



# וילי-פוד השקעות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | דצמבר 2009

1

**מחברים:**

לינה קנטרוביץ

[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

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

**אנשי קשר:**

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

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

## וילי-פוד השקעות בע"מ

<b>A3</b>	<b>דירוג סדרה חדשה</b>
-----------	------------------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב שתנפיק וילי-פוד השקעות בע"מ בסך של עד 70 מיליון ש"ח ערך נקוב. לוח הסילוקין המתוכנן לאג"ח הינו שנתיים גרייס והחזר ב- 5 תשלומים שווים בין השנים 2011 - 2015 (מח"מ 3.52 שנים). אגרות החוב אינן מגובות בביטחונות. החברה מייצרת את תמורת הגיוס להרחבת הפעילות, באמצעות רכישות ומיזוגים של חברות בתחום ייצור ו/או שיווק של מוצרי מזון. עם גיוס האג"ח ועד לביצוע ההשקעות הצהירה החברה כי כספי ההנפקה יושקעו במזומנים, פיקדונות וני"ע. בתוך כך, עד 15% באג"ח בדירוג A3 והיתרה באג"ח בדירוג A2 ומעלה. באשר ליתרת עודפי המזומנים בחברה ובחברות מוחזקות החברה תשמור על מדיניות השקעה מתונה תוך מרכיב מניות שלא יעלה על 25% מסך עודפי הנזילות. השקעות באג"ח קונצרני יכללו אג"ח המדורג בדרגת השקעה.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14/12/2009. 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.*

### פרופיל החברה

וילי-פוד השקעות בע"מ ("החברה" או "ויליפוד"), הינה חברה ציבורית המאגדת תחתיה קבוצת חברות העוסקות בעיקר בייבוא בשיווק ובהפצה של מגוון מוצרי מזון בעיקר בישראל. זרוע הפעילות העיקרית של החברה הינה ג. וילי פוד אינטרנשיונל בע"מ ("וילי-פוד אינטרנשיונל"), המוחזקת על ידי החברה בשיעור של 69.65% והונפקה בנאסד"ק במהלך 1997. בתחילת שנת 2008 נכנסה החברה גם לתחום ייצור המזון עם רכישת השליטה (51%) בסלטי שמיר בע"מ.

מוצרי החברה נחלקים לשני תחומים עיקריים: (1) מזון משומר (כ-32% מסך ההכנסות המאוחדות בחברה) - החברה מייבאת, משווקת ומפיצה כ-200 סוגי מוצרים ביניהם: שימורי טונה, פטריות, לפתנים ואחרים. המוצרים ברובם מיוצרים וממותגים בחו"ל ומיובאים לישראל. (2) מזון לא משומר (כ-68% מסך ההכנסות המאוחדות) - החברה מייבאת, משווקת ומפיצה מאות מוצרים עליהם נמנים: חמאה וגבינות (בעיקר באמצעות חברת Arla הדנית החל מ-2001), פסטות, אורז, שמני מאכל ואחרים. ככלל, תחום המזון הלא משומר מאופיין ברווחיות גבוהה יותר, בעיקר נוכח תרומת קטגוריית החמאה וגבינות המעדנייה. לחברה נתחי שוק בולטים בקטגוריות של שימורי לפתנים, פטריות וטונה וכן בתחום שמני המאכל ועוגיות חמאה דניות. סל המוצרים של החברה מתמקד כיום בתחום המזון, והוא מתעדכן כל העת. החברה נוהגת לשווק את מוצריה ישירות מול המשווקים ובנקודות המכירה. הפצת המוצרים נעשית באמצעות צי כלי רכב עצמאי בעיקר, הכולל הפצה יבשה, מצוננת ומשולבת וכן מרכז לוגיסטי בשטח של 8,600 מ"ר שהקימה באזור התעשייה ביבנה בשנים 2006-2007.

בנוסף לתחומי פעילות אלו, מחזיקה החברה כאמור בשיעור של 51% בהון המניות של סלטי שמיר, העוסקת בייצור, שיווק והפצה בישראל של סלטים מצוננים. מאז הרכישה ועד לאחרונה, נתקלה ויליפוד בקושי להעביר לידיה את השליטה הניהולית בסלטי שמיר, ורק לאחרונה החל תהליך שבו העמיקה וויליפוד את המעורבות הניהולית בה. סלטי שמיר, שפעילותה מאוחדת בדוחות ויליפוד החל משנת 2008 תרמה הכנסות שנתיות בהיקף של כ-70 מיליון ש"ח אך לא תרמה רווח תפעולי, ואף הפסד מסוים בשנת 2008, זאת חרף רווחיות גולמית נאה. ברבעון השלישי של 2009 ניכר שיפור מסוים בפעילותה.

לקוחות החברה כוללים רשתות שיווק, מינימרקטים ולקוחות מוסדיים (בתי מלון, בתי חולים, שירותי הסעדה וכו'). החברה הגבירה בשנה החולפת את המיקוד במכירות לשוק המוסדי, ובפרט בתחום ההסעדה, כצעד אסטרטגי להקטנת התלות בשוק הקמעונאי ותוך ניצול הזדמנויות בשוק שסבל לאחרונה מערעור מעמדם של סוכני הפצה עצמאיים. במחצית ראשונה של 2009 היווה השוק הקמעונאי המאורגן כ-26% מסך המכירות, השוק הפרטי היווה כ-48% והשוק המוסדי כ-10% נוספים. יתר המכירות היו בעיקר בחו"ל.

**ויליפוד, נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ש"ח**

FY 2006	FY 2007	FY 2008	9 2008	9 2009	
191,460	249,693	289,068	218,122	223,704	הכנסות
11,752	6,814	9,440	15,733	20,550	רווח תפעולי
6.1%	2.7%	3.3%	7.2%	9.2%	% רווח תפעולי
28,584	1,895	(847)	3,559	22,831	רווח נקי
13,618	9,347	13,687	15,399	20,114	תזרים מפעולות, FFO
319,450	337,687	339,179	335,182	324,357	סך נכסים במאזן
204,132	189,300	151,614	151,512	159,581	יתרות נדלונות
69,493	78,311	65,962	66,862	48,267	חוב פיננסי
216,731	219,070	203,520	209,174	207,507	הון עצמי
67.8%	64.9%	60.0%	62.4%	64.0%	הון למאזן
24.3%	26.4%	24.5%	24.2%	18.9%	חוב פיננסי ל-Cap

החברה הונפקה בבורסה בת"א במהלך 1993. ב-1994 הפכו האחים ויליגר לבעלי השליטה בחברה. בעלי המניות העיקריים הינם האחים צבי ויליגר (כ-33%) ויוסי ויליגר (כ-21%), מנורה אחזקות (כ-18%) וציבור המחזיק בכ-20% מהון המניות. מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה עומדת על שיעור חלוקה של לפחות 33% מרווחיה השנתיים לאחר מס, כאשר סכום החלוקה יהיה בהתחשב בכך שההון העצמי של החברה לא יפחת מ-55% מסך המאזן לאחר חלוקת הדיבידנד. לקבוצה יתרת מזומנים משמעותית ליום 30/9/2009 שנבעה מפעילותה השוטפת ומגיוסי אג"ח והון שביצעה בעבר. עיקר יתרות המזומנים מצויות כיום בחברה הבת ג. ויליפוד. לחברת הבת אין מדיניות דיבידנד מוצהרת והיא חילקה דיבידנד אחרון בתחילת 2006. בנובמבר 2009 הגישה ג. ויליפוד טיוטת תשקיף לרשות ני"ע בארה"ב להנפקת מניות רגילות בהיקף של עד 20 מיליון דולר.

בתאריך 10/12/2009 ביצעה החברה הקצאת מניות פרטית עבור מנורה אחזקות המהווה כ-21.7% מהון המניות המונפק (לאחר ההקצאה - 17.8%) בתמורה כוללת של כ-35 מיליון ₪.

אסטרטגיית הצמיחה של הקבוצה במהלך השנתיים האחרונות התבססה על מיזוגים ורכישות של חברות קטנות בתחום המזון בארץ ובחול"ל. עד כה לא תרמו הרכישות לרווחיות החברה וחלקן נמכרו בחודשים האחרונים. החברה בוחנת כיום השקעה אסטרטגית בחברות בתחום המזון בישראל, לרבות יצרניות מזון, בעלות היקף פעילות משמעותית. ההשקעה נועדה להרחיב את היקף הפעילות של הקבוצה תוך הגברת היעילות של מערך ההפצה והלוגיסטיקה הקיים בחברה היום. כחלק מלקחי העבר, בוחנת החברה כעת ביצוע השקעות שיקנו לה שליטה מלאה בבעלות ובניהול, וכן השקעות בחברות גדולות יותר מבעבר.

## שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה מעמד בולט בקרב יבואני המזון, עם ניסיון ויכולות מוכחות בתחום הסחר והפיתוח של סל מוצרים מגוון. יחד עם זאת, היקף פעילותה הינו נמוך ביחס לענף המזון בישראל והיא אינה נהנית מיתרונות לגודל, באופן המשפיע לשלילה על רווחיותה בהשוואה ליצרניות המזון הדומיננטיות וליבואנים הגדולים; אף כי הביקושים בענף המזון הינם יציבים יחסית לאורך זמן, החברה חשופה לסיכונים ענף הסחר, ובעיקר תנודתיות במחירי הגלם והמטבעות. התממשות סיכונים אלו השפיעה לרעה על תוצאותיה במהלך 2008; ענף הסחר במזון הינו תחרותי מאוד, הן מול היבואנים והן מול רשתות השיווק; אופי פעילות החברה מציב לה פוטנציאל טוב לצמיחה באמצעות שיווק והפצה של מותגים פרטיים. החברה החלה לחדור לתחום והיא פועלת מול רשתות מובילות; לחברה לקוחות גדולים ומבוססים בפיזור רחב יחסית; חרף הגיוון הרחב של סל המוצרים, תחום מוצרי החלב תרם לחברה חלק ניכר מהרווח התפעולי בשנים האחרונות; לחברה מיצוב פיננסי טוב יחסית, הנתמך במינוף נמוך, יחסי כיסוי סבירים ונזילות טובה. עם זאת, בשנתיים האחרונות רשמה החברה תוצאות חלשות יחסית, בחלקו על רקע מיזוגים ורכישות שכשלו ותנאי סחר תנודתיים. החברה הציגה שיפור משמעותי בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009 על רקע מכירת חלק מההשקעות ושיפור תנאי הסחר; היעדרן של תוכניות השקעה ספציפיות היווה גורם שלילי בדירוג.

## חוזקות

### מעמד בולט בתחום יבוא המזון לישראל וסל מוצרים רחב

לחברה ניסיון ויכולות בתחום הסחר במזון, הנשענים על קשרים עסקיים ארוכי טווח עם יצרני מזון בעולם ויכולת מוכחת בפיתוח וניהול סל מוצרים רחב תוך התאמתו לטעמי השוק המקומי. לחברה סל מוצרים רחב, מגוון ודינמי המשתנה בהתאם לטעמי השוק והזדמנויות עסקיות שמאותרת החברה. סל מוצרים רחב מאפשר לשמור על צמיחה בהכנסות ולאזן את השפעת העונתיות בין קבוצות המוצרים השונות במהלך השנה. סל מוצרים רחב הינו אטרקטיבי עבור הלקוח מכיוון שמאפשר לו לרכוש מספר רב של מוצרים במקום אחד. החברה הינה משווקת בלעדית בישראל של קונצרן ARLA העולמי הנחשב ליצרנית מוצרי החלב מהגדולות בעולם. יכולות הסחר של החברה הקנו לה דריסת רגל בתחום היבוא וההפצה של מותגים פרטיים עבור רשתות מובילות. החברה חותרת להגדלת פעילותה בתחום המותגים הפרטיים.

### ענף המזון בישראל מאופיין בסיכון עסקי נמוך יחסית הנובע מרמת ביקושים יציבה

הביקוש למוצרי המזון הינו יציב לאורך זמן. ענף המזון מאופיין בשיעורי צמיחה מתונים. מנועי הצמיחה של הענף מבוססים על חדשנות שיווקית בעיקר בתחום הבריאות. במהלך השנים האחרונות הנתונים מצביעים על גידול מתמשך בהוצאה הממוצעת של המשפחה על רכיב המזון על פני העשור האחרון עם דגש על מזון בריא ואורגני. חוזקות הענף מתקזזות בחלקן בסיכונים הכוללים רגישות גבוהה למחיר ותחרות חריפה בין היבואנים, יצרני המזון וקמעונאיות המזון. תחום קמעונאות המזון עבר מספר תמורות בשנים האחרונות, הכוללות הגברת הריכוזיות, התפתחותן של רשתות פרטיות והגברת החדירה של רשתות מוזלות - כל אלו יש בהם להגביר את התחרות.

### פיזור רחב של לקוחות

לחברה מאות לקוחות, בהם מספר לקוחות גדולים. הלקוחות העיקריים של החברה הינן שתי רשתות השיווק הגדולות בארץ המהוות יחדיו כ-20% ממכירות הקבוצה. משרד הביטחון מהווה אף הוא לקוח משמעותי. החשיפה של החברה לשתי רשתות השיווק הגדולות נמוכה יחסית לחברות מזון אחרות בישראל. להערכת מידרוג, לחברה פיזור רחב המקטין את הפגיעה בתוצאות במקרה של אובדן לקוח. יש לציין כי החברה אינה רוכשת ביטוח אשראי ללקוחות.

### **איתנות פיננסית טובה ונזילות גבוהה**

ערב גיוס נוסף לחברה חוב פיננסי נמוך יחסי ועודף יתרות נזילות על חוב. לחברה איתנות גבוהה המתבטאת ביחס הון עצמי למאזן של כ-64% ליום 30/9/2009 וביחס חוב לקאפ בשיעור של כ-19% (היחסים הינם לפני גיוס הון ממנורה החזקות). בהנחת גיוס הון המניות כאמור וגיוס אג"ח בסך של 70 מיליון ש"ח, יחס ההון העצמי למאזן צפוי לרדת לשיעור של כ-56% ויחס החוב לקאפ לעלות לשיעור של כ-33%. לחברה רמת נזילות גבוהה הנגזרת מיתרות מזומנים שצברה לאורך שנים, בעיקר מפעילות שוטפת.

בקביעת הדירוג נלקח בחשבון כי תוספת גיוס האג"ח תגדיל במידה משמעותית את היקף החוב הפיננסי בהשוואה לקיים. באשר ליתרות הנזילות הקיימות, בהיעדר תחזית ספציפית, הערכת מידרוג היא כי לאורך זמן החברה תשתמש בחלק מהיתרות לביצוע השקעות. יחד עם זאת, לאורך השנים החברה נהגה לשמור על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, ובמידרוג מצפים כי היא תוסיף לנהוג כך.

במידרוג מצפים כי החברה תעמוד לאורך הזמן על יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA של 3.5 שנים, וזאת החל משנה ממועד הגיוס. לצורך בחינת יחס הכיסוי מידרוג אינה מתחשבת ביתרות המזומנים הגבוהות בחברה (כיום ולאחר גיוס החוב והנפקת הון למנורה החזקות), זאת מכיוון שעל פי תוכניות החברה, יתרות המזומנים מיועדות בחלקן הגדול להשקעות חדשות. במהלך הזמן, לאחר ביצוע ההשקעות, תשקול מידרוג להתחשב ביתרות מזומנים פרמנטיות בחברה, כתלות במדיניות ההשקעות בחברה.

### **סