

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

A2	דירוג סדרה
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסך של עד 150 מיליון ש"ח, שנועד בחלקו להחליף חוב קיים, באופן שיתרת החוב הפיננסי של החברה, העומדת ערב הגיוס על סך של כ-137 מיליון ש"ח (נתון המחושב על בסיס נתוני פרופורמה, ומתחשב בעסקאות שבוצעו לאחר 30.9.2006 ועד למועד דוח זה), תגדל לסך של כ-175 מיליון ש"ח. האג"ח ישאו ריבית והצמדה ויעמדו לפרעון בשמונה תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2010. מח"מ הסדרה הוא כ-6.0 שנים. יתרת המזומנים שיוותרו לאחר הגיוס והחלפת החוב, בצירוף היתרות הנזילות של החברה ערב הגיוס, מיועדים להשקעות חדשות.

פרופיל החברה

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה") הינה חברת השקעות העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בהשקעה בחברות בתחומי המסחר, התעשייה, הנדל"ן והטכנולוגיה, בעיקר כאלו הפועלות מישראל. תיק האחזקות הינו ברובו חדש, והתהווה מאז החלפת השליטה בישראל, בחודש אפריל 2005. גיוס החוב נשוא דירוג זה נועד בחלקו לממן החלפת חוב בנקאי, שמימן השקעות שבוצעו בשנה החולפת. פורטפוליו האחזקות מצוי עדיין בשלבי התהוות, ולחברה תוכניות להשקעות נוספות בטווח הקרוב והבינוני, בתחומים קיימים וחדשים. השקעות חדשות ימומנו בין השאר מעודפי מזומנים שיוותרו לאחר גיוס האג"ח והחלפת החוב הבנקאי. האחזקות העיקריות של ישאל למועד דוח זה הינן: אורין רשתות פארם וקוסמטיקה בע"מ ("אורין"), חברה פרטית המוחזקת על ידי ישאל בשיעור של 90.0% בזכויות ההון וההצבעה (כ-75% בדילול מלא), ומחזיקה בעלות מלאה בניופארם דראגסטורס בע"מ ("ניופארם") המפעילה רשת חנויות פארם של 51 סניפים. ישאל רכשה 100% ממניות אורין בחודש יולי 2006 בתמורה לסך של כ-82 מיליון ש"ח, מתוכם כ-42 מיליון ש"ח כהלוואות בעלים באורין. במהלך חודש פברואר 2007 מכרה ישאל 10% ממניות אורין לצד שלישי, לרבות אופציה להקצאה נוספת של 16.53% ממניות אורין לאותו גורם, בתמורה לסך של כ-15.1 מיליון ש"ח; מפעלי ע. שניפ ושות' בע"מ ("שניפ"), חברה פרטית העוסקת בייצור ובשיווק של מצברים בישראל ובחוו"ל (שיעור אחזקה של 50.0% בהון המניות ובזכויות ההצבעה), ומוחזקת על ידי ישאל משנת 1991; יציקות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית המוחזקת בשיעור של כ-60% בהון המניות ובזכויות ההצבעה. פינקלשטיין עוסקת בייצור מוטות ברונזה, פלזי וסגסוגות נחושת ושיווקם לענפי תעשייה בישראל ובחוו"ל. האחזקה בפינקלשטיין נרכשה על ידי ישאל בחודש פברואר 2007 בתמורה לסך של כ-62.1 מיליון ש"ח; Franz Kalff GmbH ("FKG"), חברה פרטית העוסקת בפיתוח ושיווק של מוצרי עזרה ראשונה ליצרני רכב ושיווק מוצרי בטיחות לרשתות שיווק בגרמניה. ישאל מחזיקה ב-100% מהון המניות של FKG, שנרכשו בדצמבר 2006 בתמורה לסך של כ-6.0 מיליון יורו.

נכון למועד הדוח לחברה אין השקעות בתחום הנדל"ן, אולם היא מצויה במו"מ להשקעות בתחום ייזום נדל"ן למגורים במזרח אירופה ובאזורים מתפתחים אחרים. הנהלת החברה הצהירה על מדיניותה להגביל את היקף ההשקעות העתידיות בייזום נדל"ן (חלקה בהון העצמי) לסכום של עד 6.0 מיליון דולר, ולבצען בשיתוף עם יזמים מקומיים.

בנוסף להשקעות העיקריות לעיל, מחזיקה ישאל שיעורי אחזקה נמוכים במספר קרנות הון סיכון וחברות טכנולוגיה בהיקף השקעה כולל של כ-8.0 מיליון ש"ח ליום 30.9.2006. האחזקות בתחום הטכנולוגיה היוו בעבר מרכיב מהותי בתיק האחזקות, אולם חלקן הגדול נמחק בשנים 2002-2003.

מחבר:

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים 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

כמו כן לחברה השקעה פיננסיות לטווח ארוך במניות Delek US Holdings בשווי של כ-38.0 מיליון ש"ח ליום 30.9.2006. בשנת 2006 מימשה החברה את אחזקותיה (30%) במניות כימיפל בע"מ בתמורה לסך של כ-8.5 מיליון ש"ח וללא רווח הון.

<u>ישאל: מאזן סולו*</u>		
<u>אלפי ש"ח</u>		
<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2005</u>	
12,480	23,794	מזומנים ושווי מזומנים
127,100	71,281	ני"ע סחירים **
74,669	141,773	השקעה בחברות מוחזקות
20,028	48,893	חברות אחרות
1,352	1,172	קרנות הון סיכון
1,336	1,508	רכוש אחר
236,965	288,421	סך נכסים
52,327	124,308	חוב פיננסי
18,650	10,890	זכאים אחרים
165,988	153,223	הון עצמי
236,965	288,421	סך התחייבויות והון עצמי
70.0%	53.1%	הון עצמי / סך נכסים
4.50	2.31	שווי ספרים אחזקות ומזומן / חוב פיננסי

* החברה אינה מפרסמת מאזן סולו רבעוני. על פי אומדני מידרוג, נכון למועד הדוח, יתרת ההשקעות בחברות המוחזקות, חברות אחרות וקרנות הון סיכון, בעקבות עסקאות שבוצעו במהלך שנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007, הינו כ-229 מיליון ש"ח. הגידול בהשקעות מומן בירידה ביתרות המזומנים ובגידול בחוב הפיננסי שעומד על כ-137 מיליון ש"ח למועד הדוח.

