

ח. מר תעשיות בע"מ

מעקב שנתי | דצמבר 2009

1

מחבר:

זיו פרנקל, אנליסט
ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

ח. מר תעשיות בע"מ

דירוג סדרות	Baa1	אופק דירוג: יציב
-------------	------	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 באופק דירוג יציב לאג"ח סדרה ג' של ח. מר תעשיות בע"מ ("ח. מר", "החברה"). הותרת אופק הדירוג יציב נובעת מהשיפור שמציגה החברה ביחסי הכיסוי כנגד החוב וביחסי האיתנות, וכן בשמירה על היקף מחזור הפעילות בתקופה של מיתון מתמשך בענף. מנגד, מציגה החברה שחיקה מהותית במחזור פעילות הליבה תוך הגדלת ההישענות על פעילות חטיבת המערכות, אשר הציגה בעבר תוצאות תנודתיות.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	ערך נקוב ליום 30/9/09 (אלפי ₪)	שנות פירעון האג"ח
ג'	3380052	05/2005	4.15%	מודד	34,064	2007-2011

התפתחויות העיקריות במצבה העסקי והפיננסי של החברה¹

ירידה חדה בהכנסות וברווחיות התפעולית של חטיבת התקשורת האלחוטית

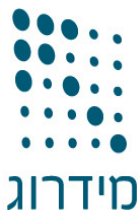
במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009 הציגה החברה קיטון של כ-18% בהיקף ההכנסות מתחום התקשורת האלחוטית לעומת התקופה המקבילה בשנת 2008, זאת עקב קשיים בחתימה על הסכמים חדשים ושחיקה בצבר ההזמנות בעקבות המשבר הפיננסי, אשר להערכת החברה עדיין משפיע על שוק הטלקום ועל תהליכי קבלת ההחלטות של המפעילים הגדולים בו. החברה מעריכה כי טרם נבלמה מגמת הירידה בפעילות תחום התקשורת האלחוטית ושהיא תסיים את שנת 2009 עם ירידה מצטברת של כ-23% במחזור המכירות של חטיבת התקשורת האלחוטית. יש לציין כי עקב האופי הקשיח של מבנה ההוצאות בחטיבה, ירדה הרווחיות התפעולית מכ-17% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008, לרמה של כ-8% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009. חטיבת התקשורת האלחוטית תרמה בממוצע, כ-61% מהכנסות החברה וכ-86% מהרווח התפעולי בחמש השנים האחרונות (בשנת 2009 51%-47% בהתאמה).

2

שיפור חד במחזור הפעילות וברווחיות של חטיבת המערכות

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009 הציגה החברה גידול של כ-70% במחזור הפעילות של חטיבת המערכות, העוסקת בתחום מערכות אבטחה ותקשורת מבצעית. הגידול במחזור משויך ברובו לשני פרויקטים חדשים בתחום ה-HLS (Homeland Security) - פרויקט בהיקף של כ-11.5 מיליון \$ על פני 3 שנים בפנמה סיטי, ופרוייקט בהיקף של כ-7 מיליון \$ בקאריביים, אשר העבודות בגינו הסתיימו במהלך הרבעון השלישי של שנת 2009. במקביל לגידול בפעילות, עברה החטיבה משיעור הפסד תפעולי ממוצע של כ-15% בשנים 2005-2008, לשיעור רווח תפעולי של כ-13% במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009. כתוצאה מגידול זה והקיטון החד בפעילות חטיבת התקשורת האלחוטית, תרמה החטיבה כ-42% מהרווח התפעולי של החברה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009, זאת לעומת תרומה ממוצעת שלילית בשנים 2005-2008. במקביל, הציגה החטיבה רווח חד-פעמי של כ-8 מיליון ₪ כתוצאה מהחזר חוב ישן (ומופרש) של חברת Siemens A.E. בגין פרויקט "אולימפיאדת יון 2004". להערכת מידרוג, קשה להעריך עד כמה התוצאות שהציגה החטיבה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009 הן פרמנטיות.

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום מעקב שנתי באוקטובר 2008. דו"חות קודמים ניתן למצוא באתר מידרוג: www.midroog.co.il.



במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009 הציגה החברה גידול של כ-5% בהיקף ההכנסות לעומת התקופה המקבילה בשנת 2008 כתוצאה מהשיפור בחטיבת המערכות מחד והשחיקה בפעילות חטיבת תקשורת אלחוטית מנגד. הרווח התפעולי (לפני הכנסות והוצאות אחרות וחד פעמיות) נותר יציב בין התקופות, אם כי שיעור הרווחיות התפעולית ירד מכ-9.3% בתקופה המקבילה בשנת 2008 לכ-8.8% במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2009.

