

ח. מר תעשיות בע"מ

A3	דירוג סידרה ג'
----	----------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח בהיקף של עד 60 מיליון ש"ח, אשר עומדת לפירעון ב- 9 תשלומים שווים ונושאת ריבית של 4.15%, ותחת התחייבות החברה שלא לעלות מחוב פיננסי כולל נטו בסך של 185 מיליון ש"ח.

פרופיל 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 ברחבי העולם ובעיקר בישראל, ברזיל, מקסיקו, יוון ואפריקה.

החברה הוקמה כחברה פרטית בשנת 1987 והפכה לחברה ציבורית באוגוסט 1992. מר חיים מר, יו"ר הדירקטוריון, מחזיק בכ- 44% מהון המניות המונפק ואילו כ- 34% מהון זה מוחזק בידי הציבור.

הכנסות החברה מחו"ל מהוות כ- 55% מכלל ההכנסות.

הקבוצה פועלת באמצעות שלוש חטיבות :

(*) חטיבת תקשורת אלחוטית (Wireless) – הכוללת את תחום התשתיות האלחוטיות ואת תחום השירותים המקצועיים ומהווה כ- 54% מסך הכנסות החברה במגמת עלייה. החטיבה מבצעת פרויקטים בתחום התקשורת הסלולרית ללקוחות שחלקם ספקי ציוד, כמו נורטל, מוטורולה, נוקיה, סימנס ואריקסון, וחלקם מפעילים כדוגמת סלקום, פרטנר ופלאפון בארץ, טלפוניקה וטלסל במקסיקו וטלקום איטליה וטלמר בברזיל.

(*) חטיבת תקשורת רחבת פס (Broadband) – הפועלת בתחומי אספקת המוצרים, התקנות, תחזוקה ואספקת רשתות תמסורת לחברות הכבלים, לבזק, לספקי שירותי תקשורת בינלאומיים ולספקי אינטרנט. הכנסות החטיבה מהוות כ- 19% מסך הכנסות החברה במגמת ירידה.

(*) חטיבת מערכות (Systems) – עיקר פעילותה של החטיבה הינו בתחומי מערכות תקשורת צבאיות, מערכות בטחון ואיכות סביבה. החטיבה מציעה תכנון ואינטגרציה של מערכות קשר ניידות וניידות, מערכות שליטה ובקרה לקשר ומערכות ניהול וידאו ואודיו. הכנסות החטיבה מהוות כ- 27% מסך הכנסות החברה.

בנוסף, מחזיקה הקבוצה ב- 20.68% מהון המניות של חברת ח.ל.ל – חברה לתקשורת לוויינים בע"מ.

נתונים פיננסיים עיקריים (נתונים מאזניים ליום אחרון לתקופה)

אלפי ש"ח	2004	2003	2002
הכנסות	578,056	404,932	368,447
שיעור רווח גולמי	26.0%	27.9%	24.1%
שיעור EBITDA	12.2%	12.7%	0.9%
רווח נקי	30,697	22,509	(31,864)
הון עצמי לסך מאזן	30.9%	24.0%	20.2%
חוב פיננסי	178,761	174,224	202,336
חוב פיננסי, נטו	123,078	114,616	168,396
חוב ל-CAP	54%	61%	70%
EBITDA להוצאות מימון	6.8	3.1	0.2
חוב פיננסי ל-EBITDA	1.3	1.7	28.9

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה הינה בעלת ניסיון ומוניטין בתחום התשתיות הסלולריות בארץ ובאמריקה הלטינית; תחום פעילות זה צפוי לזכות לביקושים חזקים בשנתיים הקרובות, אך עם זאת הראות מעבר לשנת 2006 מוגבלת. קיימת תלות מהותית בפעילות החטיבה האלחוטית- החטיבה, בעלת צבר הזמנות חזק, צומחת בהכנסות וברווחים, אך עדיין תלויה בלקוחות עיקריים בודדים (בעיקר Telcel, Telmex, MATC ו-Telemar).
- הפעילות בחטיבת המערכות הינה בשלב בו פרויקט אתונה הסתיים ופרויקט "ורד הרים" נמצא לקראת השלמתו. הוצאות שיווק של כ- 30 מיליון ש"ח, תלות בשיתופי-פעולה וצבר הזמנות לא מבוסס יוצרים אי-ודאות לגבי אופי פעילות החטיבה בעתיד.
- מנהלי החברה הבכירים הם בעלי ניסיון מקצועי וניהולי של מעל ל- 20 שנים. אם זאת, אופי הניהול הוא ריכוזי למדי. בחברה קיימת מדיניות שימור עובדים, ואכן מרבית הצוות המקצועי מלווה את החברה שנים רבות.
- החברה מציגה בשנתיים האחרונות שיפור רציף ברמות האיתנות הפיננסית והרווחיות. השיפור באיתנות הפיננסית בא לידי ביטוי בעליה ביחס הון עצמי למאזן ואילו השיפור ברווחיות בא לידי ביטוי בגידול משמעותי ברווח התפעולי והתייצבותו על כ- 10% מההכנסות. בנוסף, יצרה החברה בשנתיים האחרונות תזרימי מזומנים פרמננטיים חזקים. עם זאת תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת תנועתיים ורגישותם לשינויים בהון החוזר גבוהה.
- אחרי ההתאוששות מהמשבר אשר תקף את שוק התקשורת ופגע בשנת 2002 הן בתוצאות החטיבה האלחוטית והן בתוצאות חטיבת הפס הרחב, מציגה החברה בשנתיים האחרונות שיפור רציף ביחסי הניזלות והיעילות התפעולית. השיפור בא לידי ביטוי בעליה ביחס השוטף וביחס המהיר וקישון משמעותי בימי לקוחות.

אסטרטגיה עסקית

- חטיבת התקשורת האלחוטית – הרחבת פעילות במרכז ודרום אמריקה תוך מינוף הקשרים הקיימים עם המפעילים המובילים (Telcel וטלפוניקה). החברה שוקלת את כדאיות הרחבת הפעילות מול טלפוניקה לנוכח תנאי תשלום נוקשים שהאחרונה מציעה.
- חטיבת תקשורת פס רחב – החברה מתכוונת להמשיך ולהפעיל את החטיבה על אף ירידת משקלה בהכנסות החברה ותרומתה הנמוכה לרווחיות בממוצע שלוש השנים האחרונות.
- חטיבת המערכות – זכייה בחוזים תוך מינוף הנוכחות הקיימת במרכז ודרום אמריקה, ומינוף הצלחת פרויקט האולימפיאדה באתונה באמצעות מאמצי שיווק עצמאיים ושת"פ שיווקיים בארה"ב ואירופה.

חוזקות

- מעמד מוביל בשוק תשתיות לתקשורת אלחוטית בישראל (75% נתח שוק) – החברה צברה ניסיון רב בעבודתה מול המפעילים הסלולריים בישראל. לאורך השנים העמיקה החברה את כושר ייצור מגדלים ומבנים ונערכה מבעוד מועד לפתיחת שוק התקשורת בישראל ולצורך בפריסה מהירה של תשתיות תקשורת אלחוטית. לחברה ניסיון בהקמת יותר מ- 4,000 אתרים בישראל.
- חברות הבנות במקסיקו וברזיל הצליחו לבסס מוניטין איתן בתחום התשתיות לתקשורת אלחוטית – היכולות ההנדסיות והניסיון המקצועי אשר נבנה בישראל משמש את החברה נאמנה בפעילויותיה מעבר לים. החברה מצליחה לייצר תרנים באופן יעיל יותר ממתחרותיה, להציע מחיר אטרקטיבי ללקוחות, להבטיח פריסה מהירה של תשתיות, ולספק שירותים מקצועיים שוטפים. לחברה ניסיון בהקמת כ- 6,000 אתרים במקסיקו וברזיל.
- החברה פועלת מול מפעילי תקשורת וספקי ציוד בעלי רמת איתנות פיננסית גבוהה. בנוסף, העבודה הרציפה עם החברות הבנות של América Móvil (כדוגמת Telcel במקסיקו ו- Claro בברזיל) צפויה להיטיב עם החברה בנסותה להיכנס למדינות נוספות בהן América Móvil כבר פועלת.
- שכבת המנהלים הבכירה מנוסה ומקצועית – מנהלי החברה הבכירים צמחו עם החברה ואיכותם באה לידי ביטוי הן בניסיון ניהולי רב אשר צברו הם במהלך השנים והן בניסיון המקצועי של למעלה מ- 20 שנים.

תלות גבוהה בתוצאות הפעילות של החטיבה האלחוטית

- החטיבה האלחוטית התאוששה מהמשבר שפקד את שוק התקשורת בשנת 2002 וכיום היא תורמת כ- 54% מההכנסות וכ- 75% מהרווח התפעולי של החברה. בנוסף, מעריכה החברה כי שיעורים אלו יגדלו בשנתיים הקרובות באופן משמעותי, מגמה אשר תיצור תלות גבוהה בסגמנט פעילות בודד, אשר כשלעצמו תלוי במספר מצומצם של לקוחות עיקריים.
- חטיבת המערכות, אשר תרמה את מרבית הרווח בשנת 2003, סובלת מאי ודאות לגבי צבר הזמנות עתידי ומחוצאות שיווק גבוהות. ההרעה המשמעותית בתוצאות החטיבה בשנת 2004 מהווה אינדיקציה ברורה כי החטיבה אינה מהווה בעת זו מקור לרווחיות בעל ויזיביליות טובה.
- חשיבותה של חטיבת הפס הרחב, אשר בשנת 2001 היוותה כ- 60% מהכנסות החברה, פחתה משמעותית בשנים האחרונות.

צרכי הון חוזר ויתרת לקוחות גבוהים

- החברה מעריכה כי בשנתיים הקרובות יצמחו הכנסות החברה משמעותית (כ- 28% צפי ל- 2005). צמיחה זו עלולה לבוא לידי ביטוי בגידול בצרכי ההון החוזר ובלחץ על תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת. גידול משמעותי ביתרת לקוחות בחטיבה האלחוטית צפוי לפגוע ביכולת החטיבה לייצר מזומנים הנדרשים לשם תמיכה בהוצאות התפעוליות הגבוהות של חטיבת המערכות.
- צרכי ההון החוזר הגבוהים של החברה באים לידי ביטוי ביתרת לקוחות בסך כ- 250-260 מיליון ש"ח, יתרה המהווה כ- 55% מסך הנכסים. החברה אכן עובדת מול ספקי שירותי תקשורת וספקי ציוד בעלי איתנות פיננסית, אולם רמת לקוחות גבוהה שכזו עלולה להיות בעלת השפעה שלילית לגבי תזרימי מזומנים עתידיים.

עתירות כוח אדם

- החברה מעסיקה כ- 1,200 עובדים ופעילותה הינה עתירת כוח אדם. עתירות כוח האדם באה לידי ביטוי באופן בולט בחטיבת הפס הרחב. חטיבה זו מעסיקה כ- 450 עובדים, מתוכם כ- 300 טכנאים מתקנים. ההכנסה לעובד בחטיבה זו הינה כ- 20,000 ש"ח לחודש בקירוב, ונכון לשנת 2004 היא נמוכה משמעותית מההכנסה לעובד בחטיבה האלחוטית (כ- 50,000 ש"ח לחודש) ובחטיבת המערכות (כ- 80,000 ש"ח לחודש). הרצון לשמר כוח אדם איכותי לתקופות פריחה עלול לעמוד לחברה לרועץ בעיתות משבר ולפגום בגמישותה התפעולית וביכולתה לבצע התאמה מהירה של הוצאות להכנסות.

חטיבת ה-Wireless - תוצאות תלויות בהרחבת תשתיות התקשורת הנייחת במקסיקו וברזיל, בפרט ע"י Telcel במקסיקו

- עליית חשיבות הפעילות במקסיקו וברזיל ע"י הפעילות בישראל – הכנסות החטיבה ממקסיקו וברזיל מהוות כ- 65% מסך הכנסות החטיבה ומגמת עליית שיעור היקפי הפעילות בחו"ל על חשבון ירידת שיעור זה בישראל צפויה להמשיך. מודייס מדרגת את מקסיקו Baa1 ואת ברזיל B1. מצבן הכלכלי של שתי המדינות נתון לעלויות ומורדות והמדינות ידעו לאורך השנים לא מעט משברים פיננסיים, אשר לוו בתנודתיות גבוהה בשיעור החליפין מול הדולר.
- תלות בשוק התקשורת במקסיקו וברזיל והמשך פריסות של מפעילים – שיעורי חדירת הסלולר מצויים בטווח של 32%-35%, כאשר שיעור הגידול הצפוי בשנת 2005 הוא כ- 30%. שחקניות הסלולר העיקריות מתכננות השקעות בסך מאות מיליוני דולרים בהרחבת פריסת רשתות ה-GSM והחדרת דור ה-2.5G בשתי המדינות במהלך השנתיים הקרובות. עם זאת, השקעה בהרחבת הרשתות לדור ה-3G אינה מתוכננת לעת עתה ושיעור הכנסות החטיבה מתחזקת שוטפת הינו כ- 10% בלבד מסך הכנסות החטיבה.