<u>ישאל: הרכב תיק האחזקות</u>			
<u>לחודש ינואר 2007</u>			
<u>מועד רכישה</u>	<u>עלות במיליוני ש"ח</u>	<u>שיעור אחזקה</u>	<u>החברה המוחזקת</u>
יולי 2006	68.0	90%	אורין (ניו-פארם)
2001	30.2	50%	שנפ
פברואר 2007	55.0	60%	פינקלשטיין
דצמבר 2006	24.9	100%	פראנף קאלף
יוני-דצמבר 2006	38.0	1.0%	דלק ארה"ב
	13.1		השקעות אחרות
	229.2		סך השקעות בחברות מוחזקות,

שנפ (50%)

שנפ הינה חברה פרטית העוסקת בייצור, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים לשוק המקומי ולחו"ל. שנפ מייצרת מצברים לכל סוגי כלי הרכב, לרבות ציוד מכני כבד וטנקים. שנפ הינה החברה הגדולה בישראל בתחום הייצור והשיווק של מצברים עם נתח שוק מוערך של כ-44% ממכירות המצברים בישראל. המתחרה השנייה בגודלה הינה וולקן מצברים בע"מ המחזיקה בנתח שוק של כ-30%. יתר השחקנים בשוק הם בעיקר יבואנים. פעילות הייצור של שנפ נעשית במפעל שנפ באזור התעשייה הצפוני בנתניה. ניצולת הייצור בחברה עומדת על כ-70% מכושר הייצור המרבי במתקנים הקיימים. בסוף שנת 2006 העסיקה החברה כ-133 עובדים, מרביתם עובדי ייצור ומכירות. מרבית מכירות שנפ הן לשוק המקומי (כ-88% מהמכירות בשנת 2006 ו-92% בשנת 2005). בשנה האחרונה הגדילה שנפ באופן משמעותי את המכירות לייצוא, בעיקר למערב אירופה, באמצעות מכירות למוותגים פרטיים. העופרת מהווה מרכיב מרכזי בייצור המצברים ועלותה בשנת 2006 היוותה כ-79% מעלות חומרי הגלם של שנפ וכ-50% מסך עלות המכר. העופרת הינה סחורה עולמית (Commodity) שמחירה נקבע בבורסת המתכות בלונדון, ומושפע מכוחות ביקוש והיצע העולמיים. מחירי העופרת מצויים במגמת עלייה מאז תחילת העשור ומאופיינים בתנודתיות גבוהה יחסית, בעיקר בשנתיים האחרונות. העופרת הינה סחורה במחסור שמצבוריה העולמיים מצויים במגמת ירידה. הצמיחה המואצת במזרח אסיה, ובעיקר בסין, הובילה לגידול ניכר בביקושים לעופרת. העלייה במחירי העופרת בשנים האחרונות והתנודתיות הרבה בהם הובילה להזנת הביקושים גם מגורמים ספקולטיביים. רכישות העופרת מתבצעות משני מקורות עיקריים: עופרת נקיה מיובאת ממקומות שונים בעולם ועופרת מורכבת המיוצרת בישראל ממחזור של מצברים ישנים. לשנפ תלות ביצרן העופרת המורכבת שהינו היחיד בישראל בתחום. המכירה והשיווק נעשים בעיקר בשיווק ישיר, באמצעות חמישה סניפים הפרוסים בכל רחבי הארץ, שלושה סניפים מרכזיים בבעלות שנפ ושניים נוספים בבעלות זכיינים. בנוסף, לשנפ כ-19 מפיצים הרוכשים ממנה את המצברים ומשווקים אותם בעיקר לקמעונאים. לקוחות שנפ כוללים חשמלאי רכב, יבואני רכב (הרוכשים מצברים למוסכים המורשים מטעמם), ארגונים ציבוריים ופרטיים המחזיקים צי רכב, משרד הביטחון, רשתות שיווק, חברות גרירה וחברות השכרת רכב. אין לשנפ לקוח שמהווה מרכיב מהותי במכירות. שנפ אחראית לתקינותם של המצברים שהיא מוכרת לפרקי זמן הנעים בין 12 ל-25 חודשים. שנפ מפרישה בדוחותיה הכספיים סכומים בגין החזרות, כאשר ההפרשה נקבעת על פי ניסיון העבר. מרבית המצברים המוחזרים משמשים את שנפ למחזור והפקת עופרת ממוחזרת. שיטות הייצור של שנפ מאפשרות עמידות גבוהה בטעינת יתר וחיי מדף של עד כ-12 חודשים ללא צורך בטעינה נוספת.

שנפ נוסדה בשנת 1951 ומוחזקת על ידי ישאל משנת 2001. שנפ הינה חברה ותיקה ובעלת מיצוב גבוה ואיתן בתחום פעילותה, המתבטא בנתח שוק גבוה וברווחיות גולמית גבוהה ויציבה. שנפ רשמה בשנתיים האחרונות גידול בהכנסות, תוך שמירה על רווחיות גולמית גבוהה, בשל עלייה במחירי המצברים וגידול במכירות לייצוא. תהליך הייצור בשנפ מתבסס על עופרת מסוגים שונים, שמחיריה האמירו בשנתיים האחרונות, בשל מחסור עולמי במוצר זה, והם מאופיינים בתנודתיות רבה. כמו כן לשנפ תלות ביצרן יחיד בישראל של עופרת ממוחזרת. מפעלי שנפ באזור התעשייה הישן של נתניה טעונים השקעות בייעול שרשרת הייצור. מעבר לכך שוקלת שנפ להעתיק את המפעלים לאזור אחר, תוך שיפור שרשרת הייצור בהיקף השקעה משמעותי. פעילות הייצור של שנפ כרוכה בפליטה של חומרים מזהמי אוויר והיא נדרשת לעמוד בחוקים ובתקנות שונות בקשר עם הפחתת זיהום וצמצום הפגיעה באיכות הסביבה. למועד דוח זה אין כנגד שנפ תביעות בנושאים אלו ולהערכת ההנהלה היא עומדת בכל דרישות החוק. שנפ מתעתדת לגייס חוב פיננסי בתקופה הקרובה כדי לממן השקעות ברכוש קבוע והתרחבות נוספת. גיוס החוב עשוי להיות מלווה בהנפקת הון מניות ובחלוקת דיבידנד משמעותי ערב ההנפקה. ערב כל המהלכים הללו, לשנפ הון עצמי של כ-63 מיליון ש"ח, הנובעים מעודפים צבורים ומהווים כ-63% מהמאזן ויתרת חוב פיננסי נמוכה.

