

## פקר פלדה בע"מ

<b>A2</b>	<b>דירוג סדרה</b>
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לסדרה של אג"ח בסך של עד 350 מיליון ש"ח שתנפיק פקר פלדה בע"מ, וילוה בגיוס הון עצמי באמצעות הנפקת זכויות לבעלי המניות של החברה בסך שלא יפחת מ-150 מיליון ש"ח. האג"ח ייפרעו בחמישה תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2012-2016 (מח"מ של 6.5 שנים). האג"ח יישא רבית אשר תשולם פעמיים בשנה.

גיוס האג"ח וההון מיועדים לצרכי הרחבת הפעילות הבינלאומית של החברה בתחומי התעשייה בחו"ל לרבות רוסיה, וכן בתחומי התעשייה בישראל. עד לשימוש בתמורת ההנפקה, יופקדו ויושקעו הכספים באפיקים סולידיים, לרבות אך מבלי להגביל באגרות חוב מדירוג שלא יפחת מאשר A3. על אף האמור לעיל החברה עשויה להשקיע את תמורת ההנפקה במניות הרשומות בבורסה עד 20% מסכום ההנפקה.

### פרופיל החברה

פקר פלדה בע"מ (להלן: "פקר") הינה חברת אחזקות בתחום התעשייה השולטת בשתי חברות עיקריות: פקר ידפו בע"מ (שיעור אחזקה של כ-68% בהון המניות ובזכויות ההצבעה) הפועלת בתחום הפלדה ונגב קרמיקה בע"מ<sup>1</sup> (שיעור אחזקה של כ-70%), הפועלת בתחום הקרמיקה. (פקר ביחד עם החברות המוחזקות תקרא להלן – "קבוצת פקר"). עיקר ההכנסות של קבוצת פקר באות לה מתחום הפלדה.

פקר ידפו בע"מ פועלת באמצעות חברות בנות (להלן: "פקר ידפו", "קבוצת פקר ידפו") בייצור, עיבוד, יבוא מוצרים קנויים, סחר, שיווק, וייצוא בתחומים הבאים: עיבוד פלדה ופחים, ייצור, יבוא ושיווק צינורות ופרופילים, סחר באלומיניום, נירוסטה ופלדות מיוחדות, שירותי גילון באבץ, עיבוד ושיווק מוטות פלדה ופליז, ייצור ארונות תקשורת וזיווד אלקטרוני, ייצור ושיווק עמודי תאורה. כל תחום מנוהל ע"י חברה בת, רובן בבעלותה המלאה. מוצרי פקר ידפו משמשים כחומרי גלם לענפי התעשייה, המסחר, חקלאות, בנייה ותשתיות. מגזר נוסף הוא ייצור ושיווק חממות לגידולי שדה בארץ ובחו"ל, ומבני עזר לפרויקטים חקלאיים כגון מחסנים ובתי קירור, בארץ ובחו"ל, המסופקים ללקוח בשיטת Turn-Key Project כמכלול שלם. עיקר הכנסות פקר ידפו נובעות מישראל. קבוצת פקר ידפו היא תוצר של מיזוג שבוצע במחצית 2003 בין פקר פלדה בע"מ ו-ידפו שרותי פלדה בע"מ<sup>2</sup>. בשנים 2004-2005 עברה קבוצת פקר ידפו תהליכי התייעלות במסגרתם אוחדו אתרי ייצור. האתר המרכזי לפעילותה ממוקם בקריית מלאכי, ובנוסף יש מפעלים באשקלון, חיפה, יבנה, אור עקיבא ועוד.

נגב קרמיקה בע"מ עוסקת במישרין ודרך חברות בנות ומוחזקות (להלן: "נגב", "קבוצת נגב") בייצור, יבוא, שיווק ומכירה של מוצרי גמר לבניה, מוצרים לשיפוץ ולעיצוב הבית: אריחי פורצלן וקרמיקה, פרקט, שיש, כלים סניטאריים, ברזים, אביזרי אמבט ודבקים. כ-70% ממוצרי נגב מיובאים מרחבי העולם, ובעיקר מטורקיה, והיתר מיוצרים במפעל החברה בישראל. קבוצת נגב פועלת בעיקר בשוק המקומי בשלושה ערוצי מכירה: ללקוחות מזדמנים, לקבלני פרויקטים לדירור ולסוחרים. לנגב רשת קמעונאית המונה עשר חנויות ברחבי הארץ.

<sup>1</sup> חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א.

<sup>2</sup> ידפו שירותי פלדה הייתה בעבר חברה ציבורית. בשנת 2003 התקבלה הצעת רכש למניותיה ולאחר מכן בוצע מיזוג הפעילויות. בעסקת המיזוג הקצתה ידפו שירותי פלדה בע"מ מניות לפקר פלדה בע"מ ובתמורה הועברו לידפו שירותי פלדה בע"מ מלוא המניות והזכויות של פקר פלדה בע"מ, בדרך של החלפת מניות. ידפו שירותי פלדה בע"מ הפכה למעשה לחברה בשליטת פקר פלדה בע"מ ושמה שונה לשמה הנוכחי. פקר ידפו בע"מ הנה חברה פרטית. עד ליום 1 ביולי 2007, פקר ידפו בע"מ הייתה חברה מדווחת עקב קיומו של אג"ח להמרה שנפרע במלואו.

מחברות:

עינת ירחי

אנליסטית

[einat.yarhi@midroog.co.il](mailto:einat.yarhi@midroog.co.il)

סיגל יששכר

ראש צוות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto: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](mailto:info@midroog.co.il)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 1.8.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.**

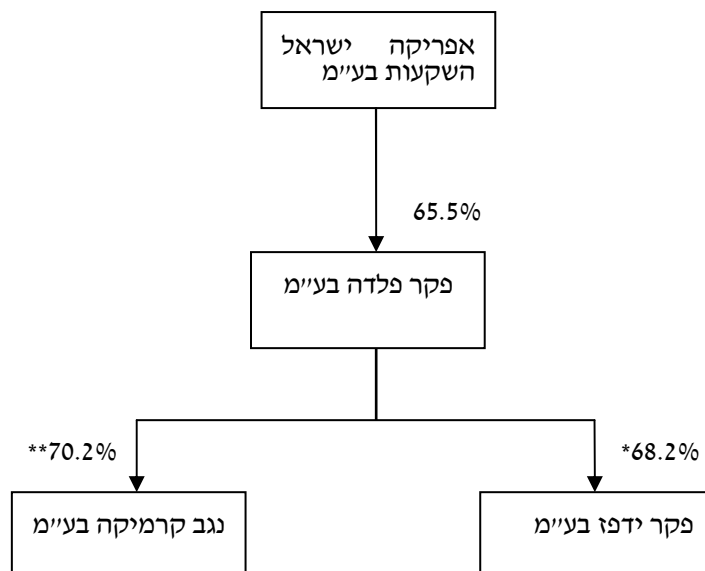
נגב התאגדה בשנת 1969 והחלה לעסוק בייצור ושיווק אריחי קרמיקה במפעל החברה בירוחם. בשנת 2001 הסבה את פעילות הייצור במפעל לייצור אריחי פורצלן. בשנות התשעים רכשה החברה בהדרגה את ש. רפפורט ושות' בע"מ, יבואנית ומפיצה גדולה בתחום הקרמיקה.

פקר נוסדה בשנת 1958 כחברה פרטית ומאז 1981 רשומות מניותיה המונפקות למסחר בבורסה בתל אביב. 65% ממניותיה מוחזקות ע"י אפריקה ישראל השקעות בע"מ ("אפריקה ישראל") והיתר בידי משקיעים מוסדיים והציבור. מנכ"ל קבוצת פקר הוא מר נדב שחר אשר החל בתפקידו בתחילת ינואר השנה. יו"ר קבוצת פקר הוא מר ארז מלצר מנכ"ל אפריקה ישראל, מנכ"ל פקר ידפו הוא אברהם נובוגרוצקי, מנכ"ל נגב הוא מר אבי מוטולה (מר אמיר רפפורט שימש מנכ"ל החברה עד ליום 15.7.2007).

