22/02/2007

הודעה לעיתונות

סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על דירוג (A+) לאג"ח (סדרה 7) שתונפקנה ע"י סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ (להלן: "החברה" או "סקופ") בהנפקה פרטית לגוף מוסדי בהיקף של 100 מיליון ₪. התמורה מההנפקה מיועדת למחזור חוב בנקאי. הדירוג תקף גם לסדרות 2, 3 ו-6.

להלן השיקולים העיקריים לדירוג.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות "www.maalot-funds.co.il

רישום למועדון המנויים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

22/2/2007

לכבוד

גיל חבר, סמנכ"ל כספים
סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ

<u>הנדון : דירוג הנפקת אגרות חוב</u>

הריני להודיעכם כי ועדת הדירוג של דירקטוריון מעלות קבעה, ביום 22/2/07 דירוג A+)/Stable) לאג"ח שיונפקו בהנפקה פרטית לגופים מוסדיים ע"י סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ בסך של עד 100 מיליון ₪. תמורת ההנפקה תשמש במלואה למחזור חוב קיים וכן מתן תוקף לדירוג לסדרות אגרות החוב 2, 3 ו- 6.

ברצוננו להדגיש כי הדירוג לאגרות החוב נקבע, בין היתר, על בסיס מבנה ההנפקה ומטרת ההנפקה שמסרתם לנו. במידה ויחולו שינויים במבנה ההנפקה או שינויים אשר לדעת מעלות הינם מהותיים במסמכים המשפטיים הסופיים, שומרת לעצמה מעלות את הזכות לדון שנית בנושא ולתקן את הדירוג האמור. אי לכך נבקשכם להודיענו על כל שינוי במבנה ההנפקה ו/או שינוי מהותי בתנאים המשפטיים, ולהעביר אלינו כל עותק עתידי של טיוטת המסמכים הנ"ל.

יובהר כי הדירוג הראשוני כפוף לבחינת מבנה ההנפקה הסופי, שטר הנאמנות ואיגרת החוב ע"י מעלות. לפיכך, מובהר בזאת כי אין לראות בדירוג דירוג סופי של אגרות החוב ע"י מעלות.

בברכה

דורית סלינגר, מנכ"ל

<u>העתק</u>: מר עמוס ספיר – יו"ר מעלות

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

שיקולים עיקריים לדו"ח דירוג

סקופ - סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ

פברואר 2007

אלעד זלסקו
יובל רפואה

דירוג:

סדרה	דירוג
סדרות 2, 3 ו- 6	A+/Stable

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות.
אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני.
אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

1. אג"ח במחזור

1.1. אג"ח חוב במחזור

סדרה	תאריך הנפקה	היקף הגיוס (אלפי ₪)	יתרה ל- 30/09/06 (אלפי ₪)	סוג	ריבית והצמדה	תאריכי פרעון	דירוג מעלות
2	01/2002	20,000	13,339	לא סחיר	מדד + 5.8%	01/2005-9	A+/Stable
3	02/2004	50,000	52,770	לא סחיר	מדד + 6.1%	02/2009-11	A+/Stable
4,5	01-02/2005	80,000	83,325	לא סחיר	מדד + 5.9%-5.95%	01/2007-12	--
6	09/2005	50,000	51,123	לא סחיר	מדד + 3.95%	09/2008-11	A+/Stable

הערה: יתרות האג"ח ליום ה- 30/09/2006 אינן כוללת ריבית לשלם בסך 7,872 אלפי ₪.

1.2. הנפקת אגרות חוב

בכוונת סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ (להלן - "**סקופ**" או "**החברה**") לבצע גיוס חוב בסך של כ- 100 מיליון ₪ מגופים מוסדיים אשר ישמשו במלואן למחזור חוב בנקאי קיים.

2. כללי

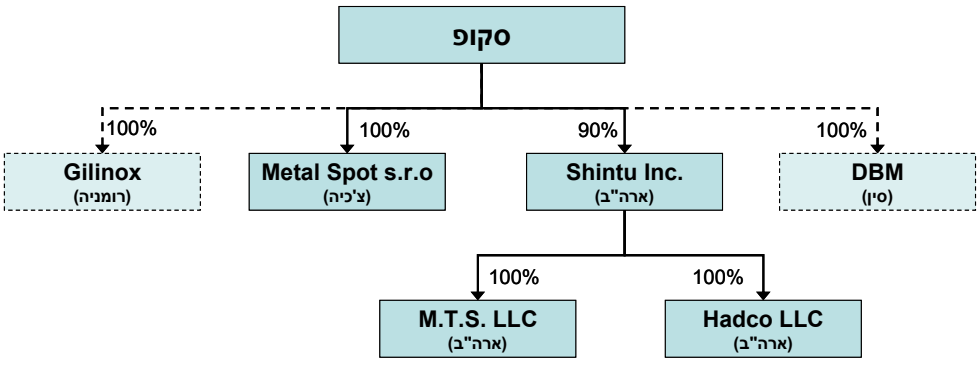
סקופ עוסקת ביבוא ובשיווק של מוצרים וחומרי גלם מענף המתכות הלבנות (בעיקר נירוסטה ואלומיניום) המיועדות לשימוש במגוון ענפי תעשייה ובהם: מזון, תרופות, כימיה, מחצבים, אלקטרוניקה, בנייה ציבורית, תעשייה תעופתית, שילוט וזיווד.

במקביל לפעילותה המסורתית בשוק המתכות הלבנות החלה החברה בשנים האחרונות בשיווק מוצרי פלסטיקה הנדסית, מוצרי פלדה (החל מתחילת 2002) ומתכות צהובות (החל משנת 2005), וזאת כחלק מאסטרטגיית התרחבותה לתחומי פעילות אופקיים וכדי למנף את בסיס לקוחותיה הקיים. לקראת סוף 2004 החלה החברה להגביר את פעילותה בחו"ל תוך רכישת מניות חברה העוסקת במסחר במתכות בארה"ב (51%) והקמת חברה בצ'כיה ומיזוג פעילות לתוכה במהלך 2005.

האסטרטגיה העסקית של החברה היא להוות "One Stop Shop" לכל המתכות המשווקות לתעשייה. לחברה כ- 6,000 לקוחות בישראל וכ- 200 לקוחות בחו"ל. החברה שמה דגש על ביצוע ההזמנות בתוך 24 שעות לבית הלקוח.

החברה מעסיקה כ-600 עובדים, כ- 170 מתוכם עובדים בחו"ל.

להלן מבנה החזקות החברה (מעודכן 01/2007):



3. התפתחויות עיקריות בתקופה האחרונה

בספטמבר 2005 דורגה החברה ע"י מעלות כחלק מהנפקת אג"ח פרטית לגופים מוסדיים בהיקף 50 מליון ₪. להלן ההתפתחויות העיקריות בחברה מדו"ח הדירוג האחרון:

- **הקצאה פרטית לפימסקו (שותפות מוגבלת)** (להלן: "**פימי**") – במרץ 2006 חתמה פימי עם החברה על הסכם השקעה לפיו קיבלה כ- 27.6% מהון המניות של החברה תמורת כ- 157 מיליון ₪. במסגרת הסכם ההשקעה נקבעו בין היתר העקרונות הבאים:
  - הרכב דירקטוריון – כל אחד מבעלי השליטה יוכל למנות 4 דירקטורים מטעמו (כולל דח"צ).
  - הסכם ניהול – פימי תהיה זכאית לדמי ניהול שנתיים בסך 120 אלף $.
  - מדיניות דיבידנד - הדיבידנד השנתי לא יפחת מ- 5 מיליון $ בהתקיים רווח שנתי מינימאלי של כ- 9 מיליון $ ובכפוף לצרכי ההון, תוכנית השקעות ויכולת החברה לגייס חוב.

  לפרטים נוספים אודות ניהול ואסטרטגיה – ראה סעיף 6.
- **הרחבת הפעילות בחו"ל** – במהלך התקופה הרחיבה החברה את פעילותה בחו"ל באופן הבא:

- **רומניה -** ביוני 2006 רכשה החברה כ- 15 דונם קרקע לתעשייה בבוקרשט בתמורה ל- 930 אלפי יורו עליהם החברה מקימה מחסנים בשטח של- 6 דונם. בכוונת החברה להתחיל בפעילות מסחרית בתחילת שנת 2007 עם סיום בניית המחסן.
- **סין** – במאי 2006 שכרה החברה מחסן במחוז דליאן בסין באמצעות חברת בת (DBM). במהלך הרבעון הרביעי של 2006 החלה החברה בפעילות של מכירות מישראל לסין באמצעות המחסן.
- **ארה"ב** – בפברואר 2006 חתמה החברה על הסכם לפי רכשה באמצעות חברת HADCO (חברה נכדה) פעילות עסקית של 3 מרכזי הפצה הממוקמים בחוף המזרחי בארה"ב תמורת 11 מיליון $, כאשר כ- 8 מיליון $ הינם בגין רכישת מלאי. החברה משווקת בעיקר אלומיניום מסחרי ללקוחות סופיים.

לפרטים נוספים והשפעת הרכישות על הסיכון העסקי של החברה – ראה גם סעיף 5.

- **מימוש אופציות למניות** – במהלך התקופה 01-11/2006 מומשו כ- 47 אלפי אופציות שהונפקו באפריל 2005 במסגרת הצעה פרטית של מניות ואופציות. בעקבות עליית שווי החברה בבורסה וכניסתה למדד ת"א 100, גברו הסיכויים שכתבי האופציה (סדרה 3 וסדרה 4) ימומשו תוך הזרמה של כ- 70 מיליון ₪ לקופת החברה .

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

4. הסיכון הענפי

4.1. כללי

פעילות המסחר של החברה, כולל בעיקר מסחר במתכות לבנות (נירוסטה ואלומיניום) ופלדה בפריסה על פני מספר מדינות: ישראל, אירופה (צ'כיה ורומניה), ארה"ב ובעתיד הקרוב גם סין. להערכת מעלות, קיימות רמות סיכון שונות בפעילותה של החברה במגזרים הגיאוגרפיים השונים.

להערכת מעלות, רמת הסיכון הכרוכה בתחום יבוא ושיווק המתכות הלבנות[1] נמוכה מהסיכון הענפי הגלום בענף הפלדה.הערכה זו נסמכת על ריבוי המתחרים בענף הפלדה, תלות גבוהה יותר בענף הנדל"ן וחשיפה רבה יחסית לתנודות במחירי הפלדה בעולם.

להערכת מעלות, הסיכונים העיקריים בתחום המתכות הינם בשינויים עתידיים במחירי חומרי הגלם ובזמינותם בין היתר מהסיבות הבאות:

- סין הינה הצרכן המשמעותי ביותר של מתכות בשנים האחרונות. כל ירידה לא צפויה ביצור תעשייתי עשויה להשפיע על תעשיית המתכות באופן מיידי.
- משקיעים ספקולטיביים רבים לקחו פוזיציות על רוב המתכות הנסחרות ב- LME[2]. זרימה מהירה של כספים פנימה והחוצה ממתכות אלו עלולה לגרום לתנודתיות מחירים גבוהה מהממוצע.
- השוק כולו חשוף לעליה בעלויות התפעול הנובעת מעליה במחירי האנרגיה, פיחות של הדולר ומחסור בחומרי גלם וכוח עבודה.

להלן סקירה על המתכות העיקריות:

א. **מתכות לבנות** – מתכות אלו משמשות כמוצר תחליפי לפלדה במגוון ענפי התעשייה החל ממזון וכלה בתעשייה תעופתית. יתרונותיהם העיקריים של מוצרי המתכות הלבנות נגזרים מעמידותם לקורוזיה, מנוחות עיבודם ומעלות תחזוקתם הנמוכה. חסרונם העיקרי הינו מחירם אשר עשוי להאמיר עד כדי יותר מפי שישה ממחיר פלדה רגילה.

נירוסטה[3] - מחירי הנירוסטה נמצאים כיום ברמות שיא בעקבות גידול בביקושים העולמיים, כושר ייצור שלא עומד בביקושים ומיעוט יחסית של יצרנים לאור קונסולידציה שהתרחשה בשנים האחרונות. עיקר העלייה נבעה מזינוק חד במחירי הניקל מרמה של כ- 14,000 $ לטון בתחילת שנת 2002, לכ- 32,500 $ לטון בסוף שנת 2005 ולכ- 41,700 $ לטון כיום. להערכת S&P, רמת מחירי הנירוסטה בשנת 2007 תהיה דומה לרמתה כיום ברמות הביקוש הקיימות ובתחילת 2008 היא צפויה לרדת עם הגידול בכושר הייצור המותקן של היצרניות.

---

[1] כדוגמת אלומיניום ונירוסטה

[2] LME – London Metal Exchange

[3] פלדת אל חלד (פלב"מ) – סגסוגת ברזל המכילה כרום בכמות של לפחות 10.5% ממשקלה. הנירוסטה עמידה בפני חלודה וקורוזיה. קיימים 150 סוגים של פלב"מ ביניהם סגסוגת הכוללת ניקל ומנגן.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

- **אלומיניום** – התחום נחלק ל- 2 סוגים עיקריים: אלומיניום תעופתי ואלומיניום מסחרי. תחום האלומיניום התעופתי נשלט ע"י מספר מצומצם של חברות ביניהן Alcoa[4] ו- Alcan. לאחר תקופה המאופיינת בתנודתיות רבה וביצועי חסר של אלומיניום בהשוואה לשאר המתכות, קיימות הערכות כי מחירי האלומיניום המסחרי יישארו גבוהים בין היתר עקב גידול טבעי בביקוש, במחירי האלומינה, עלויות אנרגיה גבוהות ועוד.

ב. **פלדה** – התחום נחלק לכמה תתי תחומים הכוללים את הפלדות המסוגסגות, פחי הפלדה, צנרת ואביזרים. הפלדה משמשת מגוון רחב של תעשיות ובכללן התעשיות הכבדות, תעשיית העיבוד השבבי ותעשיית הבנייה. בתחום הפלדות המסוגסגות, הרווחי יותר, קיימים בעולם מספר רב של ספקים. לעומת זאת בתחום פחי הפלדה קיימים בעולם 5 קונצרנים שהגדול מביניהם הוא Mital steel וחברות נוספות ממזרח רוסיה.

במהלך השנים האחרונות חל בתחום תהליך של קונסולידציה שיצר מספר מצומצם של חברות השולטות על כ- 80% מסך הייצור העולמי בפריסה בינלאומית. תהליך זה הביא לזינוק חד במחירי הפלדה שתחילתו בשנת 2002 ושיאו באמצע שנת 2006.

4.2. ענף המסחר במתכות בישראל

מעלות מעריכה את רמת הסיכון הכרוכה בפעילות בתחום יבוא ושיווק המתכות ומוצריהן הנלווים בישראל כנמוכה במעט מהממוצע. גורמי הסיכון העיקריים הינם:

- תנודתיות גבוהה במחירי המתכות בשנים האחרונות בעולם
- רגישותם הגבוהה של הביקושים לשינויים מקרו כלכליים
- חסמי הכניסה הנמוכים יחסית לכניסה לענף. עם זאת, חסם הכניסה האפקטיבי הינו היכולת להגיע לנתחי שוק מהותיים
- חשיפה מטבעית הנובעת מרכישת הסחורה במט"ח וממכירתה בשקלים
- שיעורי הצמיחה הנמוכים (למרות שיעור חדירה נמוך ביחס למדינות מפותחות) כפי שהדבר נגזר מאופי הלקוחות.

גורמים שליליים אלה מתקזזים במידת מה על ידי:

- המתאם הלא מושלם בין מחירי המתכת בעולם לשוק המתכות המקומי
- פרק זמן ארוך יחסית מרגע קבלת הזמנה ליבוא ועד להגעת המוצרים לישראל
- מיעוט של שחקנים מקומיים בתחום הפלדה והמתכות הלבנות
- גמישות תפעולית טובה
- היקפי השקעות נמוכים
- פיזור הלקוחות והספקים
- אורך חיי המדף הגבוה של מוצרי החברה

ענף המסחר במתכות בישראל מתחלק למספר קטגוריות משנה עפ"י סוגי המוצרים ובכלל זה: נירוסטה, אלומיניום, פלדה, פלסטיקה הנדסית, טיטניום ומתכות צהובות.

[4] מדורגת ע"י S&P בדירוג (A-/Negative)

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

מדינות המזרח התיכון אינן נמנות עם המדינות המייצרות מתכות לבנות ולכן השוק הינו של יבואנים בלבד, המשמשים כמרכזי שירות בין היצרן למרבית לקוחות הקצה. חלק מהלקוחות מייבאים את המוצרים ו/או חומרי הגלם באופן עצמאי ובכך מגדילים את המתאם בין המחירים המקומיים לעולמיים. ענף המתכות הלבנות בארץ מתאפיין בתחרות גבוהה בין מספר רב של יבואנים ומשווקים אשר מרביתם פועלים בתחומים נוספים. צריכת המתכות הלבנות בישראל נמוכה משמעותית מהנהוג במדינות המפותחות בין היתר בשל השקעות ציבוריות נמוכות ותקציבי השקעה נמוכים יחסית בתשתיות.

