבילה אשתקד. בשיעור הרווח התפעולי חלה שחיקה קלה בעיקר כתוצאה מגידול בהוצאות המכירה, הנהלה וכלליות.

החברה דיווחה על יציבות ברווח הנקי בתשעת החודשים הראשונים של 2006 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי הפסקת הפחתת מוניטין בתשעת החודשים הראשונים של 2006 (כ-1.2 מיליון ש"ח) וירידה בתשלומי המס (ללא קשר לשינוי שיעור המס הסטטוטורי) תרמו באופן חיובי לרווח הנקי בתקופה הנוכחית

תמצית נתוני רווח והפסד באלפי ש"ח					
FY 03	FY 04	FY 05	1-9/2005	1-9/2006	
261,950	254,383	270,427	210,099	199,152	מכירות
71,798	66,830	68,198	53,372	52,900	רווח גולמי
23,385	24,818	28,488	22,385	23,070	הוצאות מכירה ושיווק
12,796	12,048	11,406	8,379	10,164	הוצאות הנהלה וכלליות
35,617	29,964	28,488	22,608	19,666	רווח תפעולי
7,381	9,247	8,311	6,173	6,523	הוצאות מימון
9,428	7,493	6,826	5,825	3,908	מיסים על הכנסה
17,241	11,214	11,563	9,266	9,198	רווח נקי
17.7%	(2.9%)	6.3%	7.8%	(5.2%)	שיעור השינוי במכירות לעומת תקופה מקבילה
27.4%	26.3%	25.2%	25.4%	26.6%	רווח גולמי / הכנסות
8.9%	9.8%	10.5%	10.7%	11.6%	הוצאות מכירה ושיווק / הכנסות
4.9%	4.7%	4.2%	4.0%	5.1%	הוצאות הנהלה וכלליות / הכנסות
13.6%	11.8%	10.5%	10.8%	9.9%	רווח תפעולי / הכנסות
6.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%	רווח נקי / הכנסות

גידול בצרכי הון חוזר שנבע בעיקר מגידול בימי לקוחות

החברה מקבלת מלקוחותיה שוברי כרטיסי אשראי בגין מכירות לצרכן הסופי אותם היא נוהגת לנכות בחברות סליקה. ניכיון כרטיסי האשראי מאפשר לחברה להקטין את צרכי ההון החוזר ולשפר את נזילותה. עם זאת, חל גידול בימי אשראי לקוחות, מכ-138 ימי אשראי לקוחות מתוקנן, ליום 30.9.2005, לכ-158 ימי לקוחות ליום 30.9.2006. הגידול בימי לקוחות שהביא לגידול בצרכי ההון החוזר בתקופה האמורה, נבע משינוי בתמהיל הלקוחות (גידול במכירות לרשתות השיווק), וגידול משמעותי ביתרת הלקוחות לז"א (מעל שנה). ראוי לציין כי הטיפול בנושא חוב הלקוחות מתבצע באופן הדוק באמצעות ועדות אשראי תקופתיות, וכן באמצעות ביטוח אשראי החל על כ-73% מיתרת הלקוחות (בניכוי כרטיסי האשראי שנוכו בחברות הסליקה).

יחסי נזילות ויעילות תפעולית באלפי ש"ח					
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.9.2005	30.9.2006	
108,717	125,667	109,616	134,622	124,520	צרכי הון חוזר
-	38,200	40,200	44,884	38,710	סה"כ כרטיסי אשראי שנוכו
-	14,253	11,900	18,000	2,458	מזה כרטיסים שנוכו וטרם נפרעו
108,717	149,614	137,916	161,506	160,772	צרכי הון חוזר כולל כרטיסי אשראי שנוכו
108,717	111,414	97,716	116,622	122,062	צרכי הון חוזר מתוקנן*
41.5%	49.4%	40.5%	48.1%	46.9%	צרכי הון חוזר / הכנסות
41.5%	58.8%	51.0%	57.7%	60.5%	צרכי הון חוזר כולל כרטיסי אשראי שנוכו / הכנסות
41.5%	43.8%	36.1%	41.6%	46.0%	צרכי הון חוזר מתוקנן / הכנסות
145	159	149	161	161	ימי אשראי לקוחות
145	193	188	196	211	ימי אשראי לקוחות כולל כרטיסי אשראי שנוכו
145	138	133	138	158	ימי אשראי לקוחות מתוקנן
86	76	82	71	64	ימי אשראי ספקים
115	134	97	107	95	ימי מלאי

הגידול בחוב הפיננסי נועד בעיקר למימון הגידול בצרכי ההון החוזר

החוב הפיננסי המתוקנן ליום 30.9.2006 עמד על כ-63 מיליון ש"ח, לעומת 56 מיליון ש"ח ליום 30.9.2005, ול-39 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2005. הגידול בחוב הפיננסי (בעיקר האשראי לז"ק) נועד למימון הגידול בצרכי ההון החוזר של החברה, ושחק את יחס ההון העצמי למאזן אשר עמד ביום 30.9.2006 על כ-46% לעומת כ-49% ליום 31.12.2005. בעקבות החוב הנוסף בגין עסקת תד"א אשר מסתכם לכ-30 מיליון ש"ח, זאת לאחר תשלום במזומן של 7.5 מיליון ש"ח, אשר מומן על ידי מכירת כ-5% מהון המניות תמורת 8.1 מיליון ש"ח, יסתכם החוב הפיננסי המתוקנן של החברה בכ-93 מיליון ש"ח. הגידול בחוב יגרום לירידה מסוימת ביחסי האיתנות, כאשר ההון העצמי לסך מאזן ירד לכ-40%. רצוי לציין כי בד בבד עם ביצוע עסקת תד"א, מכרה החברה את פעילות השירות כאמור, תמורת 6 מיליון ש"ח לתד"א, אשר ישולמו על פי תנאי האג"ח (תשלום במזומן וחמישה תשלומים שנתיים שווים בריבית של 5.5%). לאור האמור, תוספת החוב נטו (עלות הרכישה בניכוי התמורה מהמכירה) מסתכמת לכ-24 מיליון ש"ח.

חוב פיננסי ויחסי איתנות באלפי ש"ח					
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.9.2005	30.9.2006	
10,403	33,209	50,402	73,724	65,455	סך חוב פיננסי
10,403	18,956	38,502	55,724	62,997	חוב פיננסי מתוקנן
140,706	141,295	132,180	147,105	156,088	CAP מתוקנן
130,303	122,339	93,678	91,381	93,091	הון עצמי
65.0%	61.4%	49.0%	45.2%	45.7%	הון עצמי / סך מאזן מתוקנן
7.4%	13.4%	29.1%	37.9%	40.4%	חוב פיננסי מתוקנן / CAP מתוקנן

לחברה מסגרות אשראי ממספר בנקים בסך כולל של כ-300 מיליון ש"ח, אשר נכון למועד כתיבת הדוח היא מנצלת מתוכן כ-70 מיליון ש"ח (כולל ערבויות ואשראי דוקומנטרי).

* בגין כרטיסי האשראי שנוכו וטרם נפרעו חלה אחריות לגביהם על החברה וזאת במידה ושוברים אלו אינם מכובדים על ידי חברות כרטיסי האשראי. התיקון של החוב הפיננסי הינו הניטרול של שוברי האשראי שנוכו אך טרם נפרעו. החל משנת 2006 שונה ההסכם, כך שזכות החזרה בגין כרטיסי האשראי שנוכו וטרם נפרעו לא תעלה על 5% מיתרת כרטיסי האשראי שטרם נפרעו או 3 מיליון ש"ח, הגבוה מבניהם.

בשנים האחרונות מציגה החברה תזרים מפעילות FFO יציב. עם זאת הגידול בצרכי הון חוזר בתשעת החודשים לשנת 2006 הביא ל-CFO שלילי.

החברה רשמה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת, שנבע בעיקר מהתארכות ימי אשראי לקוחות, יחד עם ירידה בימי ספקים, זאת לעומת תזרים חיובי בתקופה מקבילה אשתקד, ותזרים מזומנים מפעילות שוטפת CFO חזק בכל שנת 2005. כתוצאה מהגידול בחוב הפיננסי, חלה שחיקה ביחסי הכיסוי לעומת תקופה מקבילה, אם כי יחסי הכיסוי נותרו נמוכים יחסית. נציין כי פעילות החברה, בדומה לכלל הענף, מאופיינת בעונתיות: הרבעון השלישי חזק עונתית אולם תורם בדרך כלל CFO נמוך יחסית בשל אשראי לקוחות.