#### קבוצת פקר: נתונים כספיים עיקריים, מיליוני ש"ח

2002	2003	2004	2005	2006	Q12007	
634	820	1,068	1,228	1,207	344	מחזור הפעילות
145	171	250	229	279	80	רווח גולמי
63.6	62.5	115	91.5	121.2	33	EBITDA
21.7	23.0	34.3	20.4	32.7	11.6	רווח נקי
22.8%	20.8%	23.4%	18.6%	23.1%	23.2%	רווח גולמי %
10.0%	7.6%	10.8%	7.5%	10.0%	9.6%	EBITDA %
3.4%	2.8%	3.2%	1.7%	2.7%	3.4%	רווח נקי %
620	931	1,089	1,159	1,043	1,078	סך נכסים לסוף תקופה
231	241	249	239	230	242	הון עצמי לסוף תקופה
150	341	422	471	444	428	חוב פיננסי לסוף תקופה
39.8%	32.7%	29.7%	29.9%	30.5%	31.1%	הון עצמי ומיעוט/מאזן

#### מבנה קבוצת פקר פלדה



\* יתר מניות פקר ידפו בע"מ מוחזקות על ידי משפחת כהן.

\*\* יתר מניות נגב קרמיקה בע"מ מוחזקות על ידי פסגות קרנות נאמנות (7.6%) וחברה פרטית בבעלות מנכ"ל נגב היוצא מר אמיר רפפורט (5.0%).

**פקר, תחת השליטה של אפריקה ישראל, מיועדת להוות את זרוע התעשייה של קבוצת הנדל"ן הבינלאומית. להערכת מידרוג, הרחבת הפעילות התעשייתית צפויה להתמקד ברוסיה ובמזרח אירופה תוך שהיא נתמכת בבסיס החזק של החברה האם באזורים אלו ובקשריה העסקיים**

אפריקה ישראל מחזיקה כיום 65% ממניות קבוצת פקר, לאחר שרכשה את יתרת אחזקותיהם של בני המשפחה המייסדת. רכישת השליטה בפקר על ידי אפריקה ישראל צפויה, להערכת מידרוג, לחזק את מעמדה של החברה בתחום התעשייה בישראל ובעולם, באמצעות הרחבת הפעילות הקיימת והשקעות בפעילויות חדשות, בעיקר בחו"ל, תוך שימוש בקשרים העסקיים של חברת האם. בחודש יולי השנה הודיעה החברה על עסקה ראשונה להשקעה ברוסיה, במסגרתה רכשה את מלוא הון המניות של חברה רשומה ברוסיה, שבבעלותה מתחם לייצור חומרי בנייה ותשתיות בעיר קרסקובו, בטבעת השלישית של מוסקבה. המתחם מצוי על קרקע בשטח של כ-260 דונם וכולל מבנים ותשתיות לרבות קווי רכבת ומערך קטרים בבעלות החברה, וכן חיבור למערכות תשתית, מים ואנרגיה. בכוונת החברה להשביח את השטחים הבנויים במתחם ולהשכירם, וכן להקים מבנים נוספים לצרכי השכרה וייזום פעילות תעשייתית, הן בתחומי הליבה והן בפעילות חדשה. תמורת הנכס תשלם החברה סך של כ-23 מיליון דולר, בדרך של הלוואת בעלים. החברה צופה כי ההשקעה הנוספת בפיתוח הנכס תסתכם בכ-28 מיליון דולר נוספים על פני תקופה של שנתיים עד שלוש שנים.

**בני משפחת כהן מחזיקים בשרשור בכ-32% ממניות פקר ידפו ומשמשים, מתוקף הסכם המיזוג, בתפקידי ניהול שונים בקבוצת פקר ידפו. הסכם המיזוג כולל מנגנוני היפרדות אשר מימושם יהפוך את החברה לבעלת המניות היחידה בקבוצת פקר ידפו ויגרום לצמצום עלויות ניהול בקבוצה**

32% ממניות פקר ידפו מוחזקות בשרשור על ידי בני משפחת כהן שהחזיקו קודם למיזוג עם פקר במניות ידפו שירותי פלדה בע"מ. הם משמשים בתפקידי ניהול שונים בקבוצת פקר ידפו. על פי ההסכמים שבין החברה לבין בני משפחת כהן, קיים מנגנון היפרדות המאפשר לחברה לרכוש את מלוא השליטה בקבוצת פקר ידפו. רכישת השליטה נועדה לאפשר השלמת תהליכי ייעול ומימוש מלוא הפוטנציאל הגלום במיזוג שבוצע, תוך צמצום מהותי של עלויות הניהול בקבוצת פקר ידפו.

**החלפת השליטה לוותה בחילופי תפקידים של מנהלים בכירים בקבוצה ובחברות הבנות. עדיין, מרבית שכבת הניהול וותיקה מאוד**

רכישת השליטה בפקר פלדה הובילה לחילופי תפקידים בהנהלה. בתוך כך מונה מר נדב שחר למנכ"ל הקבוצה והחליף את מר נלי פקר שפרש מהחברה. סמנכ"ל הכספים הקודם של פקר פלדה, מר אברהם נובוגורצקי, מונה למנכ"ל פקר ידפו ובמקומו מונה מר תמיר קדישי. במסגרת החלטה אסטרטגית של קבוצת פקר ידפו לפיתוח וחיזוק הפעילות הבינלאומית, מונה מר גדעון חסדאי לתפקיד מנכ"ל הפעילות הבינלאומית של החברה, לאחר ששימש בשנים האחרונות כמנכ"ל פקר ידפו. מר אמיר רפפורט המשמש משנת 1997 בתפקיד מנכ"ל נגב קרמיקה סיים את תפקידו ביום 15.7.2007. במקומו מונה אבי מוטולה, ששמש מנכ"ל בסט ביי רשתות קודם לכן. במידרוג מעריכים כי במידה והחברה תרכוש את מלוא השליטה בפקר ידפו עפ"י הסכמי הניהול יוביל הדבר לחילופי הנהלה נוספים בקבוצה. יחד עם זאת, מרבית בעלי התפקידים משמשים בתפקידם לאורך שנים.

תפקיד	שם	ותק בתפקידו הנוכחי
יו"ר דירקטוריון פקר פלדה	ארז מלצר	החל בתפקידו בחודש ינואר 2007
מנכ"ל פקר פלדה, יו"ר דירקטוריון פקר-ידפו ונגב קרמיקה	נדב שחר	החל בתפקידו בחודש ינואר 2007. בשנים 1998-2005 שימש מנכ"ל תעשיות מלח לישראל
סמנכ"ל כספים פקר פלדה	תמיר קדישי	החל בתפקידו בחודש מאי 2007. קודם לכן שימש סמנכ"ל כספים בפינאוטו ובתעשיות מלח
מנכ"ל פקר ידפו	אברהם נובוגרוצקי	שלושה חודשים, בשנים 1997-2007 שימש מנהל כספים ומשנה למנכ"ל בפקר ובפקר ידפו
מנכ"ל הפעילות הבינלאומית	גדעון חסדאי	שלושה חודשים, בשנים 2003-2006 שימש מנכ"ל פקר ידפו
מנכ"ל נגב קרמיקה	אבי מוטולה	החל מיום 15.7.2007
מנכ"ל פקר ידפו שירותי פלדה בע"מ	ניר כהן	7 שנים
מנכ"ל פקר ידפו פרופילים בע"מ	אבנר סיגן	מעל 10 שנים
חשב פקר ידפו	שלמה נגר	מעל 10 שנים
חשב נגב קרמיקה	אביהו איבשיץ	מעל 10 שנים

#### **התרחבות בינלאומית עומדת גם בראש האסטרטגיה של תחום הפלדה**

אסטרטגיית החברה בתחום הפלדה כוללת בעיקר פיתוח הפעילות בחו"ל, לצד העמקת הפעילות בארץ. לשם כך פוצלה הפעילות של קבוצת פקר ידפו לפעילות בארץ ולפעילות בינלאומית, שבראשה עומד מר גדעון חסדאי, לשעבר מנכ"ל פקר ידפו. בתחום הפעילות הבינלאומית מתכוונת החברה להתמקד בתחום עיבוד ושיווק פלדה במדינות כמו מזרח אירופה ורוסיה. בשוק המקומי מתכוונת החברה להעמיק את הפעילות בנישות ייחודיות על ידי השקעה בצידוד חדיש ומתקדם, על ידי כניסה לייצור מוצרים נוספים המשלימים את סל המוצרים של החברה ועל ידי רכישת פעילויות משלימות חדשות לתחומי הפעילות של הקבוצה כיום.

#### **נגב משתמשת בשנים האחרונות באסטרטגיית שיווק הממוקדת בקמעונאות ותואמת לסביבה העסקית**

החל בשנת 2004 מתמקדת נגב בקמעונאות ובפיתוח רשת חנויות קונספט, המונה כיום עשר חנויות, שמונה מהן בבעלותה. אסטרטגיית הפעילות של נגב מדגישה את הגדלת נתח השוק בתחומי הפעילות, באמצעות פתיחת חנויות חדשות, שדרוג חנויות קיימות, והרחבת סל המוצרים באמצעות שותפויות בתחומים משלימים לליבת המוצרים. במסגרת מדיניות זו, עיבתה נגב את מערך השיווק והמכירות, הכולל כיום כ-42% מעובדי החברה. במסגרת זו מונה מנהל מוצר לכל תחום פעילות והושם דגש על פיתוח ועיצוב רשת החנויות באופן אחיד אשר הולם את האסטרטגיה השיווקית.