להערכת מעלות, מעמדן העסקי של החברות בענף עולה כתוצאה מאי יכולתן של חברות זרות לייבא מתכות לישראל בפרק זמן מיידי[5] עפ"י דרישת היצרן. כמו כן, להערכת מעלות, פרק זמן זה מקטין את מתאם השינויים במחירי המתכות בעולם על מחירי המתכות בישראל – ענף המתכות בישראל אינו מהווה קומודיטי, אלא שוק אופורטוניסטי הנובע מזמינות מתכות במחסני היבואנים השונים.

להערכת מעלות, חלק ממתחרותיה של סקופ צפויות להמשיך ולצמצם את פעילותן ו/או להשתלב בתהליך של מיזוגים ורכישות לאור הפסדים וקשיים כתוצאה מביקושים נמוכים בארץ לאור עליית מחירי חומרי הגלם. במצב זה תוכלנה החברות המובילות לנצל את יתרונן על מנת להמשיך ולהגדיל את חלקן היחסי בתחומי פעילותן הקיימים. להערכת מעלות, תהליך הקונסולידציה מציב חסמי כניסה גבוהים יותר לפעילות בתחום המתכות, וזאת בשל הצורך בהחזקת מלאי בהיקפים גדולים, ערוצי הפצה, יכולת לתת שירותים נוספים ומגוונים (חיתוך, ניסור וכו').

4.3. ענף המסחר במתכות בחו"ל

מעלות מעריכה את רמת הסיכון הכרוכה בפעילות בתחום יבוא ושיווק המתכת ומוצריהם הנלווים <u>בחו"ל</u> <u>כגבוהה</u> <u>במעט מהממוצע</u> בהתחשב בגורמים הבאים:

- תנודתיות גבוהה במחירי המתכות בשנים האחרונות בעולם הנובעת מסטנדרטיות המוצרים (Commodity)
- תחרות משוכללת וחריפה בעיקר ברמה אזורית המושפעת מהמחירים העולמיים וממגמות ברמה הארצית.
- חסמי הכניסה הנמוכים

גורמים שליליים אלה מתקזזים במידת מה על ידי:

- גמישות תפעולית טובה
- היקפי השקעות נמוכים
- פיזור הלקוחות והספקים
- נאמנותם של הלקוחות
- אורך חיי המדף הגבוה של מוצרי החברה

[5] הערכה כי פרק הזמן המינימאלי לייבוא מתכות מחו"ל מרגע הדרישה עומד על כ- 4 חודשים.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

להלן התייחסות לשווקים העיקריים בהן פועלת החברה:

א. **השוק בצפון אמריקה** - עיקר פעילותה של החברה בארה"ב הינה בתחום האלומיניום. להערכת S&P, שוק מסחר המתכת בארה"ב מושפע ממחזוריות השווקים הסופיים, שיעורי רווחיות נמוכים יחסית ותזרים מזומנים תנודתי הנובע משינויים בהון החוזר של החברות. שוק המסחר במתכות נחשב למאוד תחרותי עם צרכי הון חוזר גדולים. שווקי היעד הסופיים כוללות את תעשיית המכונות והציוד, תעשיות הנפט והגז, מכוניות ובנייה. השוק נחלק למספר רב של שחקנים[6] כאשר 5 השחקנים העיקריים מחזיקים בכ- 14% מהשוק עם מחזורים ממוצעים של כ- 2-3 מיליארד דולר (נציין כי השוק הקנדי מרוכז בידי מספר מצומצם של שחקנים). החברה היא שחקן זניח בשוק זה ופועלת בעיקר מול לקוחות קטנים יחסית ולא בתעשיות המוזכרות לעיל.
המתחרים הגדולים בארה"ב כוללות חברות ענק כדוגמת Jorgensen Co. ו- Ryerson[7] לצד מספר גדול של חברות מקומיות קטנות.

ב. **השוק במזרח אירופה (צ'כיה ורומניה)** – פעילותה של החברה במדינות אלו הינה במתכות: אלומיניום ונירוסטה. להערכת החברה, לא קיימות חברות מקומיות גדולות אשר מחזיקות במלאי מתכות, אלא רכישת המתכות על ידי היצרנים המקומיים נעשית ישירות מחברות למסחר במתכות ממדינות מפותחות כגון גרמניה.

ג. **השוק הסיני** - סין צורכת כ- 25% לערך מהכמות השנתית של המסחר במתכות בעולם. רמת ביקושים זו יצרה מצב של מחסור בחומר גלם בסיסי במפעלי היצור המייצרים את המוצרים המשווקים על ידי החברה. רמת הביקושים בסין במהלך השנה יצרה מצב של עליות מחירים או שמירה על יציבות ברמת המחירים הגבוהה.

[6] חברת Ryerson Inc. שנחשבת לשחקן מוביל עם מחזור של כ- 5.8 מיליארד $ מחזיקה בנתח שוק של כ- 5%.
[7] החברות מדורגות ע"י S&P בדירוג (BB-/Stable)

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

5. הסיכון העסקי

להערכת מעלות רמת הסיכון של החברה נמוכה בהרבה מהממוצע לאור:

- פיזור גיאוגרפי המאפשר גמישות תפעולית
- סל מוצרים מגוון, שכולל מספר רב של סוגי מתכות ומוצרים משיקים
- מיקום מוביל בשווקי הנירוסטה והאלומיניום המקומיים
- בסיס לקוחות רחב ממגוון תעשיות
- אפשרות להרחבת סל המוצרים ע"ב הפלטפורמה הקיימת

גורמים חיוביים אלה מתקזזים במידת מה על ידי:

- תלות החברה בענפי הנירוסטה והאלומיניום והמתאם הגבוה ביניהם, מתקזז בחלקו עם סל המוצרים רחב והפיזור הגיאוגרפי
- מלאי ברמות גבוהות מאוד ביחס למקובל בעולם הגוזרת עלויות מימון גבוהות להחזקתו
- כניסה לשווקים חדשים עם תחרות גבוהה יותר ואשראי לקוחות ארוך יותר
- חשיפה לסיכוני מטבע ותנודתיות מחירי הסחורות

במהלך השנים האחרונות הרחיבה החברה את סל מוצריה לתחום הפלדה, האלומיניום התעופתי, הפלסטיקה והמתכות הצהובות, וכמו כן הגדילה את היקף פעילותה בחו"ל. פעילויות אלו מביאות להקטנת תלותה של החברה בפעילות בתחומי הנירוסטה והאלומיניום בישראל.