שנפ: תמצית תוצאות הפעילות (באלפי ש"ח)

2005	2006	
82,005	101,730	הכנסות
29,730	38,281	רווח גולמי
7,348	11,934	רווח נקי
36.3%	37.6%	רווח גולמי %
9.0%	11.7%	רווח נקי %
84,339	99,443	סך הנכסים
56,485	62,963	הון עצמי
67.0%	63.3%	הון עצמי/מאזן

פינקלשטיין (60.0%)

ישאל רכשה 60% מהון המניות של פינקלשטיין בחודש ינואר 2007 בתמורה לסך של כ-62.1 מיליון ש"ח, מתוכם כ-55 מיליון ש"ח שולמו במועד העסקה, והיתר ישולמו בתום שנה. חברת פינקלשטיין עוסקת מזה 30 שנה בתחום של ייצור מוטות ברונזה, פליז וסגסוגות נחושת למיניהן, ומכירתם לענפי תעשייה שונים בשוק המקומי ולייצוא. בתום שנת 2005 הגדילה פינקלשטיין את אחזקותיה בחברת מעוף מתכות אל ברזליות בע"מ ("מעוף") משיעור של 50% ל-100%. מעוף עוסקת בייצור ושיווק של מוטות פליז, בטכנולוגיית עיבוד שונה מזו של פינקלשטיין. מוצרי פינקלשטיין הם בעיקר מוטות חצי מוגמרים, המשמשים תעשיות סופיות או קבלני משנה בתעשייה. היתרון היחסי הבולט של פינקלשטיין הינו יכולתה לייצר מגוון רחב של מוצרים, הן בהיבט של סגסוגות מתכת שונות, והן בהיבט של גדלים. כמו כן החברה עומדת בקשת רחבה של תקנים מחמירים. החברה פועלת באופן מתמשך להגדלת קשת המוצרים. חומר הגלם העיקרי למוצרי החברה הינו הנחושת, המשולבת עם שורה של חומרים נוספים כמו אבץ, בדיל ועופרת, לייצור הסגסוגות הסופית. מחירי חומרי הגלם של החברה עלו במידה ניכרת בשנת 2006, בהמשך לעלייה חדה שנרשמה גם בשנת 2005. הנחושת נרכשת בעיקר בישראל ממספר ספקים.

מחיר נחושת בבורסת המתכות של לונדון ינואר 1998 עד דצמבר 2006 (דולר לטון)



מכירות פינקלשטיין (במאוחד עם מעוף) הסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 בכ-117 מיליון ש"ח, לעומת היקף מכירות של כ-85 מיליון ש"ח בשנת 2005. הגידול במכירות בשוק המקומי ובייצוא נבע משני גורמים עיקריים: גידול במגוון המוצרים שיוצרו ונמכרו במענה לביקושים (גידול במגוון סגסוגות הנחושת ומגוון הצורות והגדלים של המוטות המיוצרים בפינקלשטיין ובמעוף) ועלייה ברמת המחירים הממוצעת, שנבעה ברובה מהתייקרות במחירי הנחושת העולמיים. כ-50% מהיקף המכירות של פינקלשטיין הינו ליצוא, בעיקר לגרמניה, אנגליה וארה"ב. לקוחותיה בחו"ל הם בעיקר מפעלים בענפי התעשייה השונים ומפיצים ברחבי העולם. הגידול במכירות והשיפור ברווח הגולמי (בעיקר בשל שיפור תמהיל המוצרים ועליית מחירים) הובילו לגידול חד ברווח הנקי של החברה, שהסתכם בכ-21 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006. יתרת ההון העצמי של

פינקלשטיין ליום 30.9.2006 הסתכמה בכ-45 מיליון ש"ח, ממנה חולקו במהלך הרבעון האחרון של השנה כ-20 מיליון ש"ח דיבידנד טרם למכירתה (יתרת ההון מהמאזן פרופורמה לאחר חלוקת הדיבידנד היא לפיכך כ-34%). סך הנכסים של פינקלשטיין ליום 30 בספטמבר 2006 הסתכמו בכ-80 מיליון ש"ח ואילו סך התחייבויותיה לאותו מועד הסתכמו בכ-35 מיליון ש"ח.

פינקלשטיין: תמצית תוצאות הפעילות (אלפי ש"ח)*

2004	2005	1-9/06	
29,132	42,060	117,391	מכירות
4,235	7,091	33,413	רווח גולמי
5,067	5,030	30,197	רווח תפעולי
1,534	2,853		רווח נקי לפני חלק ברווח חברה בת (רלוונטי עד 2006)
Na	3,043	-	חלק החברה בתוצאות חברה מוחזקת (50%)
Na	5,896	20,858	רווח נקי כולל חלק ברווחי חברה בת (עד 2006)
14.5%	16.9%	28.5%	רווח גולמי %
17.4%	12.0%	25.7%	רווח תפעולי %

* אין להשוות את נתוני שנת 2006 לשנים קודמות בשל איחוד מלא של תוצאות חברה בת החל משנת 2006. נתוני המכירות, הרווח הגולמי והרווח התפעולי לשנים 2004 ו-2005 הם סולו ואינם כוללים את החברה המאוחדת. בשנת 2006 הנתונים מאוחדים

פרנץ קאלף (100%)

פרנץ קאלף נרכשה על ידי ישאל מקבוצת וורלד גרופ בחודש דצמבר 2006 תמורת סך כולל של כ-6.0 מיליון אירו, מהם כ-4.5 מיליון אירו ששולמו במזומן (סכום דומה להון העצמי של הנרכשת במועד הרכישה), כ-1.0 מיליון אירו שישולמו בשני תשלומים בתוך שנתיים וכ-0.5 מיליון אירו ישולמו כעבור שנתיים, מותנה בעמידה בביצועים.

פרנץ קאלף הינה חברה פרטית שנוסדה בגרמניה בשנת 1883. עד לשנת 1996, עסקה פראנץ קאלף בייצור ומכירה של ערכות עזרה ראשונה. בשנת 1996, לאחר מספר שנות פעילות הפסדיות, העבירה את פעילות הייצור לקבלני משנה והתמקדה בסחר, תכנון ומכירה של ערכות עזרה ראשונה לרכב, לבית, למוסדות ולפעילות ספורט – באירופה, ובעיקר בגרמניה. ומאז שנת 1997 הינה חברה רווחית.

החל משנת 2005 פעלה להרחבת המכירות לקמעונאים, תוך מינוף הקשרים שפיתחה מול רשתות קמעונאיות גדולות, בעיקר בגרמניה. במסגרת זו היא עוסקת, מעבר לפעילות בתחום של ערכות עזרה ראשונה כאמור לעיל, בשיווק ומכירה של מגוון מוצרים ממזרח אסיה, לרבות מוצרי בטיחות לרכב (משולשי אזהרה, חליפות אזהרה ומחזירי אור), ביגוד, ציוד לחיות מחמד, מגוון אביזרי בטיחות, מוצרים המיועדים למבוגרים, וכיוב', ומכירתם לשוק הקמעונאי – בעיקר לרשתות שיווק גדולות וליצרני רכב. חלק מהמוצרים הם פרי פיתוח העצמי. פרנץ קאלף נחשבת לאחד הספקים המובילים בתחום ערכות העזרה הראשונה בגרמניה, שבו קיימת חשיבות ניכרת למוניטין ולאמינות של ספקית הערכות. השוק בגרמניה הוא בין הגדולים בתחום בגלל חקיקה המחייבת את כל בעלי הרכב להחזיק ערכת עזרה ראשונה ברכבם. הרשתות REWE Metro Group ו-ALDI מהוות לקוחות עיקריים של פרנץ קאלף, והיא בעלת קשרים ארוכי טווח עם לקוחותיה. מרבית המוצרים המשווקים על ידה מיוצרים בגרמניה. בשנים האחרונות היא פעלה להרחיב את היקף המוצרים המיוצרים בסין, ובשנת 2006 הסמיכה יצרן סיני ראשון למוצרי העזרה הראשונה. סך הנכסים של פרנץ קאלף ליום 30.9.2006 הסתכם בכ-6,411 אלף יורו וסך ההתחייבויות לאותו מועד הסתכמו בכ-2,409 אלף יורו. הונה העצמי לאותו מועד הסתכם בכ-4,002 אלף יורו המהווה כ-62% מהמאזן.