- ההכנסות מחברת Telcel (מקסיקו) מהוות כ- 25% מהכנסות החטיבה האלחוטית וכ- 12% ממחזור ההכנסות המאוחד של החברה. למרות ש- Telefonica הינה שחקנית מרכזית בשוק התקשורת באמריקה הלטינית, היקף פעילות החברה מולה מצומצם למדי (צפי לכ- 3% מכלל הכנסות החברה במקסיקו בשנת 2005). מחד גיסא, הגדלה משמעותית של היקף הפעילות מול טלפוניקה, במידה שיכולת הייצור תאפשר, צפויה להגדיל את צרכי ההון החוזר עקב תנאי התשלום הנוקשים לעומת לקוחות החטיבה האחרים. מאידך גיסא, משמעות הימנעות מהגדלת היקף הפעילות מול טלפוניקה הינה התעלמות משחקן מרכזי בשוק והמשך התלות ב-Telcel.

חטיבת ה-Broadband - צמצום מתמשך בהיקף פעילות החטיבה בשנים האחרונות וירידת תרומתה לרווחיות החברה

- חטיבת ה-Broadband מספקת שירותים ומוצרים לחברות הכבלים, לבזק, לספקי שירותי תקשורת בינלאומיים ולספקי אינטרנט. מרבית הפעילות מתבצעת מול חברת הכבלים המאוחדת, המהווה כ- 11% ממחזור ההכנסות המאוחד.

חטיבת ה-Systems - לקראת השלמת פרויקטים עיקריים ומול אופק פעילות לא וודאי

- תרומת הפרויקט באתונה ותרומת פרויקט "ורד הרים" ניכרות בצמיחת הכנסות החטיבה בשנתיים האחרונות אך הכנסות מפרויקטים אלו אינן פרמנטיות. לחטיבה אין צבר הזמנות מבוסס מעבר לשנת 2005 ואופייה הפרויקטלי של עבודת החטיבה יוצר אי-ודאות גדולה לגבי רמת הכנסותיה בעתיד.
- החטיבה מנסה לנצל את נוכחותה בתחום ה-Wireless במרכז ודרום אמריקה לקידום פעילות חטיבת המערכות. הצלחה חלקית נרשמה בברזיל אולם לגבי הפעילות במקסיקו, בה טרם נתקבלה כל הזמנה, קיימת אי-ודאות גבוהה לגבי היקף הפעילות העתידי היות ותהליכי קבלת ההחלטות מתמשכים ע"פ זמן רב.
- החטיבה מקיימת קשרים עם אינטגרטורים בארה"ב ואירופה במטרה להיכנס לשוק ה-Homeland Security (אבטחת גבולות, מתקנים רגישים, אתרים מרכזיים, נמלים וכו'). הצלחת החטיבה במסגרת זו בארה"ב ואירופה תלויה בהצלחת שיתופי פעולה עם חברת SAIC בארה"ב ועם חברת מרקוני באיטליה. שתוף הפעולה מול מרקוני אינו קורם עור וגידים עדיין עקב בעיות פנים-ארגוניות במרקוני.
- הוצאות השיווק בחטיבה מהוות כ- 70% מסך הוצאות השיווק של החברה, אך החטיבה תורמת כ- 11% מהרווח התפעולי בלבד. החברה מודעת לעובדה כי החלשות בהכנסות החטיבה (צפי לירידה של כ- 33% בשנת 2005) תצריך קיצוץ בהוצאות השיווק – קיצוץ אשר עלול להקטין את סיכויי הצלחת מאמצי החדירה לשוק ה-Security.

גורמי סיכון פיננסיים

חשיפה מטבעית אינהרנטית לפעילות החברה

מרבית ההכנסות בארץ צמודות למדד המחירים לצרכן או לשערי החליפין של הדולר והיורו ומנגד מרבית ההוצאות בארץ לא צמודות. פעילות החברה בברזיל מתנהלת רובה ככולה במטבע מקומי ואילו פעילות החברה במקסיקו מתנהלת ברובה במטבע מקומי, פרט לייבוא המגדלים המתבצע בדולר של ארה"ב (מנקודת ראותה של החברה במקסיקו). בחברה ובחברות מוחזקות חלק מההלוואות צמודות לדולר. הפרשי תרגום בגין היחידות המוחזקות נזקפים לשינויים בהון העצמי במסגרת קרן הון מהפרשי תרגום. החברה בוחנת את כדאיות ביצוע עסקאות הגנה בכל עסקה לגופה.

הרעה ביחסי הכיסוי עם גיוס החוב, אשר עתיד לתמוך בצמיחה הצפויה בפעילות

על מנת לתמוך בגידול בפעילות, צפויה החברה להגדיל את מצבת חובותיה בשנת 2005 בכ- 60 מיליון ש"ח ע"י הגדלת האשראי הבנקאי או ע"י גיוס חוב בהנפקה פרטית של אג"ח. לאחר תוספת חוב של 60 מיליון ש"ח יעלה יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA מ-1.3 ל-2.5 ויחס החוב הפיננסי ל-FFO יעלה מ-3.5 ל-4.0.

העדר מדיניות דיבידנד קבועה

לחברה אין מדיניות מוגדרת של חלוקת דיבידנד לבעלי המניות. יחד עם זאת, החל משנת 2000 לא חולק דיבידנד בחברה. לחברה יתרת עודפים לחלוקה בסך של 101 מיליון ש"ח.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הרחבת הביזור הגיאוגרפי של פעילות ה-Wireless והקטנת התלות בפעילות במקסיקו ובברזיל
- צמצום תלות חטיבת ה-Wireless בלקוח המרכזי המשמעותי ביותר – Telcel
- הצגת תוצאות ממשיות משתופי הפעולה השיווקיים עם SAIC ומרקוני, תוך שיפור הביצועים של חטיבת המערכות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הידרדרות באיתנותם הפיננסית של הלקוחות העיקריים
- הרעה מתמשכת ברמת המינוף וביחסי הכיסוי הפיננסיים

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 פעילות ברחבי העולם ובעיקר בישראל, ברזיל, מקסיקו, יוון ואפריקה.

הקבוצה פועלת באמצעות שלוש חטיבות:

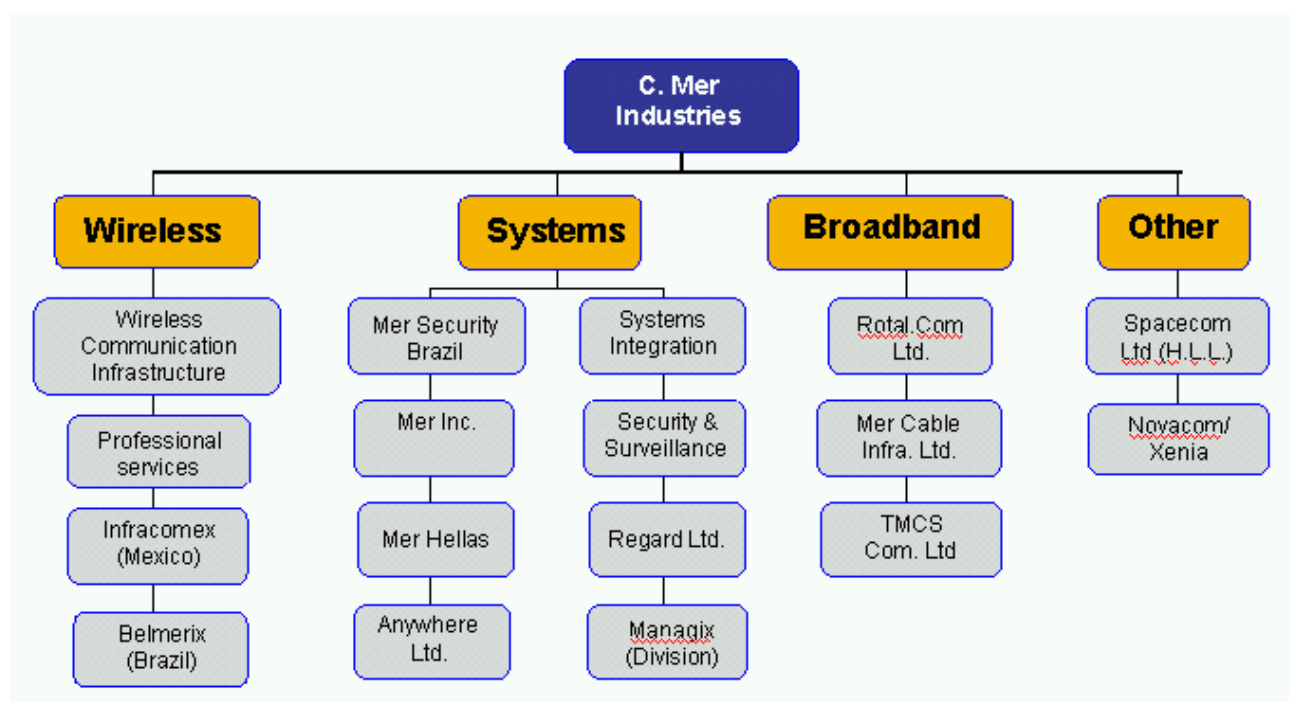
(*) חטיבת תקשורת אלחוטית (Wireless) – הכוללת את תחום התשתיות האלחוטיות ואת תחום השירותים המקצועיים.

(*) חטיבת תקשורת רחבת פס (Broadband) – הפועלת בתחומי אספקת המוצרים, התקנות, תחזוקה ואספקת רשתות תמסורת לשוק התקשורת רחבת הפס.

(*) חטיבת מערכות (Systems) – הפועלת בתחומי מערכות תקשורת צבאיות ומערכות בטחון לשימושים אזרחיים.

בנוסף, מחזיקה הקבוצה ב-20.68% (לאחר ההנפקה האחרונה) מהון המניות של חברת ח.ל.ל – חברה לתקשורת לוויינים בע"מ הנסחרת, נכון לתחילת אפריל 2005, ע"פ שווי שוק של כ-70 מיליון דולר, ובכ-37.46% מהון המניות של חברת Novacom המחזיקה ב-5.7% בחממת הטכנולוגיה Xenia.

לקוחות החברה מורכבים ממפעילים וספקי ציוד, משרדי ממשלה, אינטגרטורים ותאגידים גדולים אחרים.



התפלגות ההכנסות על-פי חטיבה (כולל בין-חטיבתי, באלפי ש"ח)

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	315,119	158,570	148,090	244,147
תקשורת רחבת פס	112,531	127,971	168,066	410,662
מערכות	158,389	123,857	59,360	44,186

התפלגות הכנסות (%)

עליית חשיבות החטיבה האלחוטית במקביל לירידת חשיבות חטיבת הפס-הרחב לסך הכנסות החברה

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	54%	39%	40%	35%
תקשורת רחבת פס	19%	31%	45%	58%
מערכות	27%	30%	15%	7%

רווחיות גולמית על-פי חטיבה (נתונים בקירוב, באלפי ש"ח)

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	95,345	50,743	44,427	78,127
תקשורת רחבת פס	22,749	26,109	29,275	78,026
מערכות	32,025	35,494	15,434	11,930

שיעור רווח גולמי על-פי חטיבה (נתונים בקירוב) - יציבות ע"פ זמן בשיעור הרווח הגולמי בחברה

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	30.5%	32.7%	30.0%	32.0%
תקשורת רחבת פס	21.1%	20.8%	17.7%	19.0%
מערכות	20.2%	28.7%	26.0%	27.0%

תרומה לשיעור הרווח (ההפסד) הגולמי על-פי חטיבה (נתונים בקירוב)

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	63%	45%	49%	46%
תקשורת רחבת פס	16%	21%	35%	46%
מערכות	21%	34%	16%	8%
שיעור רווח (הפסד) גולמי	100%	100%	100%	100%

רווחיות תפעולית על-פי חטיבה (באלפי ש"ח)

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	44,480	10,630	4,958	56,431
תקשורת רחבת פס	8,403	1,177	(3,754)	25,264
מערכות	6,558	29,900	(9,148)	(7,989)

שיעור רווח תפעולי על-פי חטיבה - שיפור ברווחיות חטיבת האלחוט בשנתיים האחרונות, והרעה ברווחיות חטיבת המערכות בשנה האחרונה

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	14.1%	6.7%	3.3%	23.1%
תקשורת רחבת פס	7.4%	0.9%	(2.2%)	6.1%
מערכות	4.1%	24.1%	(15.4%)	(18.1%)

תרומה לשיעור הרווח (ההפסד) התפעולי על-פי חטיבה

עליית תרומת החטיבה האלחוטית במקביל לירידת תרומת חטיבת הפס-הרחב לסך הרווח התפעולי של החברה

חטיבה	2004	2003	2002	2001
תקשורת אלחוטית	75%	25%		77%
תקשורת רחבת פס	14%	3%		34%
מערכות	11%	72%		(11%)
סה"כ	100%	100%	הפסד תפעולי	100%

יתרת לקוחות על-פי חטיבה (באלפי ש"ח)

חטיבה	בארץ	בח"ל	31.12.2004	31.12.2003
תקשורת אלחוטית	36,786	*117,891	154,677	94,046
תקשורת רחבת פס	42,420	1,071	43,491	92,042
מערכות	41,873	10,401	52,244	58,101
סה"כ	121,049	129,363	250,412	244,189

* Telcel כ- 38 מיליון ש"ח (15% מסך יתרת לקוחות) ו- Telemar כ- 18 מיליון ש"ח (7% מתוך לקוחות חטיבת התקשורת האלחוטית).

חטיבת תקשורת אלחוטית – Wireless

השיפור בשוק התקשורת בשנתיים האחרונות בא לידי ביטוי בצמיחת פעילות החטיבה

בראשית המילניום עבר שוק הטלפון באמריקה הלטינית משבר אשר נבע הן מהחלשות גלובלית בשוק הטלפון והן מהחלשות מטבעות מקומיים. המשבר התאפיין בצמצום השקעות המפעילים ונטישה של שחקנים בינ"ל את הפעילות באזור. המפנה החל במחצית השנייה של שנת 2003 והתאפיין בגידול רציף במספר המשתמשים, תוך מעבר מסיבי ל-GSM בשנים 2003 ו-2004. בפריסת רשתות GSM באמריקה הלטינית נרשם גידול של 185% בשנת 2003 ושל 27% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2004. פעילות ה-M&A בשנים האחרונות כללה את רכישת נכסי BellSouth באמריקה הלטינית ע"י טלפוניקה ואת רכישת אמברטל הברזילאית ע"י Telmex המקסיקנית.

חסמי כניסה ועלויות השקעה גבוהים בסקטור התקשורת הניחת דחפו מפעילים להשקיע במערכות אלטרנטיביות, במיוחד ב-Wireless Local Loop (WLL). בנוסף, השפיעו לטובה על סקטור התקשורת הניידת תהליכי הדי-רגולציה וההפרטה אשר התרחשו בשוק הטלפון כאשר במרבית המדינות קיימות מגבלות מועטות של בעלות זרה. מנקודת ראות המפעילים יתרונות ה-WLL על פני התשתית הניידת הינם ברורים: פריסה מהירה, עלויות הקמה נמוכות, עלויות תחזוקה נמוכות וגמישות תפעולית גבוהה.

בתחום הסלולר, צפויה ע"פ Yankee Group פריסת הדור 2.5 לגדול מכ-60% בשנת 2004 לכ-78% בשנים 2006-2007, זאת על חשבון ירידה בשיעורי הנוכחות של 1G ו-2G.

ישראל

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2004	110 מיליארד \$US
GDP לנפש לפי נתוני 2004	\$18,000 במונחי כח קניה
אוכלוסייה	6 מיליון תושבים
שיעור אבטלה	10%
דירוג המדינה לפי Moody's	A2

לאחר שבשנת 2004 צמח המשק בקצב מהיר, כאשר התוצר הריאלי גדל בשיעור של כ-4.3% והתוצר העסקי צמח בכ-6.2%, צפויה בשנת 2005 התמתנות בצמיחה, בעיקר עקב קצב התרחבות איטי של היצוא. תחזית הצמיחה של התמ"ג בשנת 2005 היא 3.8%.

שיעור חדירת הסלולר מוערך בכ-105%, כאשר שיעור הגידול השנתי הצפוי ב-2005 הינו כ-2%-3%.

מפעילים סלולריים בישראל: סלקום (34%), פרטנר (32%), פלאפון (30%), ומירס (4%).

בשנת 2004 הסתכמו ההכנסות משירותי תקשורת ניידת בכ-15 מיליארד ש"ח, לעומת 12 מיליארד ש"ח בשנת 2003. כ-90% מההכנסות נובעות מתנועת קול והיתרה מתקשורת נתונים. משנת 1986 נשלט תחום הטלפוניה הניידת בלעדית ע"י פלאפון תקשורת ופתיחתו לתחרות השפיעה באופן מהותי על ענף התקשורת המקומי ועל קבוצת בזק (50% בפלאפון). כניסת סלקום לשוק, כספקית שירותי רט"ן שנייה בשנת 1994, ופרטנר כספקית שלישית בשנת 1998, הפך שירות זה למתחרה ישיר בשירותי הטלפוניה הניידת ובשירותי התמסורת הניתנים ע"י חברת בזק. בשנת 2001 העניק משרד התקשורת רישיון מפעיל רט"ן נוסף לחברת מירס. בשנת 2003 חלקה היחסי של הטלפוניה הניידת במונחי הכנסות הענף כפול מזה של הטלפוניה הניידת.

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2004	630 מיליארד \$US
GDP לנפש לפי נתוני 2004	\$6,000 במונחי כח קניה
אוכלוסיה	105 מיליון תושבים
שיעור אבטלה	3.3% בתוספת תת-תעסוקה של כ- 25%
דירוג המדינה לפי Moody's	Baa1

במשך שנים רבות שמרה מקסיקו על מדיניות של סגירות והגנה על התוצרת המקומית. מאז מלחמת העולם השנייה היא ביססה את כלכלתה על עידוד תעשיות מקומיות והציבה חומות מכס והגנות לא מכסיות על מוצרי יבוא. למרות שהתל"ג גדל בקצב שנתי של 5%-6% בשנות ה-50 וה-60, גרמה מדיניות זו למשברים כלכליים חריפים בשנים 1976 ו-1982. בעקבות המשבר הכלכלי ב-1982 ובעזרת עליית מחירי הנפט, מדיניות תקציבית גירעונית והלוואות בהיקף נרחב, החלה ממשלתו של הנשיא DE LA MADRID (82-88) בפתיחת השוק המקומי ליבוא ובהקטנת מעורבות הממשלה בכלכלה המקומית.

תהליך זה התחזק בתקופת שלטונו של הנשיא SALINAS (88-94) אשר הנהיג ליברליזציה ביבוא, הפריט חברות ממשלתיות ובנקים והוביל למערכת הסכמי סחר חופשי עם מדינות אמריקה, כשהעיקרי שבהם הוא הסכם נפט"א עם ארה"ב וקנדה. בתקופה זו ירדה האינפלציה מ-160% ל-9% בשנה. לאחר חתימת הסכמי האס"ח עם צ'ילה, ארה"ב, קנדה, קולומביה, ונצואלה, קוסטה ריקה ובוליביה בין השנים 1993 ו-1995, מכסיקו הפכה להיות "יקירת העולם העסקי" והצליחה להצטרף לארגון המדינות המפותחות ה-OECD. ב-1994, לאחר רצח מועמד לנשיאות, גירעון של 8% מהתל"ג ובריחת משקיעים, נכנסה מקסיקו לאחד המשברים הכלכליים החמורים בתולדותיה. הממשל נאלץ לנייד את הפסו ובמהלך שנת 1995 שער הפסו ביחס לדולר הגיע לקרוב ל-8 פסו לדולר (לאחר שמספר חודשים לפני כן עמד שער החליפין על 3.4 פסו לדולר). מצב זה הביא לאינפלציה, קריסת עסקים ובשנה זו (1995) נרשם מיתון קשה, שהתבטא בירידה של 6.2% בתל"ג. המערכת הבנקאית נפגעה קשה עקב אי יכולת המלווים והחברות לעמוד בהחזרי ההלוואות שלקחו לפני המשבר. במהלך שנה זו המדינה עמדה בפני קריסה פיננסית, עקב אי יכולת לקבל אשראי מהמערכת הפיננסית העולמית, וכתוצאה מזה ארה"ב וקרן המטבע העולמית נלחצו לעזרתם ונתנו הלוואה בסך 20 מיליארד דולר לפתרון המשבר.

כיום ע"פ נתוני הבנק העולמי, מכסיקו הינה הכלכלה העשירית בעולם מיד לאחר קנדה ולפני כלכלות כגון הודו והולנד. הכלכלה המקסיקאית היום יותר מודרנית ומונהגת על ידי הסקטור הפרטי ולא על ידי הממשלה. בשנת 2004 צמחה כלכלת מקסיקו בכ-4.1% בהשוואה לכ-1.3% בשנת 2003. הצפי לשנת 2005 הינו לגידול של כ-3.7%. שיעור החדירה של הסלולר עומד על כ-32% כאשר שיעור הגידול השנתי הצפוי ב-2005 הינו כ-30%. הערכת החברה היא שהגידול בשיעור החדירה של הסלולר יוביל לצמיחה בביקושים לאתרים ולאחר מכן לשירותים אותם מספקת החברה במדינה זו. מפעילים סלולריים במקסיקו: Telcel (79% נתח שוק), Telefonica-TEM (13%), Unefon (4.1%), Iusacell (4.0%). צפי שיעורי הכנסות ח. מר מהפעילות במקסיקו לשנת 2005: Telcel – 67%, ATC – 10%, Telefonica – 3%, Unefon – 7%.

חברת Telcel הינה חברה בת בשליטתה המלאה של América Móvil, חברת אחזקות הנסחרת בארה"ב ובמקסיקו. ל-America Movil's הנשלטת ע"י קרלוס סלים, השולט אף ב"בזק" המקסיקנית-חברת Telmex, אחזקות בספקיות תקשורת סלולריות בכ-10 מדינות ברחבי מרכז ודרום אמריקה, החל במקסיקו וגואטמלה, דרך קולומביה, אקוודור וונצואלה, וכלה בברזיל וארגנטינה. נכון לסוף שנת 2004 היו לחברה כ-63 מיליון מנויים, זאת אחרי שברבעון הרביעי של השנה היא גייסה כ-7 מיליון מנויים. בפברואר 2005 דירגה פיץ' BBB חוב בכיר בסך 1 מיליארד דולר, המיועד לפירעון בשנת 2035, וכמו כן אשררה את דירוג ה-BBB (יציב) לחוב הבלתי-מובטח.

América Móvil's Income Statement (main items)

שיעור שינוי	2003	2004	במיליוני דולרים
49.1%	8,032	11,972	הכנסות
25.7%	2,972	3,711	EBIDTA
	37.0%	31.2%	שיעור EBITDA
24.4%	1,679	2,087	EBIT
	20.9%	17.4%	שיעור EBIT
4.4%	1,405	1,467	רווח נקי

מקור: www.americamovil.com

América Móvil's Balance Sheet (31.12.2004- main items)

			במיליוני דולרים
490	התחייבויות ז"ק	1,740	מזומן
3,430	זכאים	1,890	הכנסות לקבל
5,500	חוב ז"א	7,790	רכוש קבוע, נטו
7,050	הון עצמי	5,020	רכוש אחר
17,800	סה"כ התחייבויות והון	17,800	סה"כ נכסים

מקור: www.americamovil.com

חברת Telcel הינה הספקית המובילה של שירותי סלולר במקסיקו. בשנת 1998 החלה Telcel, הפועלת בכל רחבי מקסיקו, לשדרג את רשת התקשורת בעזרת ציוד TDMA. בשנת 2002 השיקה Telcel את רשת ה-GSM ותוך שלשה חודשים הגיעה לכ- 500,000 מנויים. באוקטובר 2004 השיקה החברה את רשת ה-EDGE. בשנת 2004 נרשמה האצה בקצב גיוס לקוחות והחברה גייסה כ- 5.5 מיליון לקוחות חדשים, בהשוואה לכ- 3.4 מיליון לקוחות חדשים בשנת 2003. נכון לסוף שנת 2004 היו לחברה כ- 28.9 מיליון מנויים (27 מיליון מתוכם ב- Prepaid). גידול של כ- 23% לעומת שנת 2003. החברה ממשיכה להרחיב את רשת ה-GSM ומנויי ה-GSM מהווים כיום כ- 39% מבסיס הלקוחות. Telcel הינה הלקוח העיקרי של החברה במקסיקו, וההכנסות ממנה בשנת 2005 צפויות להוות כ- 67% מכלל הכנסות החטיבה בשנה הקרובה.