כמו כן, במהלך השנים האחרונות השקיעה החברה ברכישת קווים מתקדמים לחיתוך גלילים לסרטים לתחומי הפלדה והנירוסטה. להערכת מעלות, שיפור השירות ללקוח והצעת מוצרי Custom Made מגדילים את הערך המוסף של החברה כמו גם את גמישותה התפעולית.

להערכת מעלות, האסטרטגיה אותה הוציאה אל הפועל החברה בשנים האחרונות הביאה לשיפור במיצובה העסקי של החברה ובכושר התחרות שלה, תוך הגדלה ניכרת בנתח השוק. נציין כי, שיפור זה נעשה כאשר ברקע חברות קטנות בתחום הפסיקו את פעילותן ו/או נשחקו באופן ניכר.

בספטמבר 2005 חתמה החברה על הרחבת הסכם המסגרת עם התעשייה האווירית להספקת פלטות אלומיניום תעופתי לשנת 2006. המכירות לתע"א מבוצעות בשיעורי רווחיות הנמוכים משיעור הרווח הגולמי הממוצע של החברה. בהמשך להתקשרות החברה עם התעשייה האווירית לשיווק אלומיניום תעופתי, מתכוונת החברה להוות מרכז אחסנה אזורי לתחום האלומיניום התעופתי ולפתח מודל דומה בארה"ב ובצ'כיה.

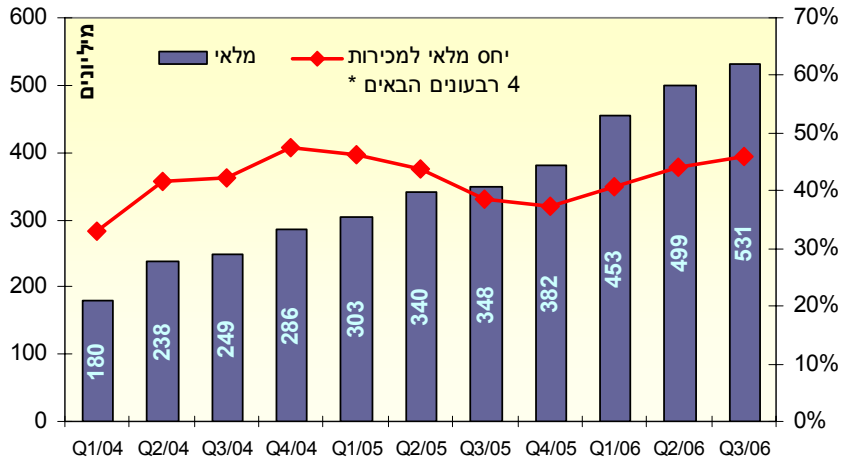
להערכת מעלות, בניגוד למעמדה העסקי הגבוה של החברה בישראל, מעמדה העסקי של החברה בחו"ל (ארה"ב וצ'כיה) הינו נמוך יותר. להערכת מעלות, ביסוס אחיזתה של החברה בשווקים אלו בשנים הקרובות והצגת מודלים עסקיים מוכחים בדומה לפעילות בישראל עשויים להשפיע לחיוב על מעמדה העסקי הכולל של החברה.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

5.1. מלאי

סקופ מחזיקה במחסניה עשרות אלפי טונות של מוצרי מתכות הכוללים מעל 60 א' פריטי מדף, העונים לדרישות תקן בינלאומיות. החברה נוהגת להחזיק מלאי גבוה (כ- 40% מנכסיה התפעוליים) בשל מדיניותה האסטרטגית לאספקה מהירה (כ- 98% מהזמנות החברה מסופקות תוך 24 שעות ללקוח) ויצירת "One Stop Shop" עבור לקוחותיה בעזרת היצע רחב ככל האפשר של מוצרי מתכות לבנות. היתרונות הנגזרים מאסטרטגיה זו מבדלים את החברה מהמתחרות האחרות בענף בישראל ומגדילים את חסמי הכניסה בפני מתחרים חדשים. יתרונות אלה אף מתחדדים בתקופות מיתון בהן מתקצר טווח הזמן הנדרש בין מועד ביצוע ההזמנה וקבלתה. החסרונות העיקריים של אסטרטגיה זו כרוכים בעלות מימונה הגבוהה ובהגדלת חשיפתה של החברה לתנודתיות מחירי המוצרים בענף. יש להדגיש כי הסיכון הכרוך במלאי מת בענף זה הינו נמוך ביותר לאור עמידותם הגבוהה של המוצרים וחדשנותם הנמוכה.

להלן התפתחות המכירות והמלאי במהלך התקופה 01/2004 ועד 09/2006 בחתך רבעוני:



<u>הערה</u>: יחס מלאי למכירות ב- 4 הרבעונים הבאים לוקח בחשבון גידול מתון של 2% לרבעון החל מהרבעון Q4-2006.

יש לציין כי הגידול המהיר במלאי נובע בעיקר מגידול במחזור המכירות וממחירי המתכות בעולם. כמו כן, הגידול במלאי נובע לעיתים גם מניצול הזדמנויות מחירים, בהתאם להערכות החברה. ב- 4 הרבעונים האחרונים יחס המכירות למלאי נע בטווח של 42%-47%.