פרנץ קאלף: תמצית תוצאות הפעילות (אלפי יורו)

2004	2005	1-9/06	
14,401	12,608	11,284	מכירות
3,135	2,605	2,587	רווח גולמי
696	373	1,015	רווח תפעולי
484	242	773	רווח נקי
21.8%	20.7%	22.9%	רווח גולמי %
4.8%	3.0%	9.0%	רווח תפעולי %

ניו-פארם (90%)

ניו-פארם הינה רשת הפארם השנייה בישראל הכוללת 51 סניפים בסוף שנת 2006, מהם תשעה סניפים חדשים שנפתחו במהלך בשנת 2006. שבעה מבין הסניפים הינם בתי מרקחת פרטיים קטנים שהושכרו על ידי הרשת תחת המותג "ניו-פארם מדיקל" החל משנת 2006. הכנסות ניו-פארם נובעות מארבעה תחומי מוצרים עיקריים: תרופות מרשם ותרופות OTC (כ-22% מההכנסות לתקופה ינואר-ספטמבר 2006), מוצרי טבע (כ-12%) מוצרי קוסמטיקה (כ-32%) ומוצרים כלליים (טואלטיקה, מוצרי תינוקות ומוצרי נוחות אחרים: כ-34% מההכנסות). שיעור הרווחיות של תחום התרופות הינו נמוך יחסית, אולם, בדומה לכל רשתות הפארם, הוא מהווה עוגן עסקי ושיווקי חזק מאוד. קופות החולים מהוות כ-6.0% מהכנסות הרשת (בעיקר בתחום תרופות המרשם) והיתר נובעות מלקוחות פרטיים¹.

בישראל פועלת רשת פארם אחת נוספת – סופר פארם, המתחרה העיקרית של ניו-פארם. על פי הערכות הנהלת ניו-פארם, חלקה של סופר-פארם מבין שתי הרשתות הינו 80% והיא מחזיקה כ-112 סניפים בפריסה ארצית, עם יתרון ברור בהיקף הפריסה באזור המרכז, ירושלים והדרום (לניו-פארם נוכחות בולטת באזור הצפון השל השתייכותה ההיסטורית לרשת קו אופ צפון). להערכת מידרוג, הפדיון למ"ר בסופר-פארם גבוה באופן משמעותי מזה של ניו-פארם והיא בולטת לטובה בתחום המותג הפרטי. שוק רשתות הפארם בישראל נהנה בשנה החולפת משיעור צמיחה גבוהים יחסית. על פי נתונים של חברת המחקר נילסן, תחום טיפוח הפרט ברשתות הפארם רשם צמיחה של 2.9% במכירות בשנת 2006 ותחום טיפוח הבית עלה בשיעור של 4.2%. על פי נתוני נילסן, הרגלי הצריכה בישראל מצביעים על העדפה לרשתות הפארם ולבתי המרקחת בתחומים של מוצרי בריאות וטיפוח, על פני הרשתות הכלליות (על פי נתוני נילסן 85% מהצרכנים העידו כי הם קונים מוצרי בריאות ויופי בעיקר בבתי מרקחת ובפארמים, לעומת 54% בעולם). להערכת מידרוג, מבנה שוק הפארם בישראל, שבו רשת אחת דומיננטית השולטת בשוק הינו חריג, ועשוי להצביע על פוטנציאל גידול משמעותי לרשת מתחרה. בו במקביל, התחרות בשוק חריפה, וכוללת, מלבד השחקנית הדומיננטית, את בתי המרקחת הפרטיים בתחום התרופות והטבע, את רשת המשביר לצרכן הדומיננטית ואת רשת אפרייל בתחום הקוסמטיקה, וכמובן את הרשתות המזון בתחום המוצרים הכלליים ומוצרי הטיפוח.

ניו-פארם נרכשה על ידי ישאל כשהיא חברה הפסדית ובעלת הון עצמי שלילי, תוצאה של בעיות ניהוליות ושוקיות חריפות. ניו-פארם סבלה בין השאר מפריסה חלשה, מניהול ועיצוב מוזנח של חלק מהסניפים וממרכיב גבוה של סניפים הפסדיים או מאוזנים, יחסית לסניפים רווחיים. בדומה לרשתות שיווק אחרות, מרבית המכירות מתבצעות במזומן ללקוחות פרטיים, ומבנה ההון החוזר אמור להוות חוזקה תזרימית עבור הרשת. חרף זאת, עד לשנת 2005 נכשלה הרשת בניהול תזרים המזומנים וסבלה מגרעון בהון החוזר, שנבע מיתרות מלאי גבוהות מאוד ואשראי ספקים נמוך יחסית. מאז החלפת השליטה בניו פארם, בוצעו ברשת מספר שינויים מהותיים, הכוללים: נקיטת צעדים טקטיים לשיפור תזרים המזומנים, לרבות הגדלת הבונוסים מספקים, שיפור תנאי האשראי מספקים, הורדת ממוצע ימי המלאי והגדלת מסגרות האשראי מהבנקים; סגירת סניפים לא רווחיים (בעיקר סניפים שפעלו בתוך רשת קלאבמרקט) והתייעלות ברמת המטה וברמת הסניפים; השקעה במערכות מחשוב חדשות המקשרות את כל סניפי הרשת והמטות; הרחבת הפריסה תוך שינוי הקריטריונים לפתיחת סניפים חדשים.

ניו פארם מתמודדת מול מתחרה חזקה מאוד, החולשת על נתח שוק גדול מאוד, וחזקה מניו פארם במרבית הפרמטרים (מכירות למ"ר, נתח שוק, מועדון לקוחות, מותג פרטי, ועוד) אולם, השינויים האמורים הציבו בסיס לשיפור בתוצאות הפעילות של ניו-פארם. מכירותיה של ניו-פארם גדלו בשיעור של כ-8% ברבעון השלישי של 2006 בהשוואה לרבעון המקביל, ובשיעור של 6.0% בתשעת החודשים הראשונים של השנה. שיעור הרווח הגולמי ושיעור

¹ אופן התקשרותה של ניופארם עם קופות החולים, למעט קופ"ח כללית, הוא כדלקמן: ניופארם רוכשת בעצמה את מלאי התרופות מספקיה השונים. חברי הקופות נדרשים לשלם סכום מסוים עבור התרופות כפי שקובעות הקופות, כנגד הצגת מרשם. ניופארם גובה את התמורה מהלקוחות ואת הפער בין התמורה לבין עלות התרופה ("דמי ניפוק") היא גובה מקופות החולים. על פי תנאי ההתקשרות, קופות החולים זכאיות להנחות במקרים מסוימים, כתלות בהיקף המכירות. ההתקשרות עם קופ"ח כללית מבוססת על רכישת התרופות על ידי הקופה ומכירתם למבוטחים לפי מחיר שקובעת הקופה. כנגד מקבלת ניופארם מהכללית עמלות מכירה קבועות בגין כל מרשם. גם כאן ישנו מנגנון של הנחות המוענקות לקופה כתלות במחזור המכירות.