הקיטון בהיקף הפעילות הוביל לקיטון החוב ושיפור הנזילות

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2009 הציגה החברה קיטון של כ-40 מיליון ₪ בצרכי ההון החוזר, רובו במהלך הרבעון השני של השנה. הקיטון בצרכי ההון החוזר נבע מהירידה בהיקף הפעילות. התזרים שימש, לצד הפירעון השוטף של האג"ח, להחזר אשראי בנקאי ולהגדלת היתרות הנזילות. כתוצאה, בין השאר, מהקיטון בהיקף הפעילות עלה יחס ההון למאזן של החברה מ-41% בסוף שנת 2008 לכ-47.5% ביום ה-30/9/09. יש לציין שהיקף התזרים החופשי נובע בין השאר מרמה נמוכה יחסית של השקעות ברכוש קבוע (כ-60% מהיקף הפחת במומצע בחמש השנים האחרונות) וכן עקב חלוקת דיבידנד בשיעור זניח מהרווח הנקי בשנים אלו. בהקשר זה יש לציין שברבעון השלישי של שנת 2009 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ-9 מיליון ₪ שהיוו כ-19% מהרווח הנקי של ארבעת הרבעונים שקדמו לרבעון הנ"ל.

החברה מציגה יחסי כיסוי מהירים יחסית ויחסי איתנות טובים עקב הקיטון בחוב

נכון לסוף שנת 2009 פרעה החברה את רוב האג"ח שגייסה בשנת 2005 ונותרו לה שלושה תשלומים שווים, בהיקף של כ-25 מיליון ₪ בתאריכים מאי 2010, נובמבר 2010 ומאי 2011. במהלך השנים 2005-2009 צמצמה החברה את היקף ההתחייבויות הן לבנקים והן לטובת מחזיקי אגרות החוב. כתוצאה מכך קטן החוב הפיננסי שלה מהיקף של כ-227 מיליון ₪ (38% מהמאזן) ביום ה-31/12/05 להיקף של כ-142 מיליון ₪ (28% מהמאזן) ביום ה-30/9/09. בנובמבר 2009, לאחר תאריך המאזן, פרעה החברה אג"ח בהיקף של כ-16 מיליון ₪.

החברה הציגה בשנים האחרונות תזרים מזומנים תפעולי (EBITDA) ותזרים מפעולות (FFO) תנודתיים, ובהתאם היו גם יחסי הכיסוי. בארבעת הרבעונים האחרונים, על רקע התייצבות התזרים והירידה בחוב הפיננסי נטו, חל שיפור ניכר ביחסי הכיסוי. יחד עם זאת, יש לציין כי יחסי הכיסוי של החברה כיום עומדים על רמה דומה לזו שבה עמדו בסוף שנת 2005, שנת גיוס החוב, וזאת למרות שמאז פרעה החברה כ-37% מהחוב הפיננסי שלה.

נתונים כספיים עיקריים (במיליוני ₪)						
2005	2006	2007	2008	Q1-Q3/08	Q1-Q3/09	
687	453	409	611	428	447	הכנסות
79	(29)	19	59	40	39	רווח (הפסד) תפעולי מותאם*
96	(14)	29	72	51	46	EBITDA מותאם*
(16)	(16)	(19)	(22)	(17)	(6)	הוצאות מימון, נטו
47	(47)	(1)	59	44	32	רווח (הפסד) נקי
11.5%	(6.4%)	4.6%	9.6%	9.3%	8.8%	% רווח תפעולי
13.9%	(3.0%)	7.1%	11.7%	11.9%	10.3%	EBITDA %
591	438	423	503	536	502	סך מאזן
227	156	162	168	189	142	חוב פיננסי
174	90	102	125	124	65	חוב פיננסי, נטו
217	160	145	207	207	239	הון עצמי
51.1%	49.4%	51.1%	43.7%	45.8%	36.6%	חוב פיננסי ל-Cap
44.4%	36.0%	39.7%	36.7%	35.6%	20.9%	חוב פיננסי, נטו ל-Cap, נטו
36.8%	36.5%	34.3%	41.1%	38.6%	47.5%	הון עצמי למאזן
76	(45)	16	47	33	37	FFO
(45)	78	(6)	(60)	(64)	79	FCF
2.38	- Neg -	5.60	2.34	3.07	2.13	חוב פיננסי ל-EBITDA**
2.97	- Neg -	9.95	3.53	4.86	2.73	חוב פיננסי ל-FFO**
- Neg -	2.00	- Neg -	- Neg -	- Neg -	1.72	חוב פיננסי ל-FCF**
1.82	- Neg -	3.53	1.75	2.01	0.98	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA**
2.27	- Neg -	6.28	2.64	3.18	1.25	חוב פיננסי, נטו ל-FFO**
- Neg -	1.16	- Neg -	- Neg -	- Neg -	0.79	חוב פיננסי, נטו ל-FCF**