#### **פוטנציאל להגדלת המכירות לדניה סיבוס מקבוצת אפריקה ישראל, שכיום אינן מהותיות**

אפריקה ישראל היא לקוחה של החברה בתחום הקרמיקה באמצעות החברה הבת דניה סיבוס בע"מ. הרכישות מנגב מתבצעות במהלך העסקים הרגיל ובמחירי שוק. מכירות נגב לדניה סיבוס בתחום הקרמיקה הסתכמו בכ-7.2, 8.8 ו-8.8 מיליון ש"ח בשנים 2004, 2005 ו-2006, בהתאמה, והיוו פחות מ-3.0% ממכירות נגב בכל אחת מהשנים האמורות.

**בהתאם להחלטת דירקטוריון פקר מחודש נובמבר 2000, המליץ דירקטוריון פקר לאסיפה הכללית שלה על מדיניות חלוקת דיבידנד שנתי בשיעור של 25% מהרווח השנתי. לפקר ידפו ולגב מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת של לפחות 25% מהרווח**

**פקר** - בפועל בכל אחת מארבע השנים האחרונות חולק דיבידנד בשיעור רב יותר מהמדיניות המוצהרת: חולקו דיבידנדים בשיעור של 40% מהרווח ויותר. בשנת 2006 חולקו סך 73 מיליון ₪ דיבידנד בהשוואה לסך 13 מיליון ₪ שחולקו בכל אחת מהשנים 2005, 2004. העודפים בפקר לתאריך 31.12.06 הינם 165 מיליון ₪.

**פקר ידפו** – את חלוקת הדיבידנדים מגבילה התחייבות לבנקים כי ההון העצמי של פקר ידפו בע"מ לא יפחת מ-22% מסך המאזן ומינימום הון עצמי של 120 מיליון ₪. חלוקת הדיבידנד בפועל תואמת למדיניות המוצהרת ואף נמוכה ממנה: בשנת 2005 חולקו רק 1.5 מ' ₪ שהיוו 14% בלבד מהרווח לעומת סך 9.3 מיליון ₪, ו- 3.6 מיליון ₪ בשנים 2006, ו-2004, בהתאמה.

**נגב**- מדיניותה היא לחלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 25% מהרווח הנקי או מתזרים המזומנים השוטף, הנמוך מביניהם. בפועל חולקו בשנתיים האחרונות דיבידנדים זהים בסך 4 מיליון ₪ בכל שנה, ולמעשה 40%, ו-70% מהרווח. בשנת 2004 לא חולק דיבידנד.

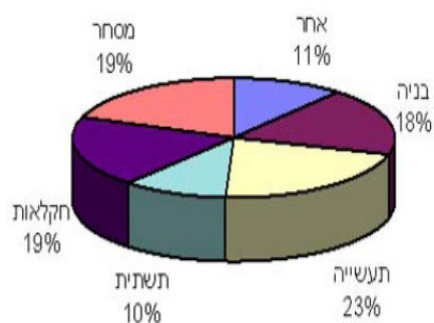
## **שיקולים עיקריים לדירוג**

לפקר שתי אחזקות מובילות בתחומן, המאופיינות בפעילות יציבה המבוססת על מעמד עסקי חזק, וותק רב ומוניטין טוב. בולטת במיצובה העסקי נגב, שהינה בעלת מעמד ומותגים מובילים בתחומה ורשת שיווקית בפריסה רחבה; מאז חילופי השליטה בחברה חלו שינויים רחבים בהנהלה הבכירה, שנועדו להוות בסיס לאסטרטגיית השקעות חדשות, תוך השבחת האחזקות הקיימות; בעלת השליטה בחברה מחזקת במידה משמעותית את הפוטנציאל העסקי של החברה להתרחבות בחו"ל, מגדילה את פרישת ההזדמנויות העסקיות של החברה כמו גם את הנגישות הפיננסית הנדרשת להן. להערכת מידרוג, מבנה הבעלות החדש מהווה פוטנציאל להשבחת ערך; לחברה איתנות פיננסית טובה גם לאחר גיוס החוב המתוכנן, המחוזק באמצעות גיוס הון. יחס כיסוי הנכסים לחוב עומד על כ-2.2 ונתמך ביתרות מזומנים גבוהות; קיימת אי וודאות לגבי ייעוד ההשקעות החדשות, המתוכננות להתבצע בחלקן ברוסיה, המאופיינת בסיכון מדינה גבוה של ישראל. במידרוג מעריכים עם זאת כי הניסיון הרב של החברה האם בפעילות במדינה זו מהווים גורם מצמצם סיכונים; פוטנציאל הצמיחה של פקר ידפו בשוק המקומי הינו נמוך מאוד, בשל נתח השוק הגבוה בתחומי פעילותה; פקר ידפו מאופיינת ברמת מינוף גבוהה יחסית, ברווחיות ובתזרימים תנודתיים וכן בצורכי הון חוזר גבוהים. עם זאת, יש לציין כי פקר ידפו הינה חברה רווחית שעד כה נשאה את צורכי המימון שלה בעצמה והיוותה את עיקר הרווח של הקבוצה; חשיפה מטבעית בפקר ידפו ובנגב הנובעת מיבוא במט"ח ומכירה בשקלים; חשיפה מטבעית הנובעת מגיוס הון ושקלים והחזר החוב מפעילויות עסקית בחו"ל המתנהלת במטבע שונה; סיכון בענף מוצרי הגמר לבניה המאופיין במחסומי כניסה נמוכים, ריבוי מתחרים ואופנות מתחלפות.

**לקבוצת פקר שתי אחזקות ותיקות בתחומי התעשייה והמסחר שכל אחת מהן דומיננטית בתחומה**

קבוצת פקר הינה קבוצה ותיקה, הנהנית ממעמד חזק בתחומי פעילותה בישראל. המעמד החזק נובע משתי אחזקות בולטות בתחומן:

**פקר ידפז : התפלגות מכירות ללקוחות (באחוזים) לפי ענפי משק, נכון לשנים 2004 - 2006**



פקר ידפז הינה בעלת מוניטין רב שנים בתחום הפלדה, סל מוצרים רחב עם נתחי שוק משמעותיים (מעל ל-20% להערכתה) בכל המגזרים בהם היא פועלת. במגזר שירותי הגליון נתח השוק של פקר ידפז גדול יותר ואף מגיע להערכתה לכ-40%. פקר ידפז מאופיינת בפיזור גבוה של לקוחות המגיעים מכל ענפי המשק ענף עיבוד הפלדה מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הכוללים השקעות הוניות בצידוד עיבוד, השקעות בהון חוזר, מיומנות גבוהה באינטגרציה בין מקורות ההספקה ושימוש מושכל בחומר הגלם ובהתאמתו לצרכי הלקוח.

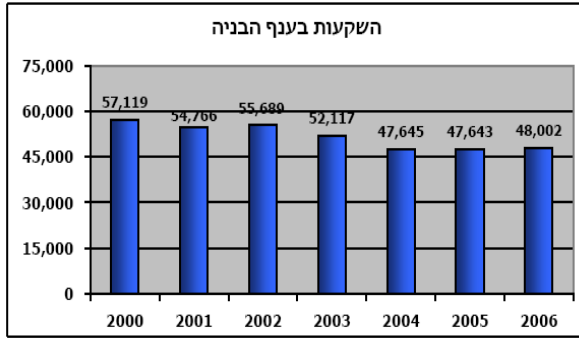
נגב הינה חברה מובילה בענף מוצרי הגמר לבנייה. בתחום אריחי הריצוף הקרמיים ופורצלן מחזיקה נגב בנתח שוק של כ-22% במונחי מכירות. לנגב סל מוצרים רחב, המקיף את כל תחום גמר הבנייה ועיצוב הבית, לרבות אריחי ריצוף קרמיים ופורצלן, משטחי פרקט, אביזרי אמבטיה ועוד. נגב דומיננטית בשלושת ערוצי המכירה: לקבלני פרויקטים לבניה, סוחרים, ובאמצעות רשת החנויות שלה. קבוצת נגב מתמקדת בלקוחות מהמעמד הבינוני, ומתחרה העיקריים הינם: אלוני, סופר קרמיק, זהבי עצמון. כמו כן פועלות בתחום מאות חנויות קטנות.