להערכת מעלות, לצד היתרונות באחזקת מלאי בהיקפים גדולים כחלק מהאסטרטגיה של החברה, אחזקת מלאי עשויה להכביד על התוצאות התפעוליות של החברה בעת ירידה חדה במחירי חומרי הגלם, ירידה בביקוש המקומי וכן כתוצאה משינוי בשיעורי הריבית בעת מיחזור אגרות החוב של החברה בעתיד. כמו כן, הגדלת סל מוצריה של החברה עשוי לחייב את החברה בהגדלה נוספת של רמות המלאי הקיימות וזאת בשיעורי ריווחיות נמוכים יותר.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

6. ניהול ואסטרטגיה עסקית

להערכת מעלות, לחברה ניהול טוב, המבליט את ביצועיה לעומת מתחרות בענף המתכת. להערכת מעלות, לחברה תלות גבוהה במר שמואל שילה לאור ניסיונו רב השנים ותחומי אחריותו ומעורבותו בחברה, בין השאר בביצוע עסקאות הרכש.

האסטרטגיה של החברה כוללת שני רבדים:

- הרחבת פעילותה של החברה לחו"ל ועיבוי הפעילויות הקיימות בארה"ב וצ'כיה באופן שפעילות החברה בחו"ל תהווה כ- 50% מסך מכירות החברה בשנים הקרובות.
- הרחבת סל המוצרים של החברה בישראל לתחומים משיקים, ובכלל זה: תחום הזורמים, פלסטיקה הנדסית ועוד.

כאמור, בסעיף 3 לעיל, במרץ 2006 חתמה פימי עם החברה על הסכם השקעה לפיו תקבל כ- 27.6% מהון המניות תמורת כ- 157 מיליון ₪. בעקבות ההשקעה ירד שיעור אחזקתו של שמואל שילה בחברה מ- 54% ל- 36.6%.

להערכת מעלות, הכניסה של פימי להשקעה בחברה, על רקע הקריטריונים להשקעה הקיימים בקרנות Private Equity עשויה להוביל למדיניות אגרסיבית ליישום מטרות החברה, להרחבת מגוון המוצרים והרחבת פעילותה בחו"ל. להערכת מעלות, הכניסה לשווקים נוספים צפויה להגדיל את הסיכון הענפי של החברה ולשחוק את המעמד התחרותי המשוקלל של החברה על רקע איבוד המובילות היחסית הקיימת לחברה בישראל.

נציין כי יישום תוכנית אסטרטגית זו נשענת על הערכת מעלות בלבד על רקע ניתוח השווקים השונים ולדברי החברה, אין היא מתעתדת לבצע פעולות השקעה משמעותיות בתקופה הקרובה, מלבד השלמת ההשקעות בחברות בסין וברומניה.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

7. סיכון פיננסי

הנתונים להלן הינם נתונים מאוחדים (אלא אם צוין אחרת) באלפי ₪ של דצמבר 2003, למעט נתוני 2004–2006 שהינם בערכים מדווחים.

מעלות מעריכה את הסיכון הפיננסי הכולל של החברה <u>כנמוך</u> בהרבה מהממוצע, לאור השיפור ברווחיותה של החברה, איתנות פיננסית גבוהה מהממוצע, נזילותה הגבוהה ויחסי כיסוי חוב טובים מהממוצע. עם זאת, תזרים מזומנים מפעילות שוטפת הינו שלילי ומחייב את המשך הגדלת החוב הפיננסי של החברה. להערכת מעלות, התייצבות מחירי המתכות בעולם צפויים להשפיע לחיוב על התוצאות הפיננסיות של החברה.

להלן תמצית הנתונים הפיננסים לשנים 2003-2005 ולתקופות 01-09/05 ו- 01-09/06 (באלפי ₪):

סעיף	01-09/2006	01-09/2005	2005	2004	2003
הכנסות	**743,079**	**446,262**	**603,846**	**501,186**	**285,883**
שינוי ביחס לשנה קודמת (%)	*66.5%*	*24.2%*	*20.5%*	*75.3%*	*N.A.*
רווח גולמי	**224,136**	**133,537**	**177,915**	**174,557**	**92,922**
שיעור רווח גולמי (%)	*30.2%*	*29.9%*	*29.5%*	*34.8%*	*32.5%*
רווח תפעולי	**117,308**	**69,303**	**88,241**	**108,692**	**40,552**
שיעור רווח תפעולי (%)	*15.8%*	*15.5%*	*14.6%*	*21.7%*	*14.2%*
רווח נקי	**62,379**	**33,884**	**42,010**	**57,790**	**16,399**
שיעור רווח נקי (%)	*8.4%*	*7.6%*	*7.0%*	*11.5%*	*5.7%*
הון עצמי (כולל זכויות המיעוט)	**529,021**	**283,011**	**291,213**	**239,774**	**162,165**
שיעור הון עצמי למאזן	*39.6%*	*30.6%*	*29.7%*	*33.6%*	*34.7%*
חוב פיננסי	**638,975**	**544,168**	**569,108**	**374,312**	**229,043**
חוב פיננסי ל- CAP	*54.7%*	*65.8%*	*66.2%*	*61.0%*	*58.5%*
חוב פיננסי מנוכה ל-cap מנוכה	*42.6%*	*57.4%*	*58.9%*	*54.9%*	*49.4%*
חוב פיננסי ז"ק	**157,782**	**156,592**	**165,701**	**83,243**	**56,126**
שיעור חוב לז"ק מסך החוב הפיננסי	*24.7%*	*28.8%*	*29.1%*	*22.2%*	*24.5%*
תיק נזיל	**246,032**	**162,487**	**151,228**	**82,477**	**70,636**
תיק נזיל לחוב ז"ק	*155.9%*	*103.8%*	*91.3%*	*99.1%*	*125.9%*
ימי לקוחות	122.3	141.2	146.8	147.7	141.3
ימי מלאי	280.0	304.5	327.2	319.9	309.8
ימי ספקים	70.9	61.9	74.2	64.5	94.6
תזרים פרמננטי (FFO)	**76,958**	**44,096**	**57,182**	**70,386**	**34,063**
חוב פיננסי ל FFO	6.2	9.3	10.0	5.3	6.7
חוב פיננסי מנוכה ל FFO	3.8	6.5	7.3	4.1	4.7
EBITDA	**131,593**	**78,875**	**102,257**	**118,186**	**48,802**
חוב פיננסי ל EBITDA	3.6	5.2	5.6	3.2	4.7
חוב פיננסי מנוכה ל EBITDA	2.2	3.6	4.1	2.5	3.2