* - רווח תפעולי ו-EBITDA מוצגים ללא הכנסות/הוצאות אחרים וחד-פעמיים
 ** - כל יחסי הכיסוי הינם כנגד פריטים תזרימיים לארבעת הרבעונים שקדמו לסוף התקופה

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הרחבה של הפעילות למדינות המאופיינות ביציבות עסקית וכלכלית
- שיפור ניכר של תזרימי המזומנים השוטפים תוך שמירה על יחסי כיסוי מהירים
- שיפור מקורות התזרים הפרמננטיים על בסיס פעילות הליבה בתחום הטלקום

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידת יחס הון עצמי למאזן אל מתחת ל-25%
- הרעה מתמשכת ביחסי הכיסוי הפיננסיים
- הרעה באיתנותם הפיננסית של הלקוחות העיקריים

אודות החברה

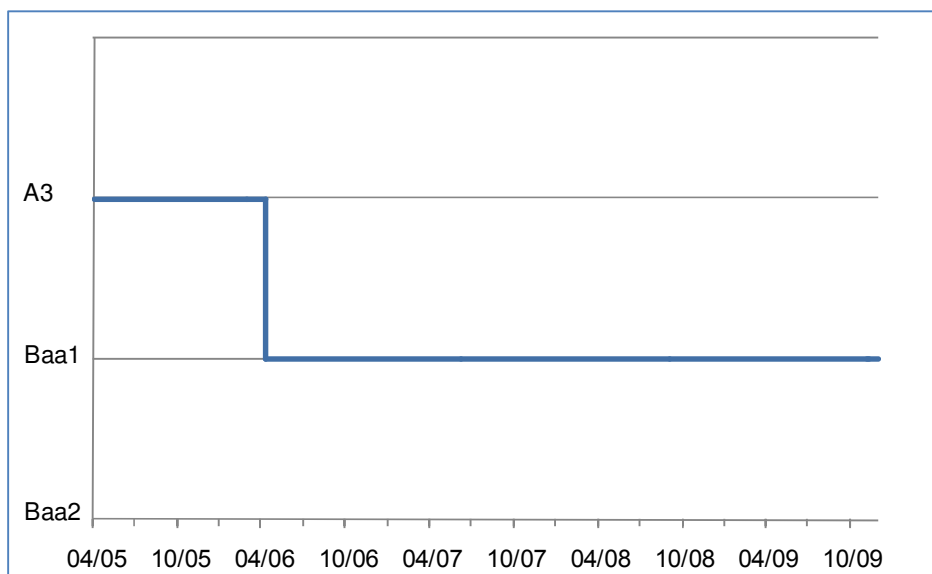
קבוצת מר עוסקת בהקמת פרויקטים ותשתיות בהם היא מספקת פתרונות Turn Key, בתחומי התקשורת והביטחון. הקבוצה משלבת בפעילותה יכולות הכוללות, בין היתר, תכנון, אינטגרציה, הקמה, התקנה, פיתוח, ייצור, תמיכה ותחזוקה. לקבוצה פעילויות בישראל ובאזורים רבים רחבי העולם ביניהם: במרכז אמריקה (מכסיקו, ג'מייקה, הונדורס, פנמה וקוסטה ריקה), דרום אמריקה (פרו, צ'ילה, קולומביה, ארגנטינה ובוליביה), אפריקה (סנגל, גינאה, רואנדה, אוגנדה, קונגו וטנזניה) ובמדינות נוספות. הקבוצה מעסיקה כ-1,000 עובדים בישראל ובחול.

הקבוצה פועלת באמצעות שלוש חטיבות:

חטיבת תקשורת אלחוטית (Wireless) - הכוללת את תחום התשתיות האלחוטיות ואת תחום השירותים המקצועיים; חטיבת תקשורת רחבת פס (Broadband) - הפועלת בתחומי אספקת המוצרים, התקנות, תחזוקה ואספקת רשתות תמסורת; חטיבת מערכות (Systems) - עיקר פעילותה הינו בתחומי מערכות תקשורת צבאיות, מערכות בטחון ואיכות סביבה.

בנוסף, מחזיקה הקבוצה בכ- 7.29% מהון המניות של חברת חלל תקשורת בע"מ.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאין 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 + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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, מהאיכות 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 מאד.
	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 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: CSH101209000M

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") 2009.

8

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

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

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. 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 לנכונות או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק 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 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.