**שליטה באחזקות הליבה תורמת ליכולת הניהולית של האחזקות ולגמישות הפיננסית**

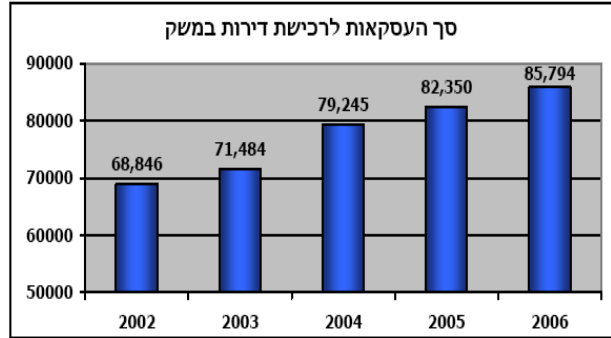
החברה מחזיקה בשליטה בשתי האחזקות העיקריות ובכוונתה לשמר זאת גם בעתיד כחלק מהאסטרטגיה. השליטה מקנה לה יכולת ניהולית בניתוב האסטרטגיה העסקית והפיננסית של האחזקות, בקבלת דיבידנדים וכן מקנה לה גמישות פיננסית לצורך מימוש השקעות. יש לציין עם זאת כי רק נגב הינה אחזקה רשומה למסחר.

**נגב השכיחה לנקוט באסטרטגיה מוטת קמעונאות בשנים בהן גדלה הפעילות העסקית בדירות יד שנייה והמשק נהנה מעלייה ברמת החיים – גורמים שתורמו לצמיחתה ולחיזוק מעמדה העסקי**

נגב מיקדה פעילותה בשנים האחרונות בתחום השיפוצים ועיצוב הבית, תוך הרחבה ניכרת של סל המוצרים. במקביל לגידול בסך ההכנסות של נגב, ניכרת בשלוש השנים האחרונות מגמת גידול בשיעור המכירות הקמעונאיות: שיעור המכירות ברשת החנויות עלה מכ-32% בשנת 2004 לכ-40% בשנת 2006 וכ-43% ברבעון הראשון של שנת 2007. במכירה הקמעונאית משיגה נגב את שיעורי הרווחיות הגבוהים ביותר, כתוצאה ממתן דגש לחוויית הקניה של הלקוח. אסטרטגיה זו תאמה את המגמות בשוק הנדל"ן בארץ בשנים האחרונות, של ירידה בהתחלות הבנייה במשק הישראלי, ועליה מקבילה במספר העסקות לרכישת דירות יד שנייה. עם העלייה ברמת החיים שוק שיפוצי הדירות גדל. מיקוד החברה בתחום הקמעונאי תואם למגמות אלה.

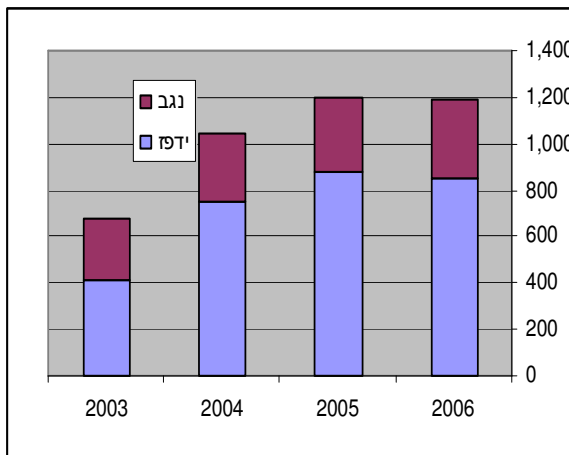


ינייף נתונים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (במחירי 2005)



**קבוצת פקר הכפילה את הכנסותיה בין השנים 2002-2006, בעיקר כתוצאה מהמיזוג בין פקר לפקר ידפו, מעלייה במחירי הפלדה בפקר ידפו ומצמיחה רציפה בהכנסות נגב**

**מכירות פקר 2003-2006 במיליוני ש"ח**



הגידול בהכנסות בשנים 2003-2004 נובע ממיזוג פעילות הפלדה בין ידפו לבין פקר במחצית שנת 2003. בשנת 2004 תרמה לגידול בהכנסות גם העלייה במחירי הפלדה בעולם. בשנים 2005-2006 ניכרות שתי מגמות הפוכות: קיטון בכמות הכוללת שמכרה פקר ידפו תוך עלייה במחיר המכירה הממוצע שבו בצעה פקר ידפו עסקאות. בשנת 2005 העלייה במחיר המכירה הממוצע הייתה דומיננטית יותר, ועל כן חלה עלייה בסך ההכנסות. בשנת 2006 הירידה בכמות הייתה דומיננטית, וסך המכירות ירד. הכנסותיה של נגב מהוות כשליש מהכנסות קבוצת פקר, והן רשמו צמיחה שנתית ממוצעת של כ-9.3% בין השנים 2002-2006.

**נגב מאופיינת ברווחיות גבוהה הבולטת לטובה בהשוואה למתחרותיה העיקריות ומיצוב פיננסי גבוה**

נגב קרמיקה רשמה רווחיות גולמית ממוצעת של כ-25% מההכנסות בשנים האחרונות ושיעור EBITDA של כ-8% בממוצע. להערכת מידרוג, רמת רווחיות זו בולטת לטובה בהשוואה למתחרות העיקריות. רמת הרווחיות הטובה מושגת בשל יכולות מסחריות גבוהות, מוניטין טוב ומיתוג חזק המאפשר לחברה לגבות פרמיה על מוצריה. נגב רושמת לאורך שנים תזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת ומאופיינת בצורכי הון חוזר נמוכים יחסית. החוב הפיננסי של נגב הסתכם ליום 31.3.2007 בכ-42 מיליון ש"ח שהיווה כ-35% מהקאפ. ההון העצמי וזכויות המיעוט היווה כ-29% מסך הנכסים במאזן. במידרוג מעריכים את מיצובה הפיננסי של נגב ברמה טובה בהשוואה לחברות מסוגה.

**ערב הגיוס לפקר איתנות פיננסית גבוהה מאוד – היא בעלת יתרות מזומנים, אין לה חוב והשקעותיה ממומנות בהון עצמי בלבד. גיוס אג"ח בסך של עד 350 מיליון ש"ח לצד גיוס הון בהיקף של כ-150 מיליון ש"ח יובילו את**

**החברה ליחס כיסוי נכסים לחוב של 2.2 שהינו סביר לחברות מסוגה ולרמת הדירוג**

שווי הנכסים של פקר ליום 31.3.2007 מוערך על ידי מידרוג בכ-275 מיליון ש"ח, הכוללים את שווי האחזקה בנגב קרמיקה, שווי האחזקה בפקר ידפו ויתרת מזומנים בסך של כ-50 מיליון ש"ח. בתוספת תמורת גיוס האג"ח והחוב שתופנה ברובה להשקעות חדשות, יתרת הנכסים עולה לכ-775 מיליון ש"ח לעומת חוב של כ-350 מיליון ש"ח בעקבות גיוס האג"ח המתוכנן – יחס כיסוי של 2.2. זהו יחס סביר לחברת אחזקה מסוגה של פקר, בהתחשב בין השאר שלחברה יתרות נזילות גבוהות.



**פקר: יחס שווי נכסים לחוב לאחר גיוס חוב והון מתוכננים**

פרופורמה	במיליוני ש"ח לאחר גיוס הון וחוב	במיליוני ש"ח ליום 31.3.2007	ליום
	90	90	נגב *
	135	135	פקר ידפו **
	500	-	השקעות חדשות מכספי גיוס ההון והחוב
	50	50	מזומנים ושווי מזומנים ליום 31.3.2007
	<b>775</b>	<b>275</b>	<b>סך שווי אחזקות ומזומן</b>
	350		חוב פיננסי
	<b>2.2</b>	-	<b>שווי נכסים לחוב פיננסי</b>

\* שווי נגב נלקח לפי חלקה של החברה (כ-66%) בשווי השוק הממוצע לשלושת החודשים האחרונים שעד ליום 9.7.2007. \*\* שווי פקר ידפו נלקח לפי חלקה של החברה (כ-70%) בהון העצמי של פקר ידפו ליום 31.3.2007 שעמד על כ-205 מיליון ש"ח.