הרווח התפעולי ביחס להכנסות שופרו, וכמו כן שופר באופן ניכר תזרים המזומנים מפעילות שוטפת. מדיניות ההתרחבות של הנהלת הרשת חותרת ליצור איזון בין צרכי המזומנים בטווח הקצר לבין צמיחה ארוכת טווח. נכון ליום 30.9.2006 לניו-פארם גירעון בהון העצמי וסך נכסיה, בהיקף של כ-216 מיליון ש"ח ממומנים בעיקר מהלוואות בעלים והתחייבויות שוטפות לבנקים ולספקים. ישאל העמידה לניו פארם ערבות בעלים בסך של כ-15 מיליון ש"ח כנגד מסגרת אשראי שקיבלה ניו פארם מבנק.

ניופארם: תמצית תוצאות הפעילות (מיליוני ש"ח)

2005	1-9/05	1-9/06	Q3 05	Q3 06	
496.5	374.2	396.5	126.3	137.0	מכירות
151.8	112.8	121.4	37.5	41.4	רווח גולמי
4.8	3.7	5.3	0.9	1.7	רווח תפעולי
(6.6)	(4.4)	1.6	(1.0)	0.4	רווח נקי
30.6%	30.2%	30.6%	29.6%	30.3%	רווח גולמי %
1%	1%	1.3%	0.7%	1.2%	% רווח תפעולי

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

החלפת השליטה בחברה הובילה למומנטום השקעות אינטנסיבי, ופורטפוליו האחזקות מצוי עדיין בהתהוות
ישאל נוסדה בשנת 1993, והחל משנת 1998 נסחרות מניותיה בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בחודש אפריל 2005 נרכשה השליטה בישראל על ידי קמ"ן אחזקות (קבוצת מנדלסון) בע"מ² ("קמ"ן אחזקות"; קמ"ן אחזקות ביחד עם החברות הבנות תקרא להלן גם "קבוצת קמ"ן") המחזיקה כיום 73.07% מזכויות ההון וההצבעה בחברה. יתר המניות מוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים והציבור. קמ"ן אחזקות הינה חברת אחזקות המשקיעה ישירות ובאמצעות חברות בנות בחברות הפועלות בעיקר בתחומי המסחר. קמ"ן אחזקות נשלטת על ידי מר רון אלרואי המחזיק (ישירות ובשרשור) כ-75.2% מהון המניות וכ-73.45% מזכויות ההצבעה.

ישאל הינה זרוע ההשקעות בתחומי הקמעונאות, התעשייה והנדל"ן של קמ"ן אחזקות. לקמ"ן אחזקות נוספות בעיקר בתחום הסחר

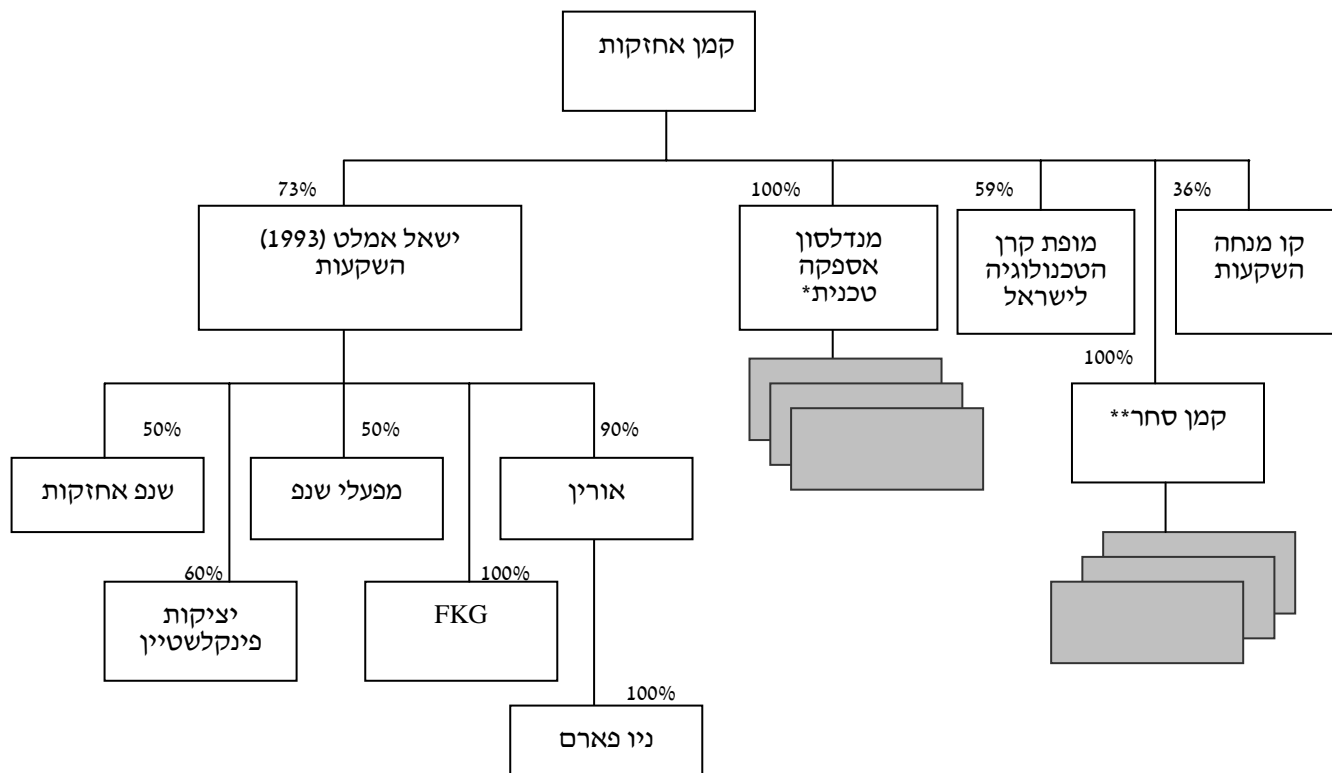
ישאל מהווה את זרוע ההשקעות של קמ"ן אחזקות בתחומי הקמעונאות, התעשייה, ובעתיד גם הנדל"ן. קמ"ן מחזיקה בזרוע אחזקות עיקרית נוספת המתמקדת בתחום הסחר בישראל ובארה"ב. מנכ"ל קמ"ן הינו מר גיורא ענבר המכהן גם כיו"ר ישאל. סמנכ"ל הכספים של קמ"ן הינו מר ערן סער, מנכ"ל ישאל. יו"ר קמ"ן הינו מר רון אלרואי. מטה הניהול של קבוצת קמ"ן הינו צר, יעיל ומהיר החלטה, כך להערכת מידרוג. בעלי המניות של ישאל הינם בעלי ניסיון עסקי ופיננסי ולהערכת מידרוג תורמים תרומה נכבדת לפיתוח העסקי של החברה ולנגישותה להשקעות חדשות מחד, ולמערכת הפיננסית מאידך.