Telcel

שיעור שינוי	2003	2004	במיליוני דולרים
28.3%	4,903	6,293	הכנסות
29.9%	2,095	2,720	EBIDTA
	42.7%	43.2%	שיעור EBITDA
37.2%	1,654	2,269	EBIT
	33.7%	36.1%	שיעור EBIT
23.1%	23.4	28.5	מנויים (מיליון)
16.5%	89	104	MOU
7.2%	16	17	ARPU (דולר)
	3.2%	3.2%	Churn

מקור: www.americamovil.com

טלפוניקה הינה מפעילת הסלולר השנייה בגודלה במקסיקו. במאי 2002 רכשה טלפוניקה 65% מחברת Pegaso, מהלך שהקנה לה כיסוי רב-אזורי. החברה הודיעה על כוונות להשקיע כ- 600 מיליון דולר במקסיקו בשנת 2004, להרחבת פריסת רשת ה-GSM. ביולי 2004 הייתה טלפוניקה החברה הראשונה להשיק את רשת ה-EDGE במקסיקו. הזמנות טלפוניקה בשנת 2005 צפויות להוות כ- 3% מכלל הכנסות החברה במקסיקו בשנה הקרובה.

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2004	670 מיליארד \$US
GDP לנפש לפי נתוני 2004	\$3,700 במונחי כח קניה
אוכלוסייה	180 מיליון תושבים
שיעור אבטלה	12.3%
דירוג המדינה לפי Moody's	B1

כלכלת ברזיל היא בין 10 הגדולות בעולם והיא גדולה, בין השאר, מכלכלות הודו, רוסיה וקוריאה הדרומית. המדיניות הכלכלית של ברזיל בין השנים 1994 עד סוף 1998 גרמה לשימור שער החליפין "כעוגן" עיקרי לתוכנית הייצוב ("תוכנית הריאל") ובמקביל הביאה הקלות במדיניות המוניטארית כדי לנסות ולעורר צמיחה. ההקלות התבטאו בהסרת מגבלות על אשראי וניסיון להפחתת שערי ריבית הפריים, אשר ירדו מ-4% לחודש ל-1.7% (ב-1998 עלו זמנית שוב ל-3% לחודש, כ-35% לשנה).

בשנת 1999 הביא משבר כלכלי לפיחות של כ-50% מערכו של הריאל והדולר עלה מ-1.1 ריאל לדולר ל-2.2 ריאל לדולר. יחד עם זאת, המשק הברזילאי יצא מהר מאוד מהמשבר, ובשנת 2000 התייצב שער החליפין לאורך זמן על 1.8 ריאל לדולר כאשר לקראת סוף 2000 טיפס חזרה לרמת 2 ריאל לדולר.

בין השנים 2001-3 עברה ברזיל סדרה של משברים פנימיים ובינ"ל. במהלך 2001 עלה השער עד לרמה של כמעט 2.8 ריאל לדולר, בעיקר עקב ההשפעה הראשונית של משבר האנרגיה, המשבר העולמי והמשבר בארגנטינה. כתוצאה מכך עברה כלכלת ברזיל מיתון, ושיעור הצמיחה הממוצע היה כ-1.1% בלבד לשנה. לאחר התפוגגות ההלם הראשוני, חזר אמון המשקיעים לברזיל ואיתו ירד שער הריאל לרמה של כ-2.45 ריאל לדולר. כלכלת ברזיל הצליחה לספוג את המשברים הללו בלי להתמוטט הודות לתוכנית הייצוב הכלכלי שהנהיג מנהיג ברזיל אז, הנשיא Cardoso. שלושת המרכיבים של התוכנית הכלכלית הם שער חליפין צף, משטר אינפלציוני מרסן ומדיניות פיסקאלית הדוקה, אלו חוזקו על ידי סדרה של תכניות קרן המטבע העולמית.

לקראת סוף 2002 חוותה ברזיל משבר פיננסי נוסף, שנבע מאי וודאות לגבי תוצאות הבחירות לנשיאות, ומצפי לבחירת מועמד השמאל Lula. מדד הסיכון של ברזיל טיפס לרמות גבוהות, ושער הריאל ירד בערכו בצורה חדה והוא נשק ל-4 ריאל לדולר. בשנת 2003 התאוששה כלכלת ברזיל, הפיחות שחל בסוף שנת 2002 ונמשך עד לרבעון הראשון של 2003, גרם לחברות ברזילאיות רבות לגלות את הייצוא וייקרו את הייבוא, כאשר גם לאחר הייסוף בשער הריאל, הייצואנים החדשים והותיקים כבר היו ערוכים טוב יותר להמשך הייצוא. כתוצאה מכך הציגה כלכלת ברזיל עודף מרשים בסחר ולראשונה מאז 1992 היה המאזן המסחרי שלה חיובי.

בשנת 2004 צמחה כלכלת ברזיל בכ-5.2% בהשוואה לכ-0.55% בשנת 2003. הצפי לשנת 2005 הינו לגידול של כ-3.5%.

נכון לסוף ינואר היו בברזיל כ-67 מיליון מנויי סלולר, תוספת של כ-19 מיליון מנויים במהלך 2004 (גידול של כ-40%).

שיעור החזירה של הסלולר עמד על כ-36%. בתחילת ינואר 2005 העלתה מודייס את דירוג החוב החיצוני לטווח ארוך של ברזיל מ"יציבה" ל"חיובית". זאת, לאחר שבספטמבר 2004 העלתה סוכנות הדירוג את דירוג החוב החיצוני לטווח ארוך של המדינה מ-B2 ל-B1.

מפעילים סלולריים עיקריים בברזיל: Vivo של טלפוניקה (42% נתח שוק), Claro של R (21%), TIM Brazil של Telecom Italy Mobile (20%), ו-Oi של המפעיל המקומי Telemar (10%).

עליית חשיבות הפעילות במקסיקו וברזיל ע"ח הפעילות בישראל

חטיבת התקשורת האלחוטית מבצעת פרויקטים בתחום התקשורת הסלולרית ללקוחות שחלקם ספקי ציוד, כמו נורטל, מוטורולה, נוקיה, סימנס ואריקסון, וחלקם מפעילים כדוגמת סלקום, פרטנר ופלאפון בארץ, טלפוניקה וטלסל במקסיקו וטלקום איטליה וטלמר בברזיל. בארץ פועלת החטיבה באמצעות חברת מר ושות' (1982) בע"מ, בברזיל, החל משנת 1997, באמצעות חברת Belmerix דרך אחזקה של 100% בחברת Belmer, ובמקסיקו, החל משנת 2000, באמצעות חברת Infracomex, המוחזקת ב- 100%. התשתית המותקנת במקסיקו מיוצרת במרביתה בארץ ומקצתה במקסיקו עצמה. התשתית המותקנת בברזיל מיוצרת במפעל מקומי, הנמצא על מקרקעין המושכר בחוזה ארוך טווח ומופעל ע"י החברה. החטיבה מורכבת משתי מחלקות: האחת עוסקת בהקמה ותכנון של מגדלי תקשורת, מבנים לציוד תקשורת ובינוי אתרים ואילו השנייה עוסקת במתן שירותים הנדסיים בתחום האלחוטי.

פעילות חטיבה זו הושפעה לרעה כתוצאה מהמשבר בשווקי התקשורת במהלך שנת 2002 ובמחצית הראשונה של שנת 2003, בעיקר בברזיל ומקסיקו, ואולם החל מהמחצית השנייה של שנת 2003 חלה התאוששות בשווקים אלו והביקוש לשירותי החטיבה גדל באופן משמעותי. ההערכה היא כי מגמת הגידול בביקושים לשירותי החברה תמשך בשנת 2005, אם כי בברזיל באופן מתון יותר מאשר במקסיקו. ברבעון הרביעי של שנת 2004 חתמה החברה על הסכם ראשון עם חברת התקשורת הנייחת הגדולה במקסיקו Telmex ועל הסכם מסגרת לביצוע עבודות תשתית בהיקף של 55-60 מיליון דולר עם חברת Telcel (כ- 600 אתרים, מתוכם כ- 500 לביצוע בשנת 2005). ע"פ מחקרי שוק, שולטת Telmex בכ- 96% משוק התקשורת הנייחת במקסיקו ואילו Telcel שולטת בכ- 80% משוק התקשורת הניידת. כמו כן, חתמה החברה על הזמנה לביצוע עבודות תשתית סלולרית מלקוח בברזיל, בהיקף כספי של כ- 7 מיליון דולר. ברבעון הראשון של 2005, זכתה החברה בהזמנות להקמת תשתיות תקשורת באפריקה, בהיקף של כ- 3.5 מיליון דולר, ובמקסיקו בהיקף של כ- 4.3 מיליון דולר. החטיבה שולטת בכ- 75% משוק תשתיות הסלולר בישראל והיא מעריכה את נתח השוק שלה במקסיקו בכ- 25% ובברזיל בכ- 15%.

החטיבה מציגה צמיחה דו-ספרתית חזקה הן בהכנסות והן ברווחיות

החל מהמחצית השנייה של שנת 2003 נרשם שיפור לטובה בשוק התקשורת ובמצבם של המפעילים הסלולריים. בשנת 2004 רשמה החטיבה הכנסות בסך כ- 315 מיליון ש"ח, גידול של כ- 100% בהשוואה להכנסות החטיבה בשנת 2003. הכנסות החטיבה מהוות כ- 54% מסך הכנסות החברה. ההכנסות בגין שדרוגים ותחזוקה שוטפת של מתקנים ואתרים מהוות כ- 11% מסך הכנסות החטיבה.

%	2004	%	2003	
25%	79,467	38%	60,104	ישראל סלולר
4%	11,891	2%	3,115	ישראל משהב"ט
39%	121,703	22%	35,131	מקסיקו
26%	82,632	31%	48,380	ברזיל
6%	19,366	5%	8,507	אפריקה

שיעור הרווח הגולמי בחטיבה בשנים 2004, 2003 ו- 2002 הוא 30.5%, 32.7% ו- 30.0%, בהתאמה. סכום הרווח הגולמי של תחום זה בשנים 2004, 2003 ו- 2002 עמד על כ- 95 מיליון ש"ח, כ- 51 מיליון ש"ח וכ- 44 מיליון ש"ח, בהתאמה. בשנת 2004 עמד הרווח התפעולי בחטיבה על כ- 45 מיליון ש"ח (שיעור רווחיות של כ- 14%, ותרומה של כ- 75% לכלל הרווח התפעולי), זאת בהשוואה לרווח תפעולי של כ- 11 מיליון ש"ח בשנת 2003 (שיעור רווחיות של כ- 7% ותרומה של כ- 25% לכלל הרווח התפעולי). השיפור מיוחס לגידול בהכנסות ולהתייעלות התפעולית בפעילות החטיבה בברזיל.

החטיבה הצליחה לבסס מעמד מקצועי איתן הן בישראל והן בחו"ל

בישראל מתחרה החטיבה בעיקר בחברות הבאות :

* חברת Leadcom Integrated Solutions, מקבוצת אלגדקום, העוסקת בתחומי האספקה, ההקמה וניהול של פרויקטים מורכבים בתחום התקשורת. החברה פעילה בשוק המקומי, באירופה ובאפריקה, ובמספר רב של מדינות בדרום אמריקה ובמרכז. לאחרונה זכתה לידקום, יחד עם נוקיה, בפרויקט לשדרוג רשת סלולר באתיופיה. היקף הכנסותיה של לידקום בפרויקט זה צפוי להגיע לכ- 21 מיליון דולר. לידקום רשמה ב-2004 רווח תפעולי של 4.4 מיליון דולר על הכנסות של 66.2 מיליון דולר, זאת בהשוואה למכירות של כ- 51 מיליון דולר ב-2003.