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

7.1. הכנסות ורווחיות

- במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2006 המשיכה החברה להציג צמיחה בהכנסותיה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (עלייה של כ- 66%). גידול זה נובע בין היתר מגידול בפעילות האורגנית של החברה בישראל, מעליית מחירי המתכות בעולם, תחילת מימוש ההסכם עם התעשייה האווירית, מאיחוד לראשונה של פעילות Hadco במאזן החברה (כ- 77 מיליון ₪), ומגידול במכירות M.T.S ו- Metal Spot.

להערכת מעלות, בהנחת שמירה על רמת מחירי מתכות הקיימת כיום, צפויה החברה להמשיך ולהגדיל את הכנסותיה עם גידול בסל המוצרים של החברה וגידול אורגני בפעילות הקבוצה בארץ ובחו"ל.

- במהלך התקופה 01-09/2006 הציגה החברה שיעורי רווח גולמי גבוהים במיוחד שמקורם במימושי מלאי במחירים היסטוריים על רקע המשך עליית מחירי המתכות בעולם. להערכת מעלות, מימושים אלו קיזזו במידה מסוימת את השחיקה ברווח הגולמי של החברה הנובע ממהלך עסקיה השוטף כפי שהדבר מושפע בין היתר מהנקודות הבאות:
  - כניסה לשווקים בחו"ל בעלי שיעורי רווחיות גולמית נמוכה ביחס לרווחיות בישראל, במיוחד בארה"ב.
  - הסכם עם התעשייה האווירית.
  - הרחבת סל השירותים של החברה למוצרים חדשים בעלי רווחיות נמוכה יותר.

להערכת מעלות, לאור המגמות הנ"ל שיעורי הרווח הגולמי המייצגים בשנים הקרובות צפויים להיות נמוכים יותר.

- להערכת מעלות, לשינויים העתידיים במחירי המתכות עשויה להיות השפעה מהותית על רווחיותה של החברה. עם זאת, נציין כי, יכולתה של החברה לתמחר את מוצריה הבסיסיים בתקופה של עליות מחירים (מתכות לבנות ופלדה) עפ"י שיעורי רווחיות נדרשת ולא עפ"י רווחיות נדרשת, משקפת את מעמדה העסקי החזק בישראל – ראה גם סעיף 7.3.

7.2. איתנות פיננסית

- להערכת מעלות, במהלך התקופה 01-09/2006 חל שיפור באיתנותה הפיננסית של החברה כפי שהדבר בא לידי ביטוי ביחס חוב פיננסי ל- CAP וזאת לאחר ההרעה שחלה בשנים 2004 ו- 2005. השיפור באיתנות נובעת מהגדלת בסיס ההון העצמי של החברה לאחר השקעתה של פימי ולאחר הצגת רווח "מעל הנורמאלי" במהלך 9 החודשים הראשונים של השנה. להערכת מעלות, שיעור המינוף של החברה הינו טוב מהממוצע ביחס למינוף הקיים בחברות מסחר ותעשייה אחרות המדורגות ע"י מעלות.
- להערכת מעלות, הגידול בחוב האבסולוטי של החברה כ- 410 מיליון ₪ במהלך התקופה 01/2004-09/2006, נובע מגידול בפעילות החברה, עלייה במחיר המתכות ומימון ההון החוזר באמצעות אשראי. להערכת מעלות, התייצבות במחירי המתכות צפויה לתרום לאיתנות הפיננסית של החברה.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

- להערכת מעלות, התייחסות למנוף הפיננסי של החברה בניכוי התיק הנזיל, שכולל בחלקו את הזרמת ההון מפימי, אינה מייצגת באופן מלא את אופי פעילות החברה לאור הציפייה כי החברה תנסה להרחיב את פעילותה בחו"ל, דבר שיחייב את הגדלת המנוף הפיננסי בהתאם לאמור סעיף 5.

  להערכת מעלות, החוב הפיננסי ל- CAP, נטו מייצג הינו כ- 50%.

- להערכת מעלות, היקף החוב הפיננסי לזמן קצר (חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך) ותמהילו מסך החוב הפיננסי הוא סביר לאור התנודתיות במחירי המתכות.

- **מדיניות דיבידנד** – במסגרת השקעתה של פימי בחברה, נכללה מדיניות דיבידנד על פיה יחולק דיבידנד שלא יפחת מ- 5 מיליון $ בהתקיים רווח שנתי מינימאלי של כ- 9 מיליון $ - ראה גם סעיף 6. מדיניות דיבידנד זו מחליפה את הערכת מנכ"ל החברה מפברואר 2004 לפיה לא יחולק דיבידנד בשנה בה הרווח יפחת מ- 10 מיליון ₪.

7.3. נזילות ונגישות למקורות מימון

- **תיק נזיל** – במהלך השנים האחרונות שמרה החברה על תיק מזומנים בהיקף גדול שגדל באופן ניכר עם השקעתה של פימי בחברה, נכון ליום ה- 30/09/2006 הסתכם התיק הנזיל של החברה בכ- 246 מליון ₪, והיווה כ- 156% מסך החוב לזמן קצר.
  לדברי החברה, שמירת התיק בהיקפו הנוכחי מאפשרת גמישות תפעולית גבוהה לרכישת חברות ו/או מלאי במחירים הזדמנותיים ללא תלות במערכת הבנקאית. כמו כן, התיק הנזיל עשוי לכלול בתרחישים מסוימים, בהנחת מימוש מהיר, חלק מהמלאי שהינו רמת המלאי המייצגת הנדרשת מהיקף פעילות החברה.

- **ימי לקוחות** – בעקבות כניסת החברה לפעילות בחו"ל ושינוי בתמהיל הלקוחות, ירדו ימי הלקוחות במהלך השנים האחרונות. יש לציין כי ממוצע ימי הלקוחות בפעילויות בחו"ל בתקופה 01-09/2006 עמדה על כ- 50 ימים בארה"ב ובצ'כיה לעומת כ- 143 ימים בישראל. להערכת מעלות, עם שינוי תמהיל הפעילות של החברה לחו"ל ימי הלקוחות צפויים להמשיך ולקטון.

- **מלאי** – נציין כי בתקופה 01-09/06 חלה ירידה בשיעור המלאי למחזור המכירות מכ- 60% בממוצע בשנים 2003-5 לכ- 54%. להערכת מעלות, יחס זה גבוה בהרבה משיעורי אחזקת המלאי בחברות העוסקות במסחר במתכת בחו"ל (כ- 15% בממוצע בלבד). נציין כי, ימי המלאי כפי שנגזרים ממדיניות המלאי של החברה גבוהים מאוד ביחס למקובל בתעשייה. נציין כי להערכת S&P, יכולת גלגול המלאי בצורה רציפה ומהירה על פני השנה מהווה מדד קריטי בהצלחת חברות בתחום מסחר המתכות.

  כמו כן, נציין כי היחסים הנוגעים למלאי אותם מציגה החברה אינם קיימים גם בחברות הפועלות בשווקים המאופיינים בריכוזיות גבוהה יחסית – ראה סעיף 5.1 לעיל.

- **ערבויות ושעבודים – לא מוטלים על נכסי החברה שעבודים.**

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

7.4. תזרים מזומנים ויחסי כיסוי חוב

- **במהלך השנים האחרונות מציגה החברה תזרים שלילי מפעילות שוטפת.** להערכת מעלות תזרים זה נובע מגידול בהון החוזר של החברה (מלאי ויתרת הלקוחות). להערכת מעלות, התבססות רמת מחירי המתכות במחירים נמוכים צפויים להקטין את ההון החוזר של החברה תוך הצגה של תזרים חיובי מפעילות שוטפת.

להערכת מעלות, המשך הגידול בפעילות החברה ועל רקע התזרים השוטף השלילי ותזרים פנוי נמוך, צפויה החברה להגדיל את תלותה של החברה בשוק ההון/מערכת הבנקאות לצורך מיחזור חובותיה.

- עם זאת, להערכת מעלות, לחברה יחסי כיסוי טובים מהממוצע כפי שהדבר בא לידי ביטוי ביחסים חוב פיננסי ל- FFO של כ- 6.2 שנים ובחוב פיננסי ל- EBITDA של כ- 3.6 שנים בתקופה 01-09/2006. להערכת מעלות, יחסי הכיסוי בניכוי התיק הנזיל נכון ליום ה- 30/09/06 מושפעים מהנפקת המניות לפימי ואינם מייצגים את יחסי הכיסוי העתידיים של החברה.

במסגרת פרופורמה שערכה מעלות וכוללת גידול בפעילות החברה בחו"ל ל- 50% (ללא יצוא לחו"ל) מסך הפעילות וזאת ללא גידול בפעילות המקומית וביצוע רכישות מהותיות כמו גם התייצבות המחירים בשוק המתכות, החוב הפיננסי ל- FFO, נטו יעמוד על כ- 4.3 שנים ואילו החוב הפיננסי ל- EBITDA, נטו יעמוד על כ- 2.7 שנים. נציין כי אין בפרופורמה משום תחזית לשנים הקרובות לתוצאות החברה.

7.5. חשיפה מטבעיות ואחרות

להערכת מעלות החשיפות הקיימות על החברה מתחלקות ל- 2 סוגים:

- **חשיפות במט"ח** – החברה רוכשת את כלל מוצריה במט"ח, כאשר כ- 75% ממכירות החברה מבוצעות לשוק המקומי. היקף האשראי הממוצע לספקים במט"ח ליום ה- 30/09/06 עומד על כ- 134 מיליון ₪. החברה אינה נוקטת בפעולות גידור כלשהן להגנה על חובותיה לספקים בחו"ל, יחד עם זאת, החברה נוקטת במדיניות של הפחתת החשיפה לשינוי בשערי המטבעות הזרים ע"י עדכון המחיר השקלי של מחירי המוצרים במלאי בהתאם לשינויים בשער החליפין של הדולר. להערכת מעלות, בשוק תחרותי לא ניתן להעמיס באופן מלא את השינוי בשערי החליפין על מחיר המכירה ללקוח בפרק זמן קצר.
- **חשיפות בשינוי מחירי המתכות** - במהלך דצמבר 2005 התקשרה החברה בעסקאות עתידיות באלומיניום ונחושת. מטרת עסקאות אלו היתה לקבע רווח שנצבר על חלק מהמלאי, עקב עליות המחירים במוצרי האלומיניום והנחושת. בפברואר סגרה החברה את הפוזיציה בהפסד של כ- 1 מיליון ₪. לדברי החברה, אין היא מתכוונת לבצע עסקאות גידור בעתיד הנראה לעין.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

8. תחזית דירוג (Outlook)

תחזית הדירוג לאגרות החוב שבמחזור – יציבה. תחזית דירוג זו מבטאת את התחזקות מעמדה העסקי של החברה בישראל לצד הסיכון הכרוך בכניסתה לפעילות בחו"ל באסטרטגיה דומה לזו שבישראל. להערכת מעלות, שיפור בתחזית דירוג צפוי לחול עם התייצבות במחירי המתכות בעולם, השלמת תוכנית ההתרחבות של החברה בחו"ל וביסוסה, תוך שמירה על המנוף הפיננסי של החברה כפי שבא לידי ביטוי בחוב הפיננסי ל- CAP, נטו.

מעלות, בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il