**פקר- מאזן סולו מורחב ליום 31.3.2007, במיליוני ש"ח**

פרופורמה 31.3.2007	גיוס אג"ח הון	31.3.2007	
50		50	מזומנים ושווי מזומנים
698	500	198	השקעות בחברות בנות
2		2	רכוש קבוע
<b>750</b>		<b>250</b>	<b>סך נכסים</b>
9		9	זכאים וספקים
350	350	-	אג"ח
391	150	241	הון עצמי
<b>750</b>		<b>250</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

ניתוח המאזן ויחסי האיתנות במאוחד מצביע על איתנות טובה יחסית ערב הגיוס - חוב פיננסי נטו ל-CAP של כ-47.9% והון עצמי למאזן של כ-22.4%. גיוס האג"ח יעלה את רמת המינוף, אולם גיוס ההון ימתן עלייה זו, ובסך הכול החוב נטו לקאפ פרופורמה (מבלי להתחשב במזומנים מתמורת הגיוס) יעלה לשיעור של 44.8% וההון למאזן יעלה לשיעור של 24.8%. עיקר החוב הפיננסי המאוחד ליום 31.3.2007 נובע ממאזנה של פקר ידפו, המאופיינת ברמת מינוף גבוהה, עם חוב פיננסי נטו לקאפ של 63.6% והון עצמי למאזן של כ-27.2%. יחס החוב נטו ל-EBITDA בפקר ידפו עמד על כ-5.2 בממוצע בשנים 2004-2006. על בסיס נתוני דוחות הרבעון הראשון של שנת 2007 היחס השתפר לכ-3.9. יחס החוב ל-FFO היה תנודתי מאוד ונע בין 6.8 ברבעון הראשון של שנת 2007 לבין 17.9 בשנת 2005, שבה הציגה פקר ידפו תוצאות חלשות. נגב קרמיקה מאופיינת באיתנות פיננסית טובה יחסית עם חוב נטו לקאפ של 31.5% והון עצמי למאזן של 29.4%.

**פקר (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות וכיסוי, במיליוני ש"ח**

פרופורמה*	3.07	12.06	12.05	12.04
חוב פיננסי ז"ק	265	315	265	319
חוב פיננסי ז"א	513	209	178	103
<b>סך חוב פיננסי</b>	<b>778</b>	<b>524</b>	<b>444</b>	<b>422</b>
מזומנים ושווי מזומנים	54	109	61	130
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>723</b>	<b>415</b>	<b>383</b>	<b>292</b>
הון עצמי	391	277	230	249
זכויות מיעוט	94	80	89	74
<b>CAP</b>	<b>1,263</b>	<b>778</b>	<b>831</b>	<b>765</b>
סך נכסים	1,578	1,078	1,159	1,089



55.2%	56.6%	57.0%	56.1%	61.6%	חוב פיננסי / CAP
38.2%	43.9%	49.2%	48.9%	57.2%	חוב פיננסי נטו / CAP
22.8%	23.2%	22.0%	22.4%	24.8%	הון עצמי / סך נכסים

\* לאחר גיוס אג"ח בסך 350 מיליון ש"ח וגיוס הון בסך 150 מיליון ש"ח

## גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

### **לפקר תיק אחזקות מצומצם הכולל שתי חברות הפועלות כמעט רק במשק המקומי ורגישות למחזוריות הכלכלית שבו ולפוטנציאל הצמיחה שלו**

שתי האחזקות העיקריות של פקר מוטות כלפי המשק המקומי הן בהיקף המכירות והן במאפייני הפעילות. האטה כלכלית במשק עלולה לגרום לירידה במכירות החברה, הן בתחום הפלדה והן בתחום הקרמיקה המושפע משוק הבנייה והנדל"ן. החברה פועלת להגדיל את היקף הפעילות בחו"ל – נושא המצוי בחשיבות אסטרטגית גבוהה, אולם כיום אין לכך עדיין ביטוי. במידרוג מעריכים כי לחברה יכולת עסקית להגדיל את הפעילות בחו"ל, אולם קיימת אי וודאות גבוהה לגבי משך המימוש של יעד זה והיקפו הסופי.

### **מרבית תמורת הגיוס מיועדת להשקעות חדשות שעדיין קיימת אי וודאות לגביהן. כמו כן, החברה צופה השקעות משמעותיות ברוסיה, שהינה בעלת דירוג נמוך מזה של ישראל**

תמורת הגיוס מיועדת בעיקרה להשקעות חדשות בתחומי התעשייה והאנרגיה, בהתאם לאסטרטגיה של החברה. במידרוג מעריכים כי חלק משמעותי מההשקעות תופנינה לרוסיה, המדורגת Baa2, נמוך מדירוג האשראי של מדינת ישראל. עם זאת, חרף אי הוודאות הגבוהה המאפיינת את ההשקעות החדשות וחרף מאפייני הסיכון הייחודיים לרוסיה, במידרוג מעריכים כי הניסיון הרב של החברה האם בפעילות ברוסיה והבסיס הנרחב שיש לה שם מהווים גורמים מצמצמי סיכון, תוך פוטנציאל להגדלת ערך.

### **תחום עיבוד הפלדה סובל מעודף אמצעי ייצור. פקר ידפו אינה צופה צמיחה בהכנסות מתחום עיבוד הפלדה בישראל. בשנתיים האחרונות רשמה פקר ידפו ירידה בכמויות הנמכרות, בין השאר בשל מדיניות שמרנית**

עיקר הכנסותיה של פקר ידפו נובעות משירותי עיבוד פלדה ופרופילים (כ-66% מההכנסות בשנתיים האחרונות). תחום עיבוד הפלדה בארץ סובל מעודף אמצעי ייצור ותחרות קשה. פקר ידפו מעריכה כי היקף המכירות של מגזר הפלדה לא צפוי להשתנות באופן מהותי, כמו"כ פקר ידפו צופה גידול בתחום התשתיות וסלילת כבישים, המהווה כ-10% מהכנסותיה בשלוש השנים האחרונות. אפיק הצמיחה אותו רואה ההנהלה הינו בתחומי הפלדה בשוק הבינלאומי.

העלייה בהכנסות פקר ידפו בשנת 2006 נבעה בעיקר מעלייה במחירי המתכות, כאשר בשנתיים האחרונות חלה ירידה של כ-10% לשנה בהיקף הכמותי של מכירות פקר ידפו, הנובעת בין השאר ממדיניות מלאי שמרנית לנוכח השינויים במחירי המתכות בשווקים העולמיים.

### **מגמה של מיזוגים בין ספקי הפלדה בעולם מקטינה משמעותית את יכולת המיקוח של פקר ידפו**

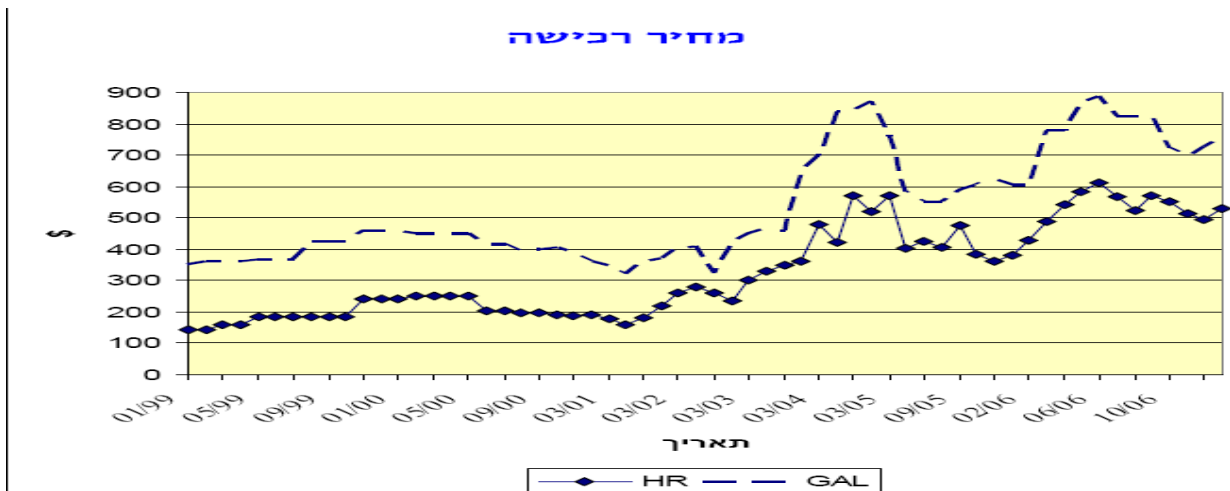
ימי הספקים של פקר ידפו ירדו מכ-85 ימים בשנת 2004 לכ-41 ימים בשנת 2006. הירידה נובעת מעלייה במעמדם התחרותי של ספקי פלדה בעולם, שנבעה ממיזוגים ורכישות אשר יצרו חברות ענק בתחום. במקביל, מוכנים ספקים במזרח אירופה וברוסיה לתת אשראי לזמן קצר יותר משמעותית ממנו נהנתה החברה מול ספקים מערביים בשנים עברו. יש לציין כי שינויים אלה במערך הספקים וחומרי הגלם בתחום הפלדה הביאו לשיפור רב באיכות הגלם. פקר ידפו עושה מאמצים רבים לאתר ספקים חלופיים.

### רווחיות גולמית נמוכה יחסית ותנודתיות כמאפיין את הענף

פקר ידפו מאופיינת ברווחיות גולמית נמוכה יחסית, המאפיינת את תחום הפעילות של מתן שירותי עיבוד פלדה, והיא נעה בין 13-19% בשלוש השנים האחרונות. התנודתיות ברווח נובעת מהשינויים במחירי הפלדה שנקבעים בשוק העולמי. מרבית הכנסות פקרי ידפו נובעות מתחום הפלדה שבו מחיר הגלם מהווה למעלה מ-85% מעלות המכר, ומחירי המכירה נקבעים על פי מחירי שחלוף. להערכת מידרוג, הרווחיות הנמוכה נובעת בין השאר מערך מוסף נמוך יחסית בפעילות, ומוצרים נעדרי ייחוד ומיתוג, המשמשים בעיקר כחומרי גלם. על כן עיקר התחרות מתמקדת במחיר ומהירות השירות – מאפיין הדורש מהחברה אחזקת מלאי גבוה יחסית. החברה מתמודדת בתחרות גבוהה בשוק, חרף מעמדה המוביל במספר תחומים. בפרט, בארץ, מספר חברות קטנות עם כושר ייצור עודף, הלוחצות על מחירי המכירה. יחד עם זאת, לחברה מספר מגזרי פעילות מאופיינים ברווחיות גבוהה יותר, ובפרט תחום הנירוסטה והאלומיניום, המהווה כיום כ-11% מהכנסותיה וכן בתחום החממות המהווה כ-10% מהכנסות. בכוונת החברה להתמקד במנועי צמיחה המאופיינים ברווחיות גולמית גבוהה מהממוצע כיום.

יש לציין כי בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007 הושפעה הרווחיות התפעולית לרעה מהפרשות משמעותיות לחובות מסופקים, שהובילו לעלייה חדה בהוצאות הנהלה וכלליות. סך הוצאה לחובות מסופקים היתה 12 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007, ו-10 מיליון ₪ בשנת 2006, לעומת 1.5 מיליון ₪ בשנת 2005, וכ-5.5 מיליון ₪ בשנת 2004. להערכת ההנהלה אין מדובר במגמה שתמשך. להערכת מידרוג, ההנהלה החדשה בפקר עשויה לבצע פעולות להשבחת האחזקה, ובפרט הקטנת מלאים, הקטנת אשראי לקוחות והתמקדות בנישות עם רווחיות גבוהה יחסית.

### להלן תיאור גרפי של מחיר הרכישה לטון פלדה בשנים 1999-2006:



**נגב קרמיקה מתמודדת בשוק המאופיין בתחרות חריפה ובחסמי כניסה שאינם גבוהים מאוד. עד כה הצליחה לחזק מעמדה בענף באמצעות מיתוג ומוניטין חזקים**

ערך המותג הינו מהותי לשמירה על פלח השוק של נגב קרמיקה ועל רווחיותה, ומהווה את הנכס העיקרי שלה. מרבית הסחורה שהיא מייבאת אינה נמכרת בבלעדיות, והחברה חשופה לתחרות מצד ייבוא מקביל וחיקויים. מאפייני הפעילות דורשים ממנה השקעות ברשת החנויות ובמלאי, רכישת סחורה בהתאם לאופנות המשתנות מידי שנה. נגב השקיעה בשנים האחרונות גם במפעל בירוסטל לצורך הרחבת יכולות הייצור לגדלים נוספים של אריחים יוקרתיים כחלק מתוכניות הצמיחה שלה.

### **לשתי הקבוצות: נגב ולפקר ידפו חשיפה מטבעית אינהרנטית לפעילותן עקב יבוא במט"ח ומכירה בש"ח**

מכיוון שמרבית רכישות חומרי הגלם והתוצרת הגמורה מבוצעות במטבעות זרים או מושפעות מהן, החברות חשופות לסיכונים של שחיקת הרווחיות בגין שינויים בשערי החליפין. החברה נוקטת פעולות לצמצם את החשיפה המטבעית אם כי אלו לא נעשות על בסיס עקבי ולחברה אין מדיניות מובנית של ניהול חשיפה מטבעית. החברה התחילה להעזר ביועץ חיצוני בתחום גידור סיכוני מט"ח.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- הרחבה משמעותית של תיק האחזקות, וביסוסו על אחזקות בעלות מיצוב פיננסי גבוה ויציב, המניבות לחברה תזרימי מזומנים משמעותיים, בדרך של דיבידנדים או דמי ניהול ובסכומים משמעותיים יותר מהקיים כיום

### **גורמים אשר עלולים להורדת הדירוג:**

- הרעה מתמשכת ופרמנטית בביצועים הכספיים של האחזקות העיקריות
- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות של פקד פלדה בע"מ
- ירידה ביחס שווי הנכסים לסך החוב מתחת ליחס של 2.2
- שינוי במבנה הבעלות של פקד פלדה בע"מ כך ששיעורי האחזקה של אפריקה ישראל ייקטנו משיעורם במועד הגיוס, דהיינו 65%

## ניתוח פיננסי

### קבוצת פקר מאוחד: עיקרי תוצאות הפעילות, באלפי ש"ח

2002	2003	2004	2005	2006	Q 1 2007	
634,340	820,459	1,068,094	1,228,079	1,207,282	343,965	מחזור הפעילות
144,693	170,588	249,741	228,658	278,908	79,739	רווח גולמי
69,214	83,411	100,500	107,071	118,350	31,181	מכירה ושיווק
31,914	47,323	57,280	51,482	60,305	20,717	הנהלה וכלליות
43,565	39,854	91,961	70,105	100,253	27,841	רווח תפעולי
63,611	62,490	114,975	91,507	121,182	32,995	EBITDA
8,153	6,186	14,050	35,449	24,539	2,351	הוצאות מימון
21,713	23,012	34,340	20,389	32,694	11,631	רווח נקי
	29.3%	30.2%	15.0%	(1.7%)	15.7%	שיעור שינוי בהכנסות
22.8%	20.8%	23.4%	18.6%	23.1%	23.2%	רווח גולמי %
10.9%	10.2%	9.4%	8.7%	9.8%	9.1%	מכירה ושיווק %
5.0%	5.8%	5.4%	4.2%	5.0%	6.0%	הנהלה וכלליות %
6.9%	4.9%	8.6%	5.7%	8.3%	8.1%	רווח תפעולי %
10.0%	7.6%	10.8%	7.5%	10.0%	9.6%	EBITDA %
3.4%	2.8%	3.2%	1.7%	2.7%	3.4%	רווח נקי %

### ניתוח פיננסי – נגב קרמיקה

גידול מתמשך בהכנסות, הנובע בעיקר מעלייה בשטחי המכירה הקמעונאית ובחלקו גם מעליית מחירי המכירה הממוצעים

מכירות נגב צמחו בשנים האחרונות מדי שנה בשעורים של בין 14%-8%. בשנת 2006 חל גידול מתון של 3.9% במכירות מסך 325 מ' ש בשנת 2005 לסך 338 מ' ש בשנת 2006. עם זאת, בנטרול מכירות חברת הבת נגב טכנולוגיות אשר נמכרה ברבעון הרביעי של שנת 2005 ושמכירותיה השנתיות היו כ- 16 מ' ש בשנת 2006, שיעור העליה במכירות משנת 2005 לשנת 2006 היה 8.4%. הגידול במכירות נובע משינוי בתמהיל השיווק: החברה השקיעה ועדיין משקיעה בשידרוג חנויותיה והפיכתן לחנויות קונספט רחבות ידיים ומעוצבות, בהן מושם דגש על הדגמת חזותית של המוצרים. בשנת 2006 40% מהמכירות נעשו ברשת החנויות הפרוסות ברחבי הארץ לעומת 33% בשנת 2004. ברבעון הראשון של השנה מגמה זו מתחזקת. סיבה נוספת לעלייה בהכנסות נעוצה בהעלאת מחירי המכירה לאירחי הפורצלן המיוצרים על ידה כדי לפצות על עליית מחיר תשומת הגפ"מ.

### נגב קרמיקה מאוחד: עיקרי תוצאות הפעילות, באלפי ש"ח

FY 2004		FY 2005		FY 2006		31.3.06		31.3.2007		באלפי ש"
88%	285,682	100%	325,773	100%	338,343	100%	78,277	100%	85,449	הכנסות ממכירות
	8.6%		14.0%		3.9%			0%	9.2%	שיעור גידול במכירות
29.4%	95,764	31.6%	103,028	32.7%	110,641	32%	25,295	34%	29,470	רווח גולמי
19.5%	63,449	21.5%	70,088	23.5%	79,539	22%	17,311	25%	20,946	הוצאות מכירה ושיווק
4.3%	13,876	4.3%	13,990	3.6%	12,079	4%	3,395	5%	3,868	הוצאות הנהלה וכלליות
5.7%	18,439	5.8%	18,950	5.6%	19,023	6%	4,589	5%	4,656	רווח מפעולות רגילות
7.8%	25,403	8.0%	25,997	7.8%	26,362	8%	6,457	8%	6,759	EBITDA
1.5%	4,917	1.5%	4,836	1.2%	4,069	2%	1,393	1%	722	הוצאות מימון נטו
2.7%	8,880	3.1%	10,003	3.1%	10,524	3%	2,317	3%	2,627	רווח נקי לתקופה

**עליה ברווחיות גולמית וברווח הנקי, יציבות במדדי הרווחיות האחרים**

מרבית המכירות נובעות ממוצרים מיובאים: כ- 69% בשנים האחרונות, והיתרה ממוצרים מייצור עצמי. שיעור הרווח הגולמי ביחס למכירות עלה בשנת 2006 ומהווה 32.7% מהמכירות בשנה זו, לעומת 31.6% בשנת 2005 ו-29.4% בשנת 2004. זאת עקב סל המוצרים שהורחב. ובנוסף משום שהחברה העלתה מחירי מכירה של מוצריה בסך גדול יותר מאשר העלייה בהתייקרות חומר הגלם. הרווח הנקי עמד בשנתיים האחרונות על 3.1% לעומת 2.7% בשנת 2004 ו-2% בשנת 2003. שיעור הרווח התפעולי מהווה כ-5.7% בשלוש השנים האחרונות, ה-EBITDA כ-7.9% באותה תקופה. בהוצאות המימון חלה ירידה בשנה האחרונה עקב הסטת חלק מהחוב לזמן ארוך.

**עלייה במחירי הגפ"מ**

הקבוצה עוסקת כאמור גם בייצור אריחי קרמיקה ופורצלן במפעל בירוחם. מקורות האנרגיה לייצור כוללים חשמל וגפ"מ. עקב התייקרות הגפ"מ עלה שיעורו מסך הוצאות הייצור בשנת 2006 לכ-23% לעומת 19% בשנת 2005 ו-15% בשנת 2004. כאמור החברה העלתה את מחירי המכירה עד כדי שיפור ברווח הגולמי ממכירת תוצרת המפעל לכדי 37% לעומת 31.7% בשנת 2005.

**צורכי הון חוזר נמוכים עקב אשראי ספקים ארוך יותר מתקבולים ממכירות, ולמרות העליה במלאי**

ההון החוזר מהווה כ-16%-15% בשלוש השנים האחרונות, ימי הספקים ירדו בהדרגה מ-150 ב-2004 ל-115 בשנת 2006. וימי הלקוחות קטנו מ-117 ל-100 בהתאמה. החברה נוהגת לבצע נכיון על רכישות לקוחותיה ברשת החנויות. בגלל הבעיות שהיו בנמלים במהלך 2004 הוחלט בחברה להגדיל את מלאי הגלם במפעל כך שיספיק ל-4 חודשי ייצור.

**תזרימי מזומנים חיוביים מפעילות שוטפת. בשנתיים האחרונות FCF שלילי עקב השקעה נטו ברכוש קבוע וחלוקת דיבידנד**

תזרים המזומנים, לפני שינויים בהון חוזר, יציב בשנים האחרונות והיקפו כ-17 מ' ש. בשנתיים האחרונות חילקה החברה דיבידנד בסך ארבעה מליון ש, השקיעה במפעל בירוחם מעבר להוצאות הפחת, והשקיעה בשדרוג ארבע חנויות שעוצבו לפי קונספט חדש. סך ההשקעה שמעל להוצאות הפחת 6, 6.5 ו-4.2 מליון ש בשנים 2005, 2006, 2004, בהתאמה.

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	31.3.2006	31.3.2007	
12,869	17,442	25,403	25,997	26,362	6,457	6,759	EBITDA
2,009	4,018	4,917	4,836	4,069	1,393	722	הוצאות מימון
16,390	18,808	30,697	5,719	14,173	(488)	(5,002)	CFO
8,940	12,616	17,639	16,992	17,358	4,125	2,829	FFO
(12,361)	(14,470)	(11,252)	(13,577)	(13,601)	(5,776)	(4,508)	CAPEX
-	-	-	(4,000)	(4,000)	-	-	DIV
4,029	4,338	19,445	(11,858)	(3,428)	(6,264)	(9,510)	FCF

**איתנות פיננסית טובה המתבטאת בהון עצמי למאזן בשיעור 30% מהמאזן, ויחס חוב ל CAP בשיעור 27%**

נגב שינתה בשנה האחרונה את תמהיל החוב שלה: 13 מ' ש מהחוב לזמן קצר נפרסו לזמן ארוך ועקב כך צומצמו עליות אשראי. הונה העצמי של נגב גדל בשנים האחרונות והווה 30.5% מסך המאזן בשנת 2006 לעומת 28.6% בשנת 2005, וזאת למרות שהחברה חילקה דיבידנד בסך 4 מ' ש בשנתיים האחרונות. יחס החוב הפיננסי ל CAP- וכן חוב פיננסי למאזן לא השתנו בשלוש השנים האחרונות ועמדו על 33%-15.6% בשנת 2006, בהתאמה. יחס חוב נטו למאזן יציב גם כן ובשיעור של 13%.

יש לציין שמעבר לחוב הפיננסי של כ-37 מ' ש בשנת 2006, קיימות ערבויות בסך 20 מ' ש שהוצאו ע"י בנקים ללקוחות ולספקים של חברות הקבוצה. נגב ושתי חברות מאוחדות שלה מסרו לבנקים ערבויות הדדיות ללא הגבלה בסכום להבטחת התחייבויותיהן. קיים שעבוד שוטף על כל חברות קבוצת נגב וקיים גם שיעבוד שוטף לטובת מדינת ישראל להבטחת מילוי תנאים בקשר עם מענקי השקעה שנתקבלו, בסך כולל של 48 מ' ש.

**יחסי כיסוי טובים בשלוש השנים האחרונות, לרבות יחס גבוה של EBITDA להוצאות מימון**

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	31.3.2006	31.3.2007	יחסי כיסוי
6.4	4.3	5.2	5.4	6.5	4.6	9.4	EBITDA להוצאות מימון נטו
-	2.6	1.2	1.4	1.4	1.8	1.5	חוב פיננסי ל- EBITDA
-	2.6	1.0	1.1	1.2	1.4	1.4	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA
-	3.6	1.8	2.2	2.2	2.7	3.7	חוב פיננסי ל- FFO
-	3.5	1.4	1.7	1.8	2.1	3.3	חוב פיננסי נטו ל- FFO
-	2.4	1.0	6.5	2.6	neg	neg	חוב פיננסי ל- CFO

יחסי הכיסוי טובים ומספקים אשר השתפרו בשנים האחרונות. ברבעון האחרון חלה ירידה בהוצאות המימון הנובעת מהייסוף בשקל ועל יחה ה-EBITDA להוצאות מימון שופר.