דוחות על תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי					
באלפי ש"ח					
FY 03	FY 04	FY 05	1-9/2005	1-9/2006	
17,241	11,214	11,563	9,266	9,198	רווח נקי
5,591	3,914	4,183	3,361	2,190	הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרים המזומנים (ללא הון חוזר)
22,832	15,128	15,746	12,627	11,388	FFO
(51,705)	(17,419)	15,530	(8,726)	(14,695)	שינויים בהון חוזר
(28,873)	(2,291)	31,276	3,901	(3,307)	CFO
(1,371)	(1,112)	(4,657)	(3,092)	(1,688)	CAPEX
-	(19,178)	(40,224)	(40,224)	(10,000)	DIV
(30,244)	(22,581)	(13,605)	(39,415)	(14,995)	FCF
0.5	1.3	2.4	3.3	4.1	חוב פיננסי מתוקן ל-FFO
0.3	0.6	1.2	1.6	2.2	חוב פיננסי מתוקן ל-EBITDA

אודות המנפיק

קריסטל מוצרי צריכה בע"מ (להלן: "החברה") עוסקת ביבוא ושיווק מוצרי חשמל ואלקטרוניקה לשימוש ביתי תחת מותג העוגן של החברה: "קריסטל", וכן משמשת כיבואנית הרשמית בישראל של "Amana", "Maytag", "De-Dietrich", "Blomberg" ו-"Daewoo". בעקבות הרכישה כאמור, נוספו בין השאר המותגים: "AEG", "Spectra", תדיראן ואמקור. החברה פועלת החל משנת 1989 ובשנת 1992 רכשה את חברת קריסטל מכונות ומוצרי חשמל בע"מ, חברה המשווקת את מוצרי קריסטל משנת 1952. ניירות הערך של החברה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל משנת 1991. עיקר מכירות החברה מתבצעות בישראל, באמצעות שני ערוצי שיווק: לקוחות קמעונאיים (כ-86% מסך ההכנסות) וצרכנים סופיים (כ-14% מסך ההכנסות). עד היום לחברה לא היתה פעילות ייצור והיא רכשה את מוצריה מספקים בחו"ל, לאחר הרכישה החברה תחל בפעילות ייצור מקררים.

השיקולים העיקריים לדירוג

מוניטין רב שנים אשר הקנה לחברה מעמד שוק חזק; סל מוצרים מגוון עם מותגים מוכרים ובראשם המותג הפרטי "קריסטל" המגדיל את כח המיקוח אל מול רשתות השיווק; שמירה על נתחי שוק גבוהים חרף רמת התחרות הגבוהה; צפי לגידול משמעותי בנתחי השוק בקטגוריות העיקריות בעקבות עסקת תד"א; תלות ברשתות השיווק לאור העובדה כי אין לה זרוע קמעונאית משמעותית; יכולות פיתוח וחדשנות טכנולוגית; תלות ביצרני המותגים המיובאים, אם כי נמוכה יחסית תוצאה של מותג פרטי חזק; התחרות החריפה בענף מקשה על הגידול ברמת ההכנסות וגוררת השקעות גבוהות בשיווק; חשיפה לשינויים בשערי החליפין של השקל למול הדולר והיורו, החברה נוהגת להתקשר בעסקאות הגנה בהיקפים שונים במטרה לצמצם את הסיכונים הספציפיים הקשורים בחשיפה הנ"ל; ניהול בקרת האשראי פנימי וחיצוני (ביטוח אשראי) מקטין סיכוני אשראי; יתרת לקוחות גבוהה הגוררת צרכי הון חוזר משמעותיים; תזרים מפעילות FFO יציב, לעומת תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת CFO תנודתיים;

אופק הדירוג

אירועים שעשויים לשפר את הדירוג:

חיזוק מעמד החברה באופן שיבוא לידי ביטוי בגידול בהיקפי הפעילות במקביל למדיניות אשראי לקוחות מצמצמת שיתרום לשיפור ביחסי הכיסוי ובתזרימי המזומנים;

אירועים שעלולים לפגוע בדירוג:

האטה במכירות תוך עליה בצרכי ההון החוזר;
חלוקת דיבידנדים במידה שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה;
פעילות מהותית במדינות המדורגות בדירוג בינלאומי נמוך מהדירוג של מדינת ישראל;

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
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	דרגת השקעה ספקולטיבית
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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CTC05030755M
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"). 2007

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 מניפיק, 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.