

קריסטל מוצרי צריכה בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2010

1

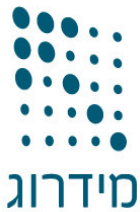
מחברת:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



קריסטל מוצרי צריכה בע"מ

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

מידרוג מוציאה מרשימת מעקב את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה קריסטל מוצרי צריכה בע"מ ("קריסטל" או "החברה") תוך הורדת הדירוג מ-A2 באופק דירוג שלילי ל-A3 באופק דירוג יציב. בנוסף, ובשים לב לכך, מידרוג מעניקה דירוג A3 לאגרות חוב בסך של עד 60 מיליון ש"ח ערך נקוב שמתכננת החברה לגייס. קרן אגרות החוב תעמוד לפירעון בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2013 (לוח הסילוקין הסופי ותנאי אגרות החוב טרם נקבעו). תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת להחלפת אשראי בנקאי. בחודש אפריל 2010 נפרע תשלום ראשון של אג"ח בהיקף כספי של 12 מיליון ₪ (קרן בלבד) ובסה"כ 15 מיליון ₪.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנת פירעון קרן	יתרה בספרים 12/09, מש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב 12/09, מש"ח	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2010-2014	59.9	מדד	5.0%	55.0	4/07	2580058	1

במהלך שנת 2009 הוכנס דירוג אגרות החוב שעמד על A2 באופק דירוג שלילי לרשימת מעקב בעקבות הודעת החברה על עסקה מהותית. בחודש נובמבר 2009 רכשה קריסטל את תדיראן מוצרי צריכה בע"מ ("תדיראן") שהיתה, לפני השלמת עסקת הרכישה, יצרנית, ספקית, מפיצה ומשווקת של מוצרים ושירותים בתחום מיזוג אוויר בישראל ומחוץ לישראל בתמורה לסך של כ-24 מיליון ש"ח. ערב רכישת תדיראן נסגרה מרבית פעילות הייצור של תדיראן וגם פעילות היצוא. התחייבויות תדיראן כלפי עובדיה הוסדרו כנדרש על פי דין. סל המוצרים של תדיראן כולל קשת רחבה של מערכות מיזוג האוויר. תחת בעלות קריסטל צפויה תדיראן להתמקד בתחום הסחר והשיווק ולייבא את מרבית המוצרים מסין. נתח השוק של תדיראן מוערך על ידי קריסטל בכ-25% וזאת לאחר שרשם נסיגה בשנתיים האחרונות. הכנסות תדיראן מהמכירות לשוק המקומי בשנים 2009, 2008 ו-2007 הסתכמו בכ-288 מיליון ש"ח, 336 מיליון ש"ח ו-293 מיליון ש"ח, בהתאמה. הנסיגה במכירות בשנת 2009 מוסברת בעיקר במשבר שפקד את תדיראן עד למכירתה. הורדת הדירוג נובעת מהגורמים הבאים:

- שחיקה בתוצאות העיסוקיות בפעילות הליבה בתחום המוצרים הלבנים, בין השאר, על רקע משבר (שהסתיים) במערך השירות בשילוב עם איבוד נתח שוק בתחום המקררים. שחיקה זו, בשילוב עם ירידה במחירי המכירה כתוצאה מהמיתון והתחרות שאיפיינה את 2009, הובילו לירידה בהכנסות וברווחיות הגולמית בעיקר במחצית הראשונה של שנת 2009. החברה נקטה פעולות אשר הצליחו לבלום את הירידה בהכנסות וגרמו להתאוששות ברווחיות הגולמית במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2009.
- עסקת תדיראן מהווה עבור החברה הזדמנות עסקית לצד אתגר ניהולי מהותי. הרכישה כמעט ומכפילה את היקף פעילות החברה, בתחום חדש יחסית ובעל סינרגיה בינונית עם תחום מוצרי החשמל הלבנים. הכניסה לתחום משפרת את הפיזור העסקי, תוך שהיא מרחיבה את סל המוצרים, פותחת ערוצי שיווק חדשים ומקטינה את ריכוזיות הלקוחות. ענף מיזוג האוויר מאופיין בתחרות גבוהה בין שחקנים מעטים יחסית ודומיננטיים, בחדשנות טכנולוגית ובעונתיות חזקה. להערכת מידרוג, תחום המזגנים מאופיין בשולי רווח גבוהים יחסית, הצפויים בטווח הארוך להטיב עם רמת הרווחיות הכוללת.



- הרעה ביחסי הכיסוי על רקע שחיקת התזרים התפעולי בפעילות הליבה והגידול בחוב הפיננסי כתוצאה מרכישת תדיראן. יחס החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA בשנת 2009 (בנטרול עסקת תדיראן) הינו כ-4.6 שנים, בהשוואה ליחס של כ-3.0 בשנת 2008. בהתחשב בגיוס אגרות החוב החדשות, מידרוג צופה כי בשנת 2010 יחס החוב ל-EBITDA (כולל רכישת תדיראן) לא יעלה על כ-5.0 שנים.
- גידול בעומס הפירעונות בשנים 2013-2014, בעקבות גיוס אגרות החוב וחפיפה בין סדרת אג"ח קיימת לחדשה.
- חלוקת דיבידנדים גבוהה בשנים האחרונות. במהלך השנים 2006-2009 החברה חילקה את מרבית הרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות.