נושאי משרה וחברי דירקטוריון בישראל

שם המנהל	תפקיד בישראל	ניסיון / תפקידים נוספים
גיורא ענבר	יו"ר דירקטוריון	מנכ"ל קמ"ן אחזקות, יו"ר דירקטוריון של מרבית חברות הקבוצה, לשעבר מנכ"ל פוינטר מקבוצת עדן; בעל תואר MBA
ערן סער	מנכ"ל	סמנכ"ל הכספים של קמ"ן; דירקטור בחברות הקבוצה; לשעבר סגן מנהל מח' תאגידים ברשות לני"ע; רו"ח ועו"ד. בעל תואר MBA
איריס שדה	חשבת	רו"ח
עמוס ספיר	דח"צ	יו"ר דירקטוריון מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ, יו"ר דירקטוריון בנ. פלדמן ובנו בע"מ, ומכהן כדירקטור וחבר ועד במספר חברות וגופים נוספים. בעל תואר MBA
חיים שולמן	דח"צ	דירקטור בקבוצת גולדבונד בע"מ; דירקטור בחברת SUPERCOM, בוגר הנדסה אלקטרומכנית; בוגר ניהול כלכלי בכיר; בוגר ניהול תעשיות
אלכס פטישי	דח"צ	יועץ עצמאי לפרוייקטים בתעשייה; מוסמך הנדסת מכונות ובוגר מנע"ס

² חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב (לשעבר: "ישראל מנדלסון אספקה טכנית והנדסית בע"מ").

קבוצת קמון – מבנה אחזקות כללי פברואר 2007



* מנדלסון אספקה טכנית מחזיקה 80% בחברת Doston Global Inc המחזיקה בחברות GFF Inc (100%) ו-DSP (100%) הפועלת בתחום הסחר במחברים לצנרת. ** קמון סחר מחזיקה בשש חברות בתחום הסחר במתכות, פלסטיקה וגומי

אין מדיניות דיבידנד מוצהרת אם כי צפויה חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות

יתרת ההון העצמי של ישראל ליום 30.9.2006 עומדת על כ-157 מיליון ש"ח, הכוללים יתרת הפסד צבור של כ-33 מיליון ש"ח והיתר הון מניות. בשנת 2005 חולק דיבידנד בסך של 18 מיליון ש"ח (ששולם בפועל בשנת 2006), אשר נבע ממכירת נכס נדל"ן במסגרת האחזקה בפי גלילות. להערכת מידרוג, החברה צפויה לחלק דיבידנדים בטווח הזמן הבינוני.

אסטרטגיה עסקית המדגישה השבחת חברות או ניצול סינרגיה בין אחזקות, תוך רכישת חלק מהותי בשליטה ומעורבות ניהולית גבוהה

הקווים המנחים לאסטרטגיית ההשקעות של ישראל, כפי שתוארו בפני מידרוג הינם כדלקמן:

- התמקדות בתחומים בעלי יתרון יחסי עבור ישראל – בין אם אלו תחומים שהיא פועלת בהם זה מכבר או תחומים בהם יש למנהליה ניסיון עסקי נצבר
- השקעות בחברות בעלות פוטנציאל ליצירת רווחים ותזרימים משמעותיים ויציבים, ופוטנציאל ליצירת רווחי הון
- רכישת שליטה בחברות המוחזקות ומעורבות בניהול האסטרטגי, תוך שמירה על עצמאות ניהולית של החברה המוחזקת
- התמקדות בניהול הפיננסי של החברות המוחזקות, תוך הגדלת מינופן הפיננסי
- כניסה להשקעות בתחום ייזום הנדל"ן במדינות מתפתחות בהיקף מוגבל של עד כ-6.0 מיליון דולר
- הצפת ערך של אחזקות עיקריות מתוכננת בטווח הקרוב והבינוני

שיקולים עיקריים לדירוג

אחזקות חזקות, ותיקות ויציבות בתחום התעשייה, ובפרט החברות שנפ ופינקלשטיין, המאופיינות במיצוב בולט לטובה בתחומי פעילותן, ברווחיות גבוהה המגובה בתזרימי מזומנים טובים ובאיתנות פיננסית טובה; רשת ניו פארם, אחזקה דומיננטית בפורטפוליו, החלה בשנה האחרונה במפנה ניהולי ושיווקי משמעותי שנועד להוביל אותה לעבר צמיחה ורווחיות, לצד שיפור בתזרים המזומנים. ניו פארם רשמה בשנה האחרונה גידול במכירות חנויות זהות ושיפור ניכר בתזרימי המזומנים. יחד עם זאת, לנו פארם אתגרים משמעותיים בתחום ההתרחבות, פרישת הסניפים, והפדיון למ"ר. להערכת מידרוג, ניופארם מהווה פוטנציאל להוות מקור של תזרימים ורווחים לישאל, אם כי זאת לא בטווח הזמן הקרוב; תיק האחזקות של ישאל הינו חדש ברובו ועדיין מצוי בשלבי גיבוש. כחברת השקעות, החברה בוחנת כל העת השקעות חדשות. מידרוג נסמכת על הערכתה את אסטרטגיית ההשקעות של ישאל עד כה, ואת איכות הניהול של החברה, בראייתה את תיק ההשקעות העתידי של ישאל; פורטפוליו האחזקות של החברה מורכב מחברות פרטיות – גורם הפוגע ברמת הסחירות של התיק ובגמישות הפיננסית של ישאל לממש אחזקות במידת הצורך, ולמרות זאת, אחזקות השליטה מקנות לחברה יתרון אסטרטגי וגמישות פיננסית; בעלי המניות של ישאל הינם בעלי ניסיון עסקי ופיננסי ולהערכת מידרוג תורמים תרומה נכבדת לפיתוח העסקי של החברה ולנגישותה להשקעות חדשות מחד, ולמערכת הפיננסית מאידך; יחס הכיסוי של הנכסים (השווי הכלכלי הנאמד של הנכסים בתוספת התיק הניזיל) לחוב הפיננסי ברוטו לאחר הגיוס נאמד על ידי מידרוג בכ-2.5, שהינו יחס המשקף איתנות פיננסית סבירה לחברות מסוגה של ישאל בדירוג קבוצת ה-A. מידרוג סבורה כי שמירה על יחס זה מהווה גורם מפתח בדירוג החברה.

חוזקות

האחזקות בתחום התעשייה בעלות מיצוב גבוה בתחומן, יתרונות תחרותיים ואיתנות

שלוש האחזקות בתחום התעשייה: שנפ, פינקלשטיין ופרנץ קאלף מאופיינות ביציבות עסקית ופיננסית, רווחיות טובה יחסית וותק רב ומוניטין, המעניקים להן מיצוב גבוה בתחומן. שנפ: בעלת מיצוב ונתח שוק חזקים בשוק המקומי, מרכיב גדל של ייצוא, רווחיות גבוהה ויציבה ותזרימי מזומנים טובים. עם זאת לחברה אתגרים בצמיחה נוספת בשוק המקומי וכן היא עומדת בפני השקעות משמעותיות. פינקלשטיין: בעלת יתרונות תחרותיים בתחום המוצרים שלה, קשרים עסקיים ארוכי טווח מול לקוחות בארץ ובח"ל, מרכיב גבוה של ייצוא, המצמצם את החשיפה לשוק המקומי, הכנסות ורווחיות במגמת עלייה חדה. פרנץ קאלף: פועלת בשוק הגרמני, בעלת קשרים עסקיים ארוכי טווח עם רשתות שיווק בולטות באירופה, מציגה רווחיות יציבה ומשתפרת.

ניו-פארם – חברה במפנה ניהולי ושיווקי ובעלת פוטנציאל ניכר לרווחיות ויציבות. העלייה ברמת החיים וההכנסה הפנויה מהוות רוח גבית לצמיחת הענף, וניו פארם בתוכו. עם זאת, דרכה עדין ארוכה ועליה לעמוד באתגרים משמעותיים מול מתחרה דומיננטית וחזקה

שוק הפארם בישראל רשם צמיחה בשנת 2006 עם התאוששות הפרמטרים המאקרו כלכליים והעלייה בהכנסה הפנויה וברמת החיים. בתי המרקחת וההסכמים עם קופות החולים מהווים עוגן שיווקי חזק לרשתות הפארם. תחום הפארם נהנה ממספר מנועי צמיחה הכוללים את מוצרי הטבע ומוצרי הנוחות. לצד זאת, מאופיין השוק בתחרות גבוה הנובעת מהדומיננטיות של סופר-פארם ומריבוי שחקנים קטנים בתחומים מתמחים (תרופות, קוסמטיקה, בתי טבע ועוד). הפרמטרים הקריטיים להצלחה של רשתות פארם כוללים בין השאר את מיקום הסניפים ופרישתם הגיאוגרפית, גודל הסניפים ואיכות הניהול הסניפים. מרכיב משמעותי נוסף הינו ניהול המלאי, תנאי הסחר והרכש מול הספקים. ניו-פארם החלה בשנה האחרונה בתהליך של מפנה, הכולל שינויים ניהוליים, ארגוניים ופיננסיים, המהווה הזדמנות עבורה להפוך לרשת יציבה ורווחית יותר. אחד הפרמטרים המשמעותיים בבנייתו ההתפתחות של רשתות שיווק הינו רמת המכירות בסניפים שלהם. להערכת מידרוג, בשנת 2006 חלה עלייה

ניכרת במכירות סניפים זהים ברשת ניו-פארם. להערכת מידרוג, מודל הפעילות של סופר פארם מציב לניו-פארם אתגרים משמעותיים, לצד הזדמנויות - שניהם נוכח נקודת המוצא של ניו פארם, מאפייני הענף ונתח השוק המשמעותי של המתחרה.

ניו- פארם : חוזקות מול סיכונים	
חולשות וסיכונים	חוזקות
פריסה נמוכה של סניפים יחסית למתחרה, בפרט באזור המרכז והדרום	מותג ומוניטין חזקים המהווים בסיס לחיזוק המיצוב העסקי
היעדר בידול משמעותי מול המתחרה	פוטנציאל משמעותי להגדלת הפריסה ונתח השוק
ענף המאופיין ברגישות מחיר גבוהה, בעיקר בתחום הקוסמטיקה המוזן ממבצעים והנחות	ענף הפארם בישראל רשם צמיחה בשנתיים האחרונות והוא מאופיין בהשפעה חיובית מצד העלייה בהכנסה הפנויה וברמת החיים
היעדר מוצר פרטי המהווה עוגן שיווקי ורווחי ברשתות שיווק בכלל, וברשת סופר פארם בפרט	רווחיות גולמית גבוהה המהווה בסיס איתן לשיפור הרווחיות באמצעות התייעלות בסעיפי המכירה והשיווק
היעדר מועדון לקוחות המהווה אמצעי שיווק משמעותי בתחום	שיפור משמעותי בתוצאות העסקיות ובתזרים המזומנים בשנת 2006
נזילות וגמישות פיננסית נמוכות יחסית	הנהלת החברה צופה המשך שיפור בתוצאות העסקיות ובתזרים גם בשנת 2007
מרבית התרומה נובעת משיעור נמוך מהסניפים	תחום הטבע המהווה חלק משמעותי ממכירות החברה הינו תחום חזק, רווחי וצומח
איתנות פיננסית נמוכה יחסית	

איתנות פיננסית סבירה יחסית לחברות מסוגה התואמת את קבוצת ה-A

יתרת החוב הפיננסי של החברה ליום 30.9.2006 הסתכמה בכ-82 מיליון ש"ח ויתרת ההון העצמי עמדה על כ-157 מיליון ש"ח. אלו מימנו בעיקר את תיק האחזקות, שערכו המאזני עמד על כ-157 מיליון ש"ח. בנוסף לחברה היו יתרות נזילות בסך של כ-80 מיליון ש"ח שהורכבו בעיקר ממק"מ, אג"ח ומניות (חלק קטן), וכן פקדונות מובנים בסך של כ-9 מיליון ש"ח.

לאחר תאריך המאזן ביצעה ישאל שלוש עסקאות, שתוצאותיהן צפויות להשתקף במאזן לסוף הרבעון הראשון של שנת 2007: מכירת 10% מהאחזקות בניו-פארם תמורת סך של כ-15 מיליון ש"ח (ורווח הון משוער של כ-5.0 מיליון ש"ח), רכישת 60% ממניות פינקלשטיין תמורת סך של כ-55 מיליון ש"ח ורכישת 100% מהון המניות של פרנץ קאלף תמורת סך של כ-25 מיליון ש"ח. עסקאות אלו בוצעו במימון אשראי בנקאי ויתרות המזומנים של החברה. יתרת החוב הפיננסי של החברה לאחר העסקאות נאמד בכ-137 מיליון ש"ח.

בהתחשב בשלוש עסקאות אלו, ערך ההשקעות במאזן החברה יעמוד על 229 מיליון ש"ח. החברה שוקלת אפשרות לגייס אג"ח בהיקף של כ-150 מיליון ש"ח, אשר חלקו ישמש להחזר אשראי בנקאי, באופן שסך יתרת החוב הפיננסי (אג"ח ואשראי מבנקים) תעמוד על כ-175 מיליון ש"ח. בנוסף, החברה צפויה, בטווח הקרוב, לקבל דיבידנד משנפ לקראת הנפקת ההון המתוכננת לשנפ, בסך של כ-11.5 מיליון ש"ח (זהו חלק החברה בדיבידנד שצפויה לחלק שנפ בסך של כ-23 מיליון ש"ח), לקבל 15 מיליון ש"ח כתוצאה ממכירת 10% ממניות אוריין וכן צפויה לקבל הזרמת הון בסך של כ-10 מיליון ש"ח מהחברה האם, כנגד מימוש אופציות המוחזקות על ידי החברה האם. ארבעת המהלכים הללו (גיוס החוב והחזר חלק מהאשראי הבנקאי, קבלת הדיבידנד משנפ, מכירת אוריין ומימוש האופציה על ידי החברה האם) צפויים לבדם להעמיד את יתרת ההון העצמי של ישאל על סך של כ-172 מיליון ש"ח (כ-48% מהמאזן), את החוב הפיננסי על סך של כ-175 מיליון ש"ח (כ-50% מה-CAP), ואת יתרות הנזילות על היקף של כ-138 מיליון ש"ח.

השווי המותאם של תיק ההשקעות גבוה מערכו בספרים, ובצירוף התיק הנזיל ומשקף יחס כיסוי חוב של 2.5 –

יחס המשקף איתנות פיננסית סבירה לחברות מסוגה של ישראל, התואם דירוג בקבוצת ה-A

להערכת מידרוג, הערך הכלכלי של תיק האחזקות של ישראל עומד על כ-300 מיליון ש"ח. ערך זה גבוה בכ-85 מיליון ש"ח מערך הספרים (פרופורמה) של ההשקעות. עיקר הפער נובע מהאחזקות בניופארם ובשנפ. לגבי יתר האחזקות לא הונח פער משמעותי בין שווי הספרים לבין השווי הכלכלי, בשל סמיכות הזמנים למועד ביצוע ההשקעות.

מיליוני ש"ח	
300	שווי כלכלי של תיק ההשקעות על פי אומדני מידרוג
137	שווי תיק נזיל
437	סך שווי נכסים
175	חוב פיננסי ברוטו
2.5	סך נכסים / חוב ברוטו

נגישות טובה לשוק ההון של בעלי המניות

כחברת אחזקות דינמית ופעילה בשוק ההון הישראלי, לחברה האם נגישות גבוהה לשוק עם יכולות פיננסיות מוכחות שעשויות לתרום לגמישות הפיננסית של ישראל. לישראל כוונות להנפיק הון בשנפ ובעתיד, גם בחברות נוספות. מהלכים אלו, ככל שיקרו, עשויים לחזק את ההון העצמי של ישראל, ובעיקר, לתרום לסחירות גבוהה יותר של תיק האחזקות.

אחזקות שליטה במרבית החברות בתיק מחזקות את מעמדה של החברה וגמישותה הפיננסית

לישראל אחזקות דומיננטיות במרבית חברות הפורטפוליו והדירקטורים מטעמה מכהנים ופעילים בכל הדירקטוריונים של החברות הבנות. אף כי החברה מדגישה את הניהול העצמאי של החברות המוחזקות, במידרוג מעריכים כי להנהלת ישראל תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של החברות ולניהול הפיננסי. להערכת מידרוג, אחזקות השליטה מקנות לחברה יתרון אסטרטגי וגמישות פיננסית במקרה של מימוש אחזקות או הנפקת הון בחברות המוחזקות.

גורמי סיכון

פורטפוליו אחזקות צעיר שטרם התגבש במלואו, מעלה אי וודאות מסוימת לגבי יכולת ייצור תזרימי המזומנים העתידית

תיק האחזקות של החברה התהווה בשנה האחרונה, ועדיין מצוי בשלבי גיבוש. בשל כך, לחברה אין היסטוריה פיננסית במתכונתה הנוכחית, המעידה על יכולת התרומה התזרימית של התיק עבור ישראל. בו זמנית, לחברה תוכניות להשקעות נוספות. מאפיין זה יוצר אי וודאות הן לגבי צורכי ההשקעה העתידיים והן לגבי יכולת התיק לייצר תזרימי מזומנים משמעותיים ופרמננטיים - גורם מפתח בדירוג של חברות אחזקה. יחד עם זאת, התיק כולל כיום שתי אחזקות ותיקות ומבוססות - פינקלשטיין ושנפ - שהוכיחו יכולת ייצור מזומנים טובה ויציבה. להערכת מידרוג, התרומה של ניו-פארם לתזרימי המזומנים של ישראל בטווח הזמן הקרוב אינה צפויה להיות משמעותית. על בסיס תיק האחזקות הקיים, ורמת חוב כוללת של כ-175 מיליון ש"ח, מעריכה מידרוג כי יחס הכיסוי בין הדיבידנדים הצפויים מהחברות הבנות לבין הוצאות הניהול והמימון נטו של החברה אינו גבוה במידה משמעותית מ-1.0, לפחות בטווח הזמן הקרוב.

סחירות נמוכה של תיק האחזקות - מרביתן פרטיות

סחירות תיק האחזקות בחברות השקעה הינו פרמטר חשוב בבחינת יכולת החזר החוב שלהן, על בסיס יכולתן לממש אחזקות בעת הצורך. נכון למועד דוח זה, כל האחזקות בתיק של ישראל הינן פרטיות, למעט השקעה פיננסית לטווח ארוך במניות דלק US. יחד עם זאת, אחזקות השליטה מקנות לחברה יתרון אסטרטגי וגמישות פיננסית.

מרבית המניות המוחזקות משועבדות לטובת הלוואות בנקאיות שמימנו את רכישתן, והחלפת החוב הבנקאי באג"ח תשחרר אותן משיעבודים

החברה שעבדה את מרבית המניות של החברות המוחזקות על ידה לטובת אשראי בנקאי. החזר חלק מהאשראי הבנקאי בעקבות הגיוס ישחרר חלק מהשעבודים.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור ניכר ובעל אופי פרמננטי בתוצאות הכספיות של החברות המוחזקות
- השקעות חדשות שיש בהן להגדיל במידה ניכרת את ערך הנכסים של החברה ביחס לחוב הפיננסי
- השקעות חדשות שיש בהן להגדיל במידה ניכרת את יכולת ייצור תזרימי המזומנים של ישאל

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של חברות מוחזקות מהותיות
- השקעות חדשות שיש בהם להגדיל במידה ניכרת את רמת הסיכון העסקי ו/או הפיננסי של הפורטפוליו ואינן עומדות בקנה אחד עם האסטרטגיה הכוללת של החברה
- גידול ברמת החוב הפיננסי ו/או ירידה בשווי הנכסים, באופן שיחס כיסוי החוב (היחס בין שווי הנכסים כולל תיק נזיל לבין החוב הפיננסי ברוטו) ירד במידה משמעותית, על פי הערכות מידרוג, מרמה של 2.5

סולם דירוג התחייבויות

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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CHI010307200M

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 מניפק, 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.