* חטיבת התקשורת של קבוצת ברן בע"מ עוסקת בארץ ובחו"ל בפעילות הקשורה להקמה, לאחזקה וניהול של תשתיות תקשורת בכלל, ובתחום הסלולרי בפרט. החברה פועלת באמצעות חברות בנות הפועלות ברחבי העולם: גרמניה, ארה"ב, תאילנד ודרא"פ.

בחו"ל מתחרה החטיבה בחברות זרות ומקומיות: במקסיקו קיימות כ- 7 חברות המתחרות בפעילות החטיבה. המתחרה העיקרית של חברת Infracomex בחו"ל מול Telcel ו-Telmex הינה חברת Prokosatel, חברת בת של Telcel. החטיבה הינה ספקית עיקרית של Mexican American Tower Corporation ו-Unefon, אולם היקף פעילותה מול טלפוניקה, בעיקר עקב תנאי התשלום של טלפוניקה, נמוך ביחס לנתח השוק הכללי שלה. בברזיל, נכון לשנת 2004, מתחרה Belemex בחברות מקומיות ופועלת בעיקר מול ספקיות הציוד Ericsson, Alcatel, Siemens ו-Nortel כמו גם ישירות מול ספקיות התקשורת Vivo, Claro ו-Telemar.

מדיניות אשראי לקוחות משתנה ממדינה למדינה, כאשר במקסיקו מתקבלות מקדמות מלקוחות

נכון ל- 31.12.2004 היוותה Telcel לקוח עיקרי בודד, עם כ- 12.3% ממחזור ההכנסות המאוחד של החברה. בכל מדינה מתקיימים תנאי תשלום שונים. בישראל מבוסס אשראי הלקוחות על שוטף + 90, במקסיקו על מקדמה של 20% והיתרה לפי שוטף + 60 עם התקדמות העבודה, למעט 10%-15% אחרונים המשולמים לאחר קבלת ה-Final Acceptance (החריגה הינה טלפוניקה המשלמת לפי שוטף + 90). בברזיל מתבצע התשלום ע"פ שוטף + 30-90 לאחר השלמת הפרויקט והחברה מתכוונת לשנות את תנאי התשלום כך שכ- 15% מהיקף הפרויקט יתקבל כמקדמה. באפריקה מתקבלת מקדמה של כ- 20% ושאר התשלום מתקבל עם אספקת הסחורה לפי תנאי FOB.

נכון ל- 31.12.2004, עמדה יתרת סעיף הלקוחות בחטיבה על כ- 155 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 118 מיליון ש"ח בגין לקוחות בחו"ל וכ- 37 מיליון ש"ח בגין לקוחות בארץ.

ספקים

החטיבה עובדת עם מספר ספקים ואינה תלויה בספק ראשי בודד. הספקים העיקריים עמם עובדת החטיבה הינם: בינטק ניהול בע"מ (הזמנות של כ- 4.5 מיליון ש"ח בשנה), פקר ידפז (כ- 3 מיליון ש"ח), פ.ל.ה. הנדסת תאורה (כ- 2.8 מיליון ש"ח), רולן ולירב (2.3 מיליון ש"ח כ"א), מוטורולה, בוארון מפעלי מתכת, וחץ חשמל צורית (כ- 2 מיליון ש"ח כ"א).

תוצאות הפעילות תלויות בתנודתיות שערי החליפין של הפזו במקסיקו והריאל בברזיל – בשנים האחרונות נהנתה החטיבה מהתיסוף בריאל

מיקום הפעילות	תקבולים	עלויות
מקסיקו	פזו (צמוד דולר)	ש"ח ודולר בייצור בישראל, פזו בהרכבה
ברזיל	ריאל	ריאל
ישראל	ש"ח	ש"ח ודולר בייצור בישראל, ש"ח בהרכבה

מטבעות ההכנסות של החטיבה כוללים בעיקר פזו מקסיקני (39%), ש"ח ישראלי (29%) וריאל ברזילאי (26%). הפעילות בברזיל כוללת ייצור במפעל מקומי, הנמצא בבעלות החברה, ואילו הפעילויות במקסיקו ובישראל כוללות בעיקר ייצור בישראל. לפיכך העלויות בברזיל הינן, בעיקר, בריאל מקומי, במקסיקו ב- ש"ח ודולר בייצור ובפזו בהרכבה, ובישראל ב- ש"ח ודולר. החברה במקסיקו רוכשת למעשה את התשתית המיוצרת בישראל מחברת האם ומשלמת לה בדולרים. עלויות ייצור אלו, מנקודת ראותה של Infracomex מהוות כ- 15%-20% מסך העלויות התפעוליות. תשלומים לקבלני משנה מקומיים (53%) ולחומרים (10%) מהווים רכיבי עלות עיקריים נוספים.

אופק פעילות

- תלות הולכת וגוברת בהכנסות ממקסיקו וברזיל על חשבון ההכנסות בישראל. ההכנסות ממקסיקו וברזיל צפויות להוות כ- 79% מכלל הכנסות החטיבה בשנת 2005, בהשוואה לכ- 65% בשנת 2004 וכ- 53% בשנת 2003. לעומת זאת, ההכנסות מישראל צפויות להוות כ- 16% מכלל הכנסות החטיבה בשנת 2005 בהשוואה לכ- 29% בשנת 2004 וכ- 40% בשנת 2003.
- חברות הסלולר במקסיקו וברזיל צפויות להמשיך את פריסת רשתות דור ה- 2G בשנים 2005 ו- 2006, והחברה צפויה לקצור פירות מעבודתה הרציפה מול המפעילים וספקי הציוד במדינות אלו. צמיחת מכירות החברה בשנתיים הקרובות תלויה יותר בקצב פריסת התשתיות ע"י המפעילים מאשר בהוכחת יכולות זכייה בהזמנות. קיים סימן שאלה לגבי התפתחות עבודת החברה מול טלפוניקה, הן עקב הצורך להגדיל יכולות יצור, מחד גיסא, והן עקב תנאי תשלום נוקשים מצד טלפוניקה, מאידך גיסא.
- פוטנציאל הרחבת פעילות במדינות מרכז ודרום אמריקה - החטיבה ניגשת למכרזים להקמת תשתיות סלולריות במדינות במרכז אמריקה, תוך ניצול קשרים עסקיים קיימים מול Telcel וטלפוניקה, שתי חברות הסלולר הדומיננטיות במרכז ודרום אמריקה. פעילות הפיתוח העסקי בתחום זה מבוצעת בעיקרה ע"י מקים פעילות החטיבה במקסיקו, מר גיל עציון.

חטיבת תקשורת פס רחב – Broadband

היקף פעילות חטיבה זו הצטמצם דרמטית בשנים האחרונות עקב המשבר בתעשיית הטלוויזיה בכבלים

חטיבת ה-Broadband מספקת שירותים ומוצרים לחברות הכבלים, לבזק, לספקי שירותי תקשורת בינלאומיים ולספקי אינטרנט. החטיבה כוללת את חברת רוטל.קום בע"מ, המתמחה ביישום פתרונות ובביצוע תשתיות לרשתות הטלוויזיה בכבלים ולרשתות תמסורת המבוססות על סיבים אופטיים, את חברת מר תשתיות בכבלים, העוסקת בפריסת תשתיות לטלוויזיה בכבלים והתקנת תקשורת רחבת פס, ואת חברת TMCS, המתמקדת באספקת שירותי אחזקה ותיקונים של ציוד קצה לחברות הטלוויזיה בכבלים. במהלך שנת 2002 החלה חברת רוטל לספק ולהתקין מודמים לבזק, לזכייניות הטלוויזיה בכבלים ולספקיות האינטרנט. במהלך 2003 הרחיבה רוטל את פעילותה לתחום ה-Home Networking. הזמנות העבודה מתקבלות ע"י הלקוחות באופן שוטף, ע"פ מחירי מוצרים ושירותים בהתאם להסכם מסגרת כולל. לחברה אין ספקים מהותיים.

תרומה מועטה לרווחיות התפעולית של החברה

בשנת 2001 עמדו הכנסות חטיבת ה-Broadband על כ- 410 מיליון ש"ח והיוו כ- 60% מסך הכנסות החברה, בהשוואה להכנסות של כ- 168 מיליון ש"ח (45%) וכ- 128 מיליון ש"ח (31%) בשנים 2002 ו- 2003, בהתאמה. הכנסות החטיבה כיום מהוות כ- 19% מסך הכנסות החברה. בשנת 2004 רשמה החטיבה הכנסות בסך כ- 113 מיליון ש"ח, ירידה של כ- 12% לעומת הכנסות שנת 2003.

שיעור הרווח הגולמי בחטיבה בשנים 2004, 2003 ו- 2002 הוא 21.1%, 20.8% ו- 17.7%, בהתאמה. סכום הרווח הגולמי של תחום זה בשנים 2004, 2003 ו- 2002 עמד על כ- 23 מיליון ש"ח, כ- 26 מיליון ש"ח וכ- 29 מיליון ש"ח, בהתאמה.

בשנת 2004 עמד הרווח התפעולי בחטיבה על כ- 8 מיליון ש"ח (שיעור רווחיות של כ- 7%, ותרומה של כ- 14% לכלל הרווח התפעולי), זאת בהשוואה לרווח תפעולי של כ- 1 מיליון ש"ח בשנת 2003 (שיעור רווחיות של כ- 1% ותרומה של כ- 3% לכלל הרווח התפעולי). השיפור בתוצאות החטיבה נבע מתהליכי התייעלות, אשר כללו צמצום בהוצאות כ"א ותקורה דרך סגירה ואיחוד של סניפים.

מעמד מוביל בשוק בעל מספר שחקנים קטן

החטיבה פועלת בסביבה תחרותית בה קיימים מספר לא רב של מתחרים הן בתחום המוצרים והן בתחום השירותים. המתחרה העיקרית של החטיבה בתחום ההתקנות לחברות הכבלים הינה חברת חפרפר (1992) בע"מ, הממוקמת ברמת ישי, ועוסקת בתשתיות תקשורת, תכנון רשתות תת-קרקעיות וסיבים אופטיים. בנוסף מתחרה החטיבה בביפוינט, נועה-טק ומיקרוטק. ההערכה היא לנתח שוק של כ- 30%. בתחום אספקת ציוד לרשת התקשורת של חברת הכבלים מתחרה החטיבה ב- 4-5 ספקים נוספים, ביניהם מוטורולה, סופרסוניק ואפקס.

תלות בבסיס לקוחות צר

בשנת 2004 היוו שלשת זכייני הטלוויזיה בכבלים כ- 12.4% ממחזור ההכנסות המאוחד. נכון ל- 31.12.2004, עמדה יתרת סעיף הלקוחות בחטיבה על כ- 43 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 42 מיליון ש"ח בגין לקוחות בארץ. מדיניות אשראי לקוחות בחטיבה זו מתבססת על שוטף + 60-90.

תלות בשיתופי פעולה וצבר הזמנות לא מבוסס מעבר לשנת 2005

עיקר פעילותה של החטיבה הינו בתחומי מערכות תקשורת צבאיות, מערכות בטחון ואיכות סביבה. החטיבה מציעה תכנון ואינטגרציה של מערכות קשר ניידות, מערכות שליטה ובקרה לקשר ומערכות ניהול וידאו ואודיו. יישומים אופייניים כוללים אבטחת שדות תעופה ונמלים ימיים, אבטחת מתקני רכבת, מערכות משולבות לאבטחת מתחמים ומתקנים רגישים ומערכות אבטחה, צפייה, ניהול ובקרת תנועה בערים.

חטיבת המערכות מורכבת מקבוצת פיתוח, מחלקת ייצור מוצרים, מהנדסי אינטגרציה, טכנאים ומתקנים.

קבוצת הפיתוח מבצעת, בין היתר, פיתוח של מוצרים באפיון צבאי והבאתם לייצור כמו מערכת הקשר-פנים לטנק המרכבה, מערכות צלצלן לטנקים ומתאם לכל סוגי קשר הפנים של פרויקט "ורד הרים", בו החברה משמשת כקבלן משנה של חברת מוטורולה ישראל.

החברות הפועלות במסגרת החטיבה כוללות את Managix, העוסקת בפיתוח מערכות לניהול משאבי תקשורת ומערכות ניהול, בקרה ושליטה, את Regard, העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק מערכות צפייה והקלטה של וידאו/אודיו/DATA, ואת Anywhere, העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק מערכות מתקדמות לאיתור מיקום, המבוססות על טכנולוגיות סלולר, רדיו ולווין.

המוצר המרכזי של פעילות הבקרה ושליטה הינו מערכת ה-Secure M, אשר משמשת מערכת גג למערכות כוללות המכילות מרכיבים רבים - מצלמות, סנסורים, גדרות, אפליקציות של בקרת כניסה - אשר פועלים כיחידה אחת.

החטיבה מקיימת קשרים עם אינטגרטורים בארה"ב ואירופה, במטרה להיכנס לתחום ה-Homeland Security. במסגרת זו נחתם הסכם לשיתוף פעולה עם חברת SAIC בארה"ב ועם חברת מרקוני באיטליה.

אסטרטגיית פעילות נוספת הינה מיקוד מאמצי שיווק באזורים בהם לחברה יש נוכחות מקומית קבועה, כמו בברזיל ומקסיקו.

נכון ל-31.12.2004, עמד צבר ההזמנות של החטיבה על כ- 61 מיליון ש"ח (כ- 107 מיליון ש"ח נכון ל-31.12.2003) וכ- 70% מתוכו צפוי להתבצע במהלך שנת 2005 והיתר במהלך שנת 2006.

תרומת הפרויקט באתונה ותרומת פרויקט "ורד הרים" ניכרות בצמיחת ההכנסות בשנתיים האחרונות; הוצאות השיווק

שחקות משמעותית את רווחיות החטיבה

החברה צופה גידול בפעילותה בשוק הביטחון וכפועל יוצא משקיעה את מרבית מאמצי המו"פ והשיווק בחטיבת ה-Systems. החטיבה רשמה בשנת 2004 הכנסות של כ- 158 מיליון ש"ח, גידול של כ- 27% לעומת הכנסות החטיבה בשנת 2003. הכנסות החטיבה כיום מהוות כ- 27% מסך הכנסות החברה. השפעת הפרויקט באתונה ניכרת היטב בתוצאות החטיבה בשנים 2003 ו-2004, אך יש לזכור כי ההכנסות מפרויקט זה אינן פרמננטיות וככלל אין לחטיבה צבר הזמנות מבוסס מעבר לשנת 2005.

שיעור הרווח הגולמי בחטיבה בשנים 2003 ו-2004 הוא 20%, 29% ו-26%, בהתאמה. סכום הרווח הגולמי של תחום זה בשנים 2003 ו-2004 עמד על כ- 32 מיליון ש"ח, כ- 36 מיליון ש"ח וכ- 15 מיליון ש"ח, בהתאמה.

בשנת 2004 עמד הרווח התפעולי בחטיבה על כ- 7 מיליון ש"ח (שיעור רווחיות של כ- 4%, ותרומה של כ- 11% לכלל הרווח התפעולי), זאת בהשוואה לרווח תפעולי של כ- 30 מיליון ש"ח בשנת 2003 (שיעור רווחיות של כ- 24% ותרומה של כ- 72% לכלל הרווח התפעולי). השחיקה ברווחיות התפעולית הינה תוצאה ישירה של השקעת החטיבה במו"פ ושיווק.

מתחרים

בתחום המערכות מתחרה החברה בחברות אפקון, מגל מערכות, בינת, מגאסון, השמירה טכנולוגיות מיגון ואחרים. בתחום מערכות הקשר והתקשורת הצבאית התחרות הינה בעיקר מול חברות גדולות כגון תדיראן קשר, אלביט וכו'. בתחום ה-Security מתחרה Regard בחברות כ-Nice ו-Verint.

אופן עבודה פרוייקטלי הן מול צה"ל ומשהב"ט והן מול לקוחות בחו"ל

בתחום המערכות פועלת החברה מול משרד הביטחון בפרויקטים של מערכות מיגון ובקרה, מול רכבת ישראל בפרויקטים למיגון מנהרות, מול צה"ל בפרויקט מערכת הקשר פנים לטנק המרכבה ומול מוטורולה תקשורת ישראל בפרויקט "ורד הרים".

לקוחות החטיבה בתחום ה-Security כוללים את חברת סימנס, עימה נחתם ביולי 2003 הסכם לביצוע עבודות בהיקף כספי של כ- 21 מיליון אירו לאספקה עד למאי 2004.

מחלקת Managix אינה מוכרת למעשה את תוכנת ה-Secure M ללקוחות חיצוניים, אלא לחטיבת המערכות של ח. מר ואילו חברת Regard מוכרת הן לחטיבת המערכות והן לשני לקוחות חיצוניים עיקריים.

מדיניות האשראי של החטיבה היא בדרי"כ של שוטף + 30-120, כאשר ממשרדי הממשלה מתקבלים בדרי"כ מקדמות לפרויקטים על כ- 15%-65% מהיקף הפרויקט.

ספקים

החטיבה עובדת עם מספר ספקים ואינה תלויה בספק ראשי בודד. ספקי הציוד העיקריים עמם עובדת החטיבה הינם: אופטלקום (הזמנות של כ- 4 מיליון ש"ח בשנה), פלקו (כ- 4.1 מיליון ש"ח), EIM בע"מ (כ- 2.1 מיליון ש"ח), וטרפיקון וגלדור (ציוד לפרויקט ביוון בסך כ- 2.8 וכ- 2.4 מיליון ש"ח, בהתאמה).

אופק פעילות

- חטיבת המערכות ממשיכה בפעילות בארץ מול משהב"ט באבטחת גבולות ומתקנים רגישים ומול צה"ל בתחום מערכות בקרת קשר. חלקו הארי של פרויקט "ורד הרים" מבחינת החברה צפוי להסתיים בשנת 2005.
- לאחר הצלחתה בפרויקט האולימפיאדה באתונה, מנסה חטיבת המערכות לרכב על גל הביקושים העולמי בתחום ה-Security ועל המוניטין שצברה באתונה לשם זכייה בחוזים לאבטחת אירועי ספורט גדולים, מתקנים רגישים ונמלי ים. הצלחתה בארה"ב ואירופה תלויה בהצלחת שיתופי פעולה עם SAIC ומרקוני.
- חטיבת המערכות מנסה לנצל את נוכחותה בתחום ה-Wireless במרכז ודרום אמריקה לקידום פעילות חטיבת המערכות. הצלחה חלקית נרשמה בברזיל אולם לגבי הפעילות במקסיקו, בה טרם נתקבלה כל הזמנה, קיימת אי-ודאות גבוהה לגבי היקף הפעילות העתידי.

בעלות וניהול

מניותיה של חברת ח. מר תעשיות בע"מ נסחרות בבורסה בתל אביב. חיים מר, אשר מחזיק כ- 43.8% בהון המניות וההצבעה הוא בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון. יצחק בן בסט, סגן יו"ר הדירקטוריון בחברה, מחזיק בכ- 14% מהון מניות החברה. סה"כ מוחזק כ- 63% מהון מניות החברה ע"י בעלי עניין וכ- 34% מהון המניות מוחזק בידי הציבור.

מריאן כהן משמש מנכ"ל החברה (החל מה- 12.1.2005) ומנהל חטיבת ה-Wireless, וגרשון מנשה משמש סמנכ"ל הכספים. חטיבת הפס הרחב מנוהלת ע"י אריה הרשקוביץ ואילו חטיבת המערכות מנוהלת ע"י יוסי זיידמן (המשמש גם כמנכ"ל משותף החל מה- 12.1.2005). פעילות החברה במקסיקו, אשר הוקמה ע"י גיל עציון, מנוהלת כיום ע"י אסף ברוך ואילו פעילות החברה בברזיל מנוהלת ע"י מוני בוכניק.

מנהלי החברה הבכירים הם בעלי ניסיון מקצועי וניהולי של מעל ל- 20 שנים. בחברה קיימת מדיניות שימור עובדים, ואכן מרבית הצוות המקצועי מלווה את החברה שנים רבות. אתר החברה המרכזי ממוקם בחולון ובו נמצאות מחלקות הפיתוח, הנדסה, תכנון וההנהלה. במכסיקו משתמשת החברה לצורך התקנות בקבלי משנה מקומיים ואילו בברזיל שוכרת החברה ומפעילה מפעל ייצור, המספק את הביקוש המקומי. החברה פועלת להקמת מפעל מאושר באשקלון לייצור תרנים, כאשר תוצרת המפעל עתידה לספק את הביקוש בישראל ובמכסיקו. החברה מנצלת הסכם סחר עם מכסיקו אשר מאפשר ייצוא של תרנים למכסיקו ללא מכס.

פעילות החברה עתירה בכוח אדם, עובדה הפוגעת בגמישותה התפעולית

כוח האדם בחברה מונה כ- 1200 עובדים, מתוכם כ- 500 בחטיבת ה-Wireless, כ- 450 בחטיבת ה-Broadband, וכ- 150 בחטיבת המערכות. מסך העובדים כ- 850 פועלים בישראל וכ- 350 בחו"ל. הוצאות השכר מהוות כ- 28%-30% מכלל ההוצאות התפעוליות.

חטיבה	כוח אדם	הכנסה לעובד (ממוצע חודשי ל- 2004 באלפי ש"ח)
תקשורת אלחוטית	500	52,500
תקשורת רחבת פס	450	20,000
מערכות	150	86,000

בשנת 2002 נאלצה החברה לפעול להפחתת הוצאותיה על מנת להתאימן להיקפי הפעילות שקטנו באופן משמעותי ונקטה בין היתר, בפעולות של צמצום מצבת כוח האדם בחברות הבנות בארץ ובחו"ל, הן בגוף המטה והן בגופים היצרניים.

אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת

בחברה לא קיימת מדיניות דיווידנד מוצהרת ומשנת 2000 לא חילקה החברה כל דיבידנד לבעלי מניותיה. בשנים 1998 ו- 1999 חילקה החברה דיבידנד בסך כ- 2.5 מיליון ש"ח וכ- 13 מיליון ש"ח, בהתאמה. נכון ל- 31.12.2004 עמדה יתרת הרווח הניתן לחלוקה כדיבידנד על 101 מיליון ש"ח.

צמיחת הכנסות רציפה בשנתיים האחרונות על רקע הרחבת פעילות חטיבת התקשורת האלחוטית וחטיבת המערכות

ההכרה בהכנסה מעבודות תשתית ואינטגרציה ע"פ חוזה ביצוע מוכרת ע"פ שיטת שיעור ההשלמה, כאשר מתקיימים תנאים לקביעת גובה ההכנסה, יכולת הגבייה, יכולת השלמת הפרויקט וקביעת שיעור ההשלמה. שיעור זה נקבע על בסיס העלות בפועל מול העלות הכוללת החזויה.

הכנסות החברה גדלו בשנים האחרונות מכ- 370 מיליון ש"ח בשנת 2002 לכ- 405 מיליון ש"ח בשנת 2003 (גידול של כ- 10%) ולכ- 578 מיליון ש"ח בשנת 2004 (גידול של כ- 41%), זאת אחרי רישום הכנסות בסך של כ- 687 מיליון ש"ח בשנת 2001. הירידה בשיעור של כ- 46% בהכנסות שנת 2002 לעומת הכנסות שנת 2001 נבעה בעיקרה מהירידה במחזור המכירות של TMCS, החברות הבנות בחו"ל והפסקת הפעילות מול YES ועל אף מעבר מאיחוד יחסי לאיחוד מלא של חברת Belmerix בברזיל. הגידול בפעילות חטיבות התקשורת האלחוטית והמערכות פצה על הירידה בהכנסות חטיבת ה- Broadband. התיסוף בשער הריאל בשנתיים האחרונות היטיב עם החברה, בהשוואה לפיחות בפזו אשר פגע בתוצאותיה.

שינויים בשערי חליפין *

2001	2002	2003	2004	
(9.3%)	(7.3%)	7.6%	1.6%	ש"ח - דולר
(4.8%)	(32.1%)	12.3%	3.1%	ריאל - ש"ח
(12.4%)	(37.0%)	21.6%	4.8%	ריאל - דולר
(4.6%)	(5.9%)	(14.0%)	(4.2%)	פזו - ש"ח
4.8%	(12.1%)	(7.3%)	(2.6%)	פזו - דולר

* שינוי חיובי הינו תיסוף של המטבע מימין לעומת המטבע משמאל.

בשנת 2004 הסתכם הרווח הגולמי בכ- 150 מיליון ש"ח, עלייה של כ- 34%, לעומת רווח גולמי של כ- 113 מיליון ש"ח בשנת 2003. במרווח הגולמי נרשמה הרעה מכ- 28% בשנת 2003 לכ- 26% בשנת 2004. ההרעה בשיעור הרווח הגולמי של החברה נבעה בעיקר מהקטון בפלח ההכנסות בתחום הביטחון. החטיבה האלחוטית וחטיבת הפס הרחב שמרו על יציבות בשיעור הרווח הגולמי בשנתיים האחרונות.

נתונים נבחרים מדוח רווח והפסד

2000	2001	2002	2003	2004	אלפי ש"ח
419,607	687,455	368,447	404,932	578,056	הכנסות
140,239	166,325	88,699	112,884	150,119	רווח גולמי
55,427	71,639	(8,110)	40,957	59,001	רווח תפעולי
13,592	19,272	18,038	16,369	10,423	הוצאות מימון, נטו
37,284	42,610	(31,864)	22,502	30,697	רווח נקי
60.0%	63.8%	(46.4%)	9.9%	41.3%	שיעור גידול בהכנסות
33.4%	24.2%	24.1%	27.9%	26.0%	שיעור רווח גולמי
65,084	84,543	3,506	52,043	70,559	EBITDA
15.3%	12.2%	0.9%	12.7%	12.2%	שיעור EBITDA
13.2%	10.4%	(2.2%)	10.1%	10.2%	שיעור רווח תפעולי
8.9%	6.2%	(8.6%)	5.6%	5.3%	שיעור רווח נקי

הוצאות המו"פ, נטו, והוצאות השיווק מהוות בשנים האחרונות כ-1.5% וכ-7.5% מסך ההכנסות, בהתאמה. מרבית ההשקעות בשיווק ובמו"פ נרשמו בחטיבת המערכות בשוק הביטחון, עקב הערכת החברה כי שוק זה יהווה את מנוע הצמיחה שלה בשנים הבאות. עם הגידול בהכנסות, נרשמה ירידה בשיעור הוצאות ההנהלה וכלליות מההכנסות, מכ-9.3% בשנת 2003 לכ-7.0% בשנת 2004.

מעבר מהפסד תפעולי בשנת 2002 לרווחים תפעוליים בשנתיים האחרונות, תחילה בהובלת חטיבת המערכות ולאחר מכן בהובלת חטיבת התקשורת האלחוטית

לאחר רישום הפסד תפעולי בסך של כ-8 מיליון ש"ח בשנת 2002 (הפסד שכלל הפרשה לחומ"ס בגין חוב תבל בסך של כ-9 מיליון ש"ח), עברה החברה לרווח תפעולי של כ-41 מיליון ש"ח בשנת 2003 (כ-10% ממחזור ההכנסות) ולכ-59 מיליון ש"ח בשנת 2004 (כ-10% מההכנסות). השיפור נרשם בחטיבה האלחוטית, אשר הציגה רווח תפעולי של כ-45 מיליון ש"ח בשנת 2004 לעומת רווח תפעולי של כ-11 מיליון ש"ח בשנת 2003. הרעה נרשמה בחטיבת המערכות, אשר רשמה רווח תפעולי של כ-7 מיליון ש"ח בשנת 2004, ירידה של כ-75% בהשוואה לרווח תפעולי של כ-30 מיליון ש"ח בשנת 2003.

הגידול ברווח נבע הן מהגידול בהכנסות והן מהירידה בשיעור הוצאות ההנהלה והכלליות מסך כלל ההכנסות. השיפור נזקף לזכותה של חטיבת התקשורת האלחוטית, אשר הציגה שיפור משמעותי ברווחיות התפעולית שפיצה על הירידה ברווחיות התפעולית של חטיבת המערכות.

ירידה בהוצאות המימון

בהוצאות המימון של החברה נרשמה ירידה מתונה בין השנים 2001 ל-2004 בעקבות ירידה בשיעור הריבית וצמצום מצבת האשראי לזמן קצר. הוצאות המימון כוללות ריבית הלוואות לז"א, ריבית הלוואות לז"ק, ושחיקות אינפלציוניות של פריטים כספיים. הוצאות המימון בשנת 2004 הסתכמו בכ-10.5 מיליון ש"ח לעומת כ-16.5 מיליון ש"ח בשנת 2003. בשנת 2004 רשמה החברה הכנסת מימון חד-פעמית בסך כ-2 מיליון ש"ח, שנבעה מהסדר עם לקוח בדבר תנאי ההצמדה של יתרת חובו לחברה.

הוצאות אחרות כוללות בעיקר הפרשה לחומ"ס

סעיף הכנסות אחרות כולל בעיקר רווחים והפסדים ממימוש רכוש קבוע ושערוכים של נכסים והתחייבויות. בשנת 2002 רשמה החברה הוצאות אחרות, נטו, בסך כ-11.5 מיליון ש"ח, רובן ככולן בגין הפרשה לחומ"ס של כ-9 מיליון ש"ח בגין יתרת חובה של תבל.

לאחר הפסד שנרשם בשנת 2002 מדווחת החברה על צמיחה ברווח הנקי

לאחר רישום רווחי שיא בסך כ-43 מיליון ש"ח בשנת 2001, דיווחה החברה על הפסד כבד של כ-32 מיליון ש"ח בשנת 2002. ההפסד בשנת 2002, בנטרול ההפרשה לחובות מסופקים בגין חוב תבל, המעבר מאיחוד יחסי לאיחוד מלא של חברת הבת בברזיל, וירידת ערך מניות Conexant, הסתכם בכ-16 מיליון ש"ח. בשנת 2003 חזרה החברה לדווח על רווח נקי בסך כ-23 מיליון ש"ח בעקבות הגידול בהכנסות, הירידה בהוצאות המו"פ, השיווק וההנהלה, והרווח מבטוחות סחירות. בשנת 2004 דיווחה החברה על רווח של כ-31 מיליון ש"ח, עלייה של כ-40% בהשוואה לרווח של כ-22.5 מיליון ש"ח בשנת 2003.

יתרת לקוחות מהווה כ-55% מסך המאזן, יחס הון עצמי למאזן של כ-30%

נתונים נבחרים מן המאזן

אלפי ש"ח	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
מזומנים, פיקדונות וני"ע	55,683	59,608	33,940	34,892	29,763
לקוחות	250,412	244,189	228,830	329,126	143,236
חייבים ויתרות חובה	28,827	11,437	21,051	28,043	23,829
מלאי	41,762	54,207	37,455	29,558	29,315
לקוחות ז"א	10,815	1,765	21,872	24,772	773
רכוש קבוע, נטו	51,984	40,893	42,648	52,424	48,195
סך נכסים	472,730	438,618	409,134	546,750	314,019
אשראי זמן קצר	133,035	141,079	151,853	194,177	101,654
ספקים	67,368	80,429	82,525	87,532	36,108
זכאים	75,365	73,729	34,361	59,750	40,766
הלוואות לז"א מבנקים	43,697	16,498	34,801	39,636	16,058
הון עצמי	145,923	105,398	82,690	124,334	80,106
סך התחייבויות והון עצמי	472,730	438,618	409,134	546,750	314,019

סעיף הלקוחות מהווה לאורך השנים האחרונות כ- 55% בממוצע מסך נכסי החברה וכ- 65% מסך נכסיה השוטפים. לאחר שבשנת 2002 קטנה יתרת הלקוחות בכ- 100 מיליון ש"ח, החל משנת 2003 נרשם גידול הדרגתי ביתרת הלקוחות במקביל לגידול בהכנסות. נכון ל-31.12.2004 עמדה יתרת הלקוחות על כ- 250 מיליון ש"ח לעומת יתרת לקוחות של כ- 244 מיליון ש"ח וכ- 228 מיליון ש"ח נכון ל- 31.12.2003 ול- 31.12.2002, בהתאמה. בשנת 2004 ביצעה החברה הפרשה לחומ"ס בסך כ- 4.5 מיליון ש"ח, 0.8% מסך ההכנסות זאת בהשוואה להפרשות לחומ"ס גבוהות יותר בשנים קודמות: כ- 15 מיליון ש"ח (3.7%) וכ- 10 מיליון ש"ח (2.7%) בשנים 2003 ו- 2002, בהתאמה. יתרת לקוחות לז"א עמדה ב- 31.12.2004 על כ- 11 מיליון ש"ח מתוכה כ- 4 מיליון ש"ח בגין חוב תבל והיתר בגין חוב לחטיבת המערכות אשר מרביתו עומד לפירעון בשנת 2006. מרבית הלוואות ה- Vendor Financing אשר ניתנו ללקוחות בשנים 2001 ו- 2002 נפרעו עד לסוף ספטמבר 2004.

לקוח	יתרת חוב ל- 31.12.2004 (באלפי ש"ח)	% מסך יתרת לקוחות
Telcel	38,124	15.22%
Telemar/Oi	17,540	7.00%
Ericsson	14,395	5.75%
מוטורולה	12,091	4.83%
משרדי ממשלה	11,843	4.73%
תבל	11,038	4.41%

שמירה לאורך שנים על יתרות נזילות

לאורך השנים שומרת החברה על יתרות נזילות של כ- 10% מסך הנכסים. ליום ה- 31.12.2004 הסתכמו יתרת מזומן, פיקדונות וני"ע סחירים בסך של כ- 56 מיליון ש"ח.

החזקה במניות ח.ל.ל חברה לתקשורת לווינים בע"מ

החברה מחזיקה מאז שנת 2000 במניות ח.ל.ל, בה השקיעה תחילה כ- 10 מיליון ש"ח בתמורה ל- 24.25% מהון מניות ח.ל.ל. ביום ה- 7 למרץ 2005 ביצעה ח.ל.ל הנפקה ציבורית אשר בעקבותיה שיעור ההחזקה של ח.ל.ל. מר בהון המניות וזכויות ההצבעה של ח.ל.ל. ירד ל- 20.68%. שווי החזקות אלו, כפי שנגזר משווי השוק של ח.ל.ל. לראשית חודש אפריל 2005, הינו כ- 60 מיליון ש"ח, לעומת שווי מאזני של כ- 15 מיליון ש"ח. מידרג מעריכה כי החזקה פיננסית זו תתרום לרמת הנזילות של החברה כאשר מניות אלו ישתחררו מחסימה החל מסוף יוני 2005 במנות חודשיות.

רכוש קבוע כולל בעיקר כלי רכב

מרכיב הרכוש הקבוע, נטו, עמד נכון ל-31.12.2004 על כ- 52 מיליון ש"ח והיווה כ- 11% מסך נכסי החברה, בהשוואה לכ- 40 מיליון ש"ח שהיוו כ- 9% מסך נכסי החברה ליום ה- 31.12.2004. עיקר הגידול נבע מרכישת כלי רכב בליסינג מימוני כאשר במקביל נרשם גידול בהתחייבויות החברה לז"א.

ההתחייבויות הפיננסיות כוללות בעיקר הלוואות מבנקים בישראל. יתרת החוב לבנקים הסתכמה ביום 31.12.2004 ב- 178 מיליון ש"ח, מזה יתרת אשראי ז"ק של כ- 133 מיליון ש"ח. האשראי בעיקרו אינו צמוד ונושא ריבית פריים + 0.35%. נכון ל- 31.12.2004 עמדה סך מסגרת האשראי של החברה על כ- 150 מיליון ש"ח, מתוכה נוצלה יתרת אשראי של כ- 143 מיליון ש"ח, מזה חוב לז"ק של כ- 117 מיליון ש"ח.

בשנת 2000 הנפיקה החברה אג"ח המיר בסך של 5 מיליון דולר. בשנת 2004 נפרעו אג"ח המירות בערך נקוב של 785 אלף דולר בתמורה לכ- 3,500 אלף ש"ח. כמוכן, הומרו אג"ח המירות בערך נקוב של 2,500 אלף דולר ב- 896,993 מניות בתמורה לכ- 11,150 אלף ש"ח. הירידה בהתחייבויות לז"א לבעלי אג"ח המיר קיזזה גידול בסעיף התחייבויות ז"א לאחרים- גידול אשר נבע מרכישת כלי רכב בליסינג מימוני.

אשראי ספקים וזכאים עמד, נכון ל- 31.12.2004, על כ- 143 מיליון ש"ח והיווה כ- 30% מנכסי החברה, זאת בהשוואה לכ- 155 מיליון ש"ח (36%) וכ- 117 מיליון ש"ח (28%) נכון ל- 31.12.2003 ו- 31.12.2002, בהתאמה. החל משנת 2001 נרשמה ירידה הדרגתית ביתרת הספקים אשר עמדה נכון ל- 31.12.2001 על כ- 88 מיליון ש"ח. גידול משמעותי של כ- 37 מיליון ש"ח ביתרת הזכאים נרשם בשנת 2003, זאת במקביל לגידול בסעיפי לקוחות ומלאי.

שיפור רציף ביחס ההון העצמי לסך המאזן

ההון העצמי ל- 31.12.2004 הסתכם בכ- 146 מיליון ש"ח והיווה כ- 31% מסך הנכסים, לעומת כ- 105 מיליון ש"ח (24%) וכ- 83 מיליון ש"ח (20%) נכון ל- 31.12.2003 ול- 31.12.2002, בהתאמה. הגידול נבע הן מרווחי שנת 2004 והן מהמרת אג"ח להמרה למניות החברה. יתרת ההון העצמי ל- 31.12.2004 כוללת התאמה מצטברת בסך כ- 13 מיליון ש"ח מהתאמות הנובעות מתרגום דוחות כספיים של יחידות מוחזקות אוטונומיות.

שיפור מתמשך ביחסי הנזילות והיעילות התפעולית וברמת האיתנות הפיננסית

נתוני ויחסי מאזן

אלפי ש"ח	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
הון חוזר	178,268	155,674	170,449	239,445	119,505
יחס שוטף	1.36	1.25	1.20	1.23	1.27
יחס מהיר	1.21	1.07	1.06	1.15	1.10
ימי לקוחות	156	211	273	124	98
ימי מלאי	39	57	43	20	30
ימי ספקים	63	101	110	43	37
מחזור לקוחות	2.3	1.7	1.3	2.9	3.7
מחזור מלאי	8.9	6.4	8.4	17.9	12.3
מחזור ספקים	5.8	3.6	3.3	8.5	9.9
צרכי הון חוזר להכנסות	31%	38%	46%	34%	28%
סה"כ חוב פיננסי	178,761	174,224	202,336	257,162	140,207
סה"כ חוב פיננסי, נטו	123,078	114,616	168,396	222,269	110,234
הון עצמי לסך מאזן	31%	24%	20%	23%	26%
חוב ל-CAP	54%	61%	70%	65%	59%
חוב פיננסי נטו ל-CAP	37%	40%	58%	56%	46%
הון עצמי ל-CAP	44%	37%	29%	31%	34%

היעילות התפעולית בחברה הושפעה בשנים האחרונות מההתאוששות בשוק התקשורת והשפעתה על חטיבת ה-Wireless. השיפור ביעילות התפעולית בא לידי ביטוי בירידה משמעותית בימי לקוחות החל משנת 2002. נכון ל- 31.12.2004 עמדו ימי הלקוחות על כ- 156 יום, בעוד שב- 31.12.2003 וב- 31.12.2002 עמדו ימי הלקוחות על כ- 211 ו- 273 יום, בהתאמה.

יחס צרכי הון חוזר להכנסות אף הוא נמצא במגמת שיפור החל משנת 2002. בשנת 2004 עמד היחס על כ- 31% בהשוואה ליחס של כ- 38% בשנת 2003 וכ- 46% בשנת 2002. השיפור ביחסי היעילות התפעולית אף בא לידי ביטוי ביחס מכירות לסך נכסים מרמה של כ- 0.78 בשנת 2002 לרמה של כ- 0.97 בשנת 2003 וכ- 1.22 בשנת 2004.

שיפור ברמת האיתנות הפיננסית

החל משנת 2002 ניכרת מגמת שיפור ברמת האיתנות הפיננסית, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס ההון העצמי לסך מאזן וביחס החוב ל-CAP. סך החוב הפיננסי רשם ירידה משיא של כ- 258 מיליון ש"ח נכון ל- 31.12.2001 לכ- 202 מיליון ש"ח נכון ל- 31.12.2002 וכ- 179 מיליון ש"ח נכון ל- 31.12.2004. יש לציין כי קיימים שעבודים על חלק מנכסי החברה כנגד עסקאות ליסינג ובנוסף קיים שיעבוד שוטף פרי פסו לטובת שלשת הבנקים נותני האשראי- בנה"פ, בל"ל והבינ"ל הראשון. קיימת דרישה מצד הבנקים לגיבוש Covenants כאשר בעבר דרשו הבנקים יחס מינימאלי של הון עצמי למאזן של 20%.

יחס ההון העצמי לסך המאזן עלה מכ- 20% ביום 31.12.2002 לכ- 24% ב- 31.12.2003 ולכ- 31% ב- 31.12.2004. יחס החוב ל-CAP ירד מכ- 70% ביום 31.12.2002 לכ- 61% ב- 31.12.2003 ולכ- 54% ב- 31.12.2004. יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP ירד מכ- 58% ביום 31.12.2002 לכ- 40% ב- 31.12.2003 ולכ- 37% ב- 31.12.2004. השיפור ביחסי האיתנות הפיננסית החל משנת 2002 נובע משיפור ברווחיות החברה, יצירת מזומנים מפעילות תפעולית והקטנת החוב הפיננסי.

ניתוח תזרימי מזומנים

אלפי ש"ח	2004	2003	2002	2001	2000
תזרים מפעילות שוטפת	(13,702)	34,163	57,536	(35,746)	(5,207)
FFO	48,056	23,027	(11,780)	59,149	33,157
תזרים מפעילות השקעה	*22,582	(5,845)	(1,746)	(68,224)	(29,710)
CAPEX	20,284	7,840	3,937	7,216	18,980
תזרים מפעילות מימון	13,534	(31,165)	(57,663)	109,197	47,922

* כ- 13 מיליון ש"ח שנתקבלו מלקוח סווגו כתזרים מפעילות השקעה.

שינוי ביתרת לקוחות הינו הגורם המרכזי המשפיע על תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת

לאחר שנתיים בהם יצרה תזרים שלילי מפעילות שוטפת, עברה החברה בשנת 2002 ליצור תזרים חיובי של כ- 58 וכ- 34 מיליון ש"ח בשנים 2002 ו-2003, בהתאמה. בשנת 2002 יצרה החברה תזרים פרמננטי שלילי בסך כ- 12 מיליון ש"ח, אולם ירידה של מעל ל-100 מיליון ש"ח בסעיף הלקוחות העבירה את החברה לתזרים חיובי. בשנת 2003 עברה החברה לייצר תזרים פרמננטי חיובי בסך כ- 23 מיליון ש"ח. שנויים בסעיפי ההון החוזר, נטו, אשר כללו הגדלת סעיף הזכאים בכ- 37 מיליון ש"ח, תרמו עוד כ- 11 מיליון ש"ח לתזרים מפעילות.

בשנת 2004 יצרה החברה תזרים מזומנים פרמננטי (FFO) בסך כ- 48 מיליון ש"ח לעומת תזרים פרמננטי של כ- 23 מיליון ש"ח בשנת 2003. אולם, בעוד שבשנת 2003 תרמו השינויים בהון החוזר לתוספת תזרים בסך כ- 20 מיליון ש"ח (עקב ירידת לקוחות וחייבים ועליית זכאים), בשנת 2004 יצרו השינויים בהון החוזר תזרים שלילי בסך כ- 62 מיליון ש"ח (עקב גידול בלקוחות וחייבים וירידה בספקים וזכאים) והובילו לתזרים שלילי מפעילות שוטפת בסך כ- 13 מיליון ש"ח. בהתחשב בפירעון שנתקבל מלקוח בסך של כ- 13 מיליון ש"ח, פירעון שסווג כפעילות השקעה, יצרה החברה תזרים מאופס מפעילות. השינויים בהון החוזר, ובעיקר הגדלת סעיף הלקוחות, היוו את הגורם הישיר לכך שהחברה יצרה תזרים שלילי מפעילות בשנים 2000 ו-2001, על אף שהתזרים הפרמננטי המצרפי בשנים אלו עמד על מעל ל- 90 מיליון ש"ח.

תזרים המזומנים מפעילות השקעה הושפע בשנים האחרונות מסעיף השקעות ברכוש קבוע, סעיף הלוואות ללקוחות (Vendor Financing), וסעיפי השקעות בפקדונות בנקאיים וניירות ערך סחירים

לאורך השנים האחרונות ביצעה החברה השקעות ברכוש קבוע בהיקף שנתי של כ- 10 מיליון ש"ח ודאגה במקביל לממש נכסים בהיקפים שבין 5-2 מיליון ש"ח. בשנת 2004 השקיעה החברה כ- 20 מיליון ש"ח ברכוש קבוע, נטו, כאשר עיקר הגידול נובע מרכישת כלי רכב בליסינג מימוני. הערכת החברה כי פעילות ההשקעה המייצגת עומדת על כ-8 מיליון ש"ח מידי שנה נטו.

בשנים 2001 ו-2002 העניקה החברה הלוואות ללקוחות בסך כ- 70 מיליון ש"ח. הלוואות אלו החלו להיפרע בשנת 2002 ועד לסוף שנת 2004 פרעו הלקוחות את מרבית החוב. החל משנת 2003 חדלה החברה ממתן הלוואות ללקוחות (Vendor Financing). תזרים המזומנים שנבע לחברה מפעילות השקעה בשנת 2004 הסתכם בכ- 23 מיליון ש"ח (כולל פירעון חוב מלקוח על סך כ- 13 מיליון ש"ח), בהשוואה לתזרים של כ- 6 מיליון ש"ח אשר שימש את בפעילות השקעה בשנת 2003.

תזרים המזומנים מפעילות מימון נובע רובו ככולו מפעילות אשראי לז"ק מהבנקים

אחרי שבשנת 2001, במקביל לגידול במכירות, הגדילה החברה את מצבת האשראי לז"ק בכ- 95 מיליון ש"ח ולז"א בכ- 16 מיליון ש"ח, החלה החברה בשנת 2002 לצמצם את יתרת האשראי, נטו. בשנת 2002 פרעה החברה כ- 53 מיליון ש"ח וכ- 4 מיליון ש"ח באשראי ז"ק וז"א, נטו, בהתאמה, ואילו בשנת 2003 פרעה החברה כ- 9 מיליון ש"ח וכ- 17 מיליון ש"ח באשראי ז"ק וז"א, נטו, בהתאמה. בשנת 2004 הקטינה החברה את יתרת האשראי לז"ק אך במקביל הגדילה את יתרת האשראי לז"א בכ- 28 מיליון ש"ח.

יחסי כיסוי בולטים לטובה בשנת 2004

2000	2001	2002	2003	2004	
4.7	4.3	0.2	3.1	6.8	EBITDA להוצאות מימון
3.4	4.0	0.0	2.7	4.8	(EBITDA-CAPEX)/הוצאות מימון
1.1	1.5	28.9	1.7	1.3	חוב פיננסי ל-EBITDA
0.8	1.3	24.0	1.1	0.9	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
4.2	4.3	-17.2	7.6	3.5	חוב פיננסי ל-FFO
3.3	3.8	-14.3	5.0	2.4	חוב פיננסי נטו ל-FFO
25.5%	22.7%	20.2%	24.0%	30.9%	הון עצמי לסך מאזן

יחס כיסוי הריבית (EBITDA להוצאות מימון) המשיך להשתפר בשנת 2004 ועמד על כ- 6.8 לעומת כ- 3.1 בשנת 2003, זאת לאחר שהיחס כמעט והתאפס בשנת 2002. יחס כיסוי החוב, המתבטא ביחס החוב נטו ל-EBITDA, ירד בשנת 2004 לכ- 0.9 בהשוואה לכ- 1.1 בשנת 2003. כמו כן, ירד יחס החוב נטו ל-FFO מכ- 5.0 בשנת 2003 לכ- 2.4 בשנת 2004. לאחר גיוס חוב נוסף בסך של 60 מיליון ש"ח, יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA צפוי לעלות ל- 2.2 ויחס החוב הפיננסי, נטו, ל-EBITDA צפוי לעלות ל- 1.15. החוב הנוסף עתיד לשמש למימון צרכי ההון החוזר של החברה אשר צפויים לגדול נוכח תחזיות לצמיחה בהיקפי הפעילות.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

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

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
דרגת השקעה	Aa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.
	A	לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.
	Ba	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
דרגת השקעה ספקולטיבית	B	לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.
	Ca	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.
	C	אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

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.

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") 2005

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 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונות או שינויים 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.