הגורמים התומכים בדירוג כוללים רווחיות טובה יחסית לענף; הרחבת סל המוצרים בעקבות עסקת תדיראן וצמצום ריכוזיות הלקוחות. במידרוג מעריכים כי לעסקת תדיראן פוטנציאל עסקי חיובי עבור החברה בטווח הארוך. פעילות החברה כרוכה בסיכון ענפי גבוה נוכח תחרות גבוהה, המתמקדת במידה רבה במחירי המכירה ויוצרת לחצים על הרווחיות, חסמי כניסה שאינם גבוהים, תלות ביצרנים והתעצמות כוחם היחסי של בעלי רצפות המכירה של מוצרי חשמל אשר שוחקת את שיעורי הרווחיות מיבוא. הענף מאופיין בחשיפה גם לתנודתיות בשערי החליפין. יכולת ההתאמה של הענף לשינויים עסקיים גבוהה יחסית הן מצד רמות המחירים, היקפי המלאי והן מצד הוצאות המכירה והניהול, שהינן נמוכות יחסית לענפים אחרים.

רמת הנזילות של החברה הינה בינונית ונסמכת בעיקר על מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ובלתי חתומות (על פי בחירת החברה). תזרימי המזומנים שמייצרת החברה מושפעים לשלילה מתנודתיות בצורכי ההון החוזר ומהיקף הדיבידנדים שמחלקת החברה לבעלי המניות.

נתונים פיננסיים עיקריים , אלפי ₪

2005	2006	2007	2008	*2009	** 2009	
270,427	271,002	402,410	351,053	344,798	318,571	הכנסות
10.5%	11.1%	11.5%	9.6%	5.3%	5.0%	רווח תפעולי / הכנסות
33,209	76,782	88,949	112,479	180,117	110,942	חוב פיננסי
1.0	2.3	1.7	2.9		4.6	חוב פיננסי / EBITDA
2.1	4.6	3.2	6.3		13.2	חוב פיננסי / FFO
neg	18.9	1.8	5.7		neg	חוב פיננסי / FCF
213,396	293,262	302,990	295,180	471,766	320,904	סך נכסים במאזן
1,740	1,601	8,319	48,848	6,145	3,689	מזומנים ושווי מזומנים
33,209	76,782	88,949	112,479	180,117	110,942	חוב פיננסי ברוטו
122,339	105,273	114,079	111,415	109,698	109,368	הון עצמי
57.3%	35.9%	37.7%	37.7%	23.3%	34.1%	הון עצמי / סך מאזן
21.3%	41.3%	43.0%	49.6%	61.0%	49.2%	חוב פיננסי ברוטו/קאפ ברוטו
140,026	119,223	140,244	124,583	242,901	152,977	הון חוזר תפעולי
58%	44%	35%	35%	70%	48%	הון חוזר תפעולי / הכנסות

* הנתונים בדוחות הכספיים לשנת 2009 כוללים את איחוד מאזנה של תדיראן אולם תוצאות פעילותה מאוחדים החל מחודש נובמבר 2009 בלבד.
 ** מוצג בנטרול הכנסות וחוב פיננסי המיוחסים לעסקת תדיראן - על פי אומדני מידרוג

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל להעלאה בדירוג:

- שיפור מתמשך בפעילות הליבה של החברה שיביא לחיזוק מעמד החברה ויבוא לידי ביטוי בתוצאות העסקיות

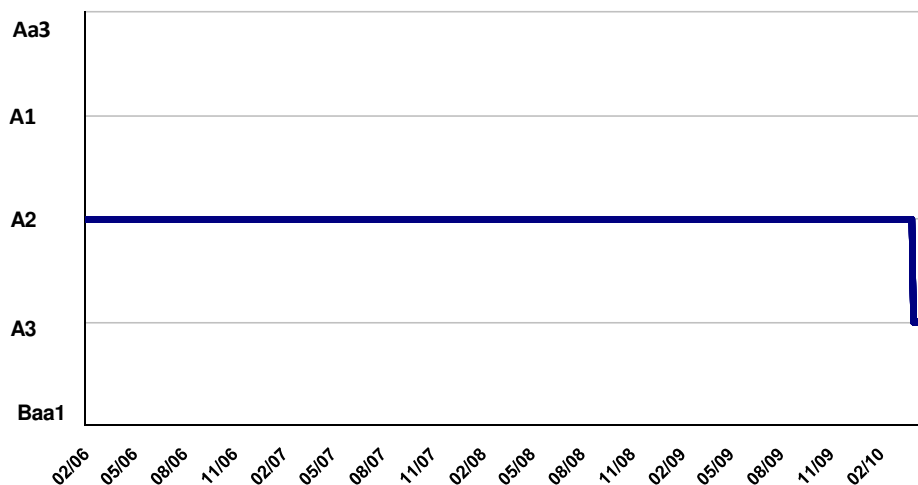
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ברמת המינוף וביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו ל-EBITDA מעל ל-5.0 שנים
- ירידה משמעותית ומתמשכת בהיקף ההכנסות ו/או ברווחיות עקב החלשות מותגי החברה והתחזקות המתחרים
- פגיעה בתנאי ההתקשרות עם ספק עיקרי שתוביל להרעת תוצאות החברה

אודות החברה

קריסטל עוסקת ביבוא ושיווק מוצרי חשמל ואלקטרוניקה לשימוש ביתי תחת מותג העוגן של החברה: "קריסטל", וכן משמשת כיבואנית ומשווקת בישראל של המותגים "Amana", "Maytag", "Blomberg", "De-Dietrich" ו-"AEG" וכן בעלת המותגים תדיראן, אמקור וספקטרה. עיקר מכירות החברה מתבצעות בישראל ללקוחות קמעונאיים. החברה פועלת החל משנת 1989 וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל משנת 1991. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המחזיק כ-77% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה. לאחר רכישת פעילות תדיראן, בנובמבר 2009, החלה לפעול בענף מערכות מיזוג אוויר.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CIC50410060M

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

7

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.