**ניתוח פיננסי – פקד ידפז**

**רכישת קבוצת ידפז בשנת 2004 הובילה להכפלת היקף הפעילות. בשנים האחרונות גדלו המכירות בעיקר בשל עלייה במחירי המכירה**

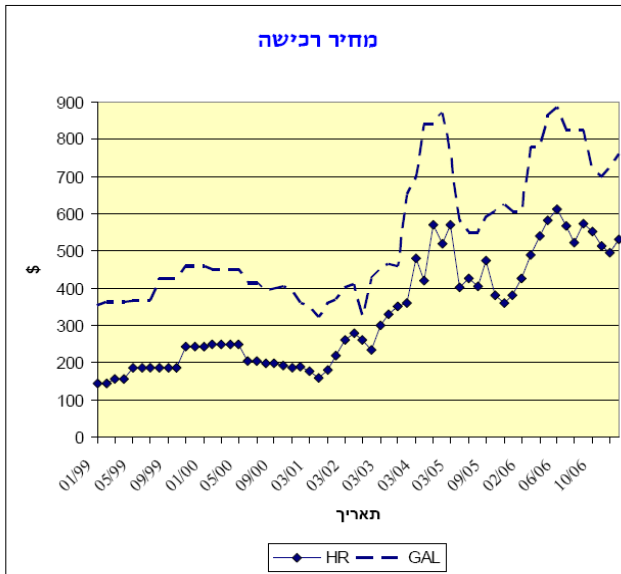
הכנסות הקבוצה כוללות מוצרים מייצור עצמי המהווים 80% מהמכירות בשנים 2004-2006, השאר נובע ממוצרים קנויים (20%). פעילות הקבוצה בשוק החממות ומערכות לבקרה אקלימית מהווה כ-10% מהכנסותיה בשנים 2004-2006.

קישון קל בהכנסות בשנת 2006 עקב ירידה בכמות הנמכרת, שקוזה רק בחלקה בעליה במחיר הממוצע ללקוח.

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	Q1 2006	Q1 2007	באלפי ש"ח
167,186	411,403	754,787	876,882	853,948	215,752	254,068	סך מכירות
46,262	76,434	143,850	117,751	164,377	34,189	49,571	רווח גולמי
8,511	19,172	37,788	35,705	38,125	9,009	9,929	הוצאות מכירה ושיווק
12,940	31,090	43,641	35,136	47,411	8,905	18,090	הוצאות הנהלה וכלליות
24,811	26,172	62,421	46,910	78,841	16,275	21,552	רווח מפעולות רגילות
31,421	37,475	78,505	61,239	92,270	19,729	24,621	EBITDA
12,698	12,244	15,559	36,373	22,770	8,428	2,222	הוצאות מימון נטו
9,392	9,532	25,814	6,139	35,762	6,169	12,768	רווח נקי לתקופה
	146.1%	83.5%	16.2%	-2.6%		17.8%	שיעור גידול במכירות
27.7%	18.6%	19.1%	13.4%	19.2%	15.8%	19.5%	שיעור רווח גולמי
5.1%	4.7%	5.0%	4.1%	4.5%	4.2%	3.9%	הוצאות מכירה ושיווק
7.7%	7.6%	5.8%	4.0%	5.6%	4.1%	7.1%	הוצאות הנהלה וכלליות
14.8%	6.4%	8.3%	5.3%	9.2%	7.5%	8.5%	רווח מפעולות רגילות
7.6%	3.0%	2.1%	4.1%	2.7%	3.9%	0.9%	הוצאות מימון נטו
5.6%	2.3%	3.4%	0.7%	4.2%	2.9%	5.0%	רווח נקי לתקופה

**הקבוצה רווחית לאורך השנים. שיעורי הרווחיות תנודתיים ומושפעים משינויים במחירי הפלדה העולמיים**

בשנת 2006 עלו מחירי הפלדה ביחס לשנת 2005 בשיעור של 25%-35%, על כן ממשה החברה מלאי זול, חל שיפור ברווחיות בשנת 2006 ביחס לשנת 2005.



מרכיב החומר מהווה את עיקר עלות המכר (טווח של 84%-87% בשנים 2004-2006). חומר הגלם העיקרי הינו גלילי פלדה. למחירי הפלדה בארץ קשר הדוק למחירי הפלדה בעולם וכל שינוי במחירים בעולם משתקף במהירות במחירים המקומיים. העובדה כי לצורך פעילותה של החברה עליה להחזיק מלאי והזמנות פתוחות של 4-6 חודשים חושפת את החברה לרווחים או הפסדים. לכן בעת עליות מחירים לחברה רווחים חריגים עקב יכולת החברה לממש את המלאי שנרכש במחירים נמוכים, במחירים גבוהים יותר מהמקובלים בעת מכירתו. תופעה הפוכה מתרחשת כאשר ישנה ירידת מחירים.

לדברי החברה היא איננה רוכשת מלאי על בסיס ספקולטיבי ומכיוון שהחברה חוששת מירידת מחירים שתגרום להפסדים כבדים מדיניותה היא להותיר מלאי מינימלי באופן שיאפשר תפעול ושירות טובים ללקוח ומזעור סיכונים לחברה. הוצאות המימון תנודתיות ומושפעות משער החליפין של הדולר מול השקל. לקבוצה התחייבויות לזמן ארוך צמודות לדולר. עלויות המימון קטנו בשנת 2006 בעיקר בשל ייסוף בשקל מול הדולר, לעומת פיחות בשנת 2005.

**צרכי הון חוזר גבוהים ומהווים כ-50% מההכנסות**

ימי המלא תנודתיים ומושפעים מעליית מחירי הפלדה ימי ספקים ירדו דרסטית בשנים האחרונות בשל ירידה בכח המיקוח של הקבוצה מול ספקים בשוק הפלדה, וזאת עקב מגמת מיזוגים בקרב הספקים.

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.3.2006	31.3.2007	
416,404	424,922	445,628	484,467	445,474	צרכי הון חוזר
55%	48%	52%	56%	44%	צרכי הון חוזר להכנסות
1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	יחס שוטף
0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	יחס מהיר
165	156	140	153	128	ימי אשראי לקוחות
85	71	41	44	52	ימי אשראי ספקים
128	92	104	99	92	ימי מלאי

**תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת חיוביים אם כי תנודתיים בשנתיים האחרונות. FCF שלילי אך משתפר בהדרגה**  
 הגידול ברווח בשנים 2004-2006 מתורגם ל-FCF חזקים. בשנת 2006 השקיעה הקבוצה סכום נמוך יותר ברכוש קבוע וזאת עקב השלמת העברת הפעילות מכפר סבא לקרית מלאכי בעקבות המיזוג. פעילות זו התרחשה בשנים 2004-2005 והיתה כרוכה בהשקעה כוללת של 5 מ' \$. ה-FCF התחזק למרות חלוקת דיבידנד בשלוש השנים האחרונות בסכומים של כ-9.3 מ' \$, 1.5 מ' \$, 3.6 מ' \$ בשנים 2004, 2005, 2006 בהתאמה.

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	Q 1 2006	Q 1 2007	באלפי ₪
12,698	12,244	15,559	36,373	22,770	8,428	2,222	הוצאות מימון
19,528	9,467	(61,866)	505	15,430	(46,117)	16,961	CFO
19,135	21,758	44,215	23,053	52,873	9,602	14,221	FFO
(4,731)	(6,681)	(20,350)	(25,387)	(12,812)	(973)	(4,786)	CAPEX
-	-	(3,615)	(1,496)	(10,243)	-	-	DIV
14,797	2,786	(85,831)	(26,378)	(7,625)	(47,090)	12,175	FCF



**איתנות פיננסית נמוכה יחסית המתבטאת ביחסי מינוף גבוהים לחברות מסוגה ויחסי ניסוי שאינם בולטים לטובה  
גם בשנת השיא 2006**

הון עצמי גדל בהדרגה, הן בגודלו והן בשיעורו מהמאזן ועומד בסוף 2006 על 26% מסך המאזן. ניכרת ירידה בימי הספקים בשנתיים האחרונות עקב החלפת ספקי פלדה והעדפת ספקים ממערב אירופה על פני ספקים סין. החוב הינו דומיננטי הן מתוך ה-CAP והן מתוך המאזן והדבר נובע מצרכי ההון החוזר הגבוהים.

<u>31.12.2003</u>	<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2006</u>	<u>31.3.2006</u>	<u>31.3.2007</u>	אלפי ש"ח
138,138	160,915	165,198	192,878	172,934	205,718	הון עצמי זכויות מיעוט
588,654	725,235	773,507	734,821	763,864	757,690	סך מאזן
432,527	547,592	589,941	610,707	643,165	603,625	CAP
137,765	160,087	164,607	192,423	172,858	205,053	הון עצמי
23.5%	22.2%	21.4%	26.2%	22.6%	27.2%	הון עצמי זכויות מיעוט למאזן
64.2%	67.6%	69.9%	66.3%	71.2%	63.8%	חוב פיננסי ל-CAP
62.5%	67.1%	69.3%	66.0%	70.7%	63.6%	חוב נטו ל-CAP
47.1%	51.0%	53.3%	55.1%	60.0%	50.8%	חוב פיננסי לסך מאזן
45.9%	50.7%	52.8%	54.9%	59.5%	50.7%	חוב פיננסי נטו לסך מאזן

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

דוח מספר : CHP010807350M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://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 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 עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : [www.midroog.co.il](http://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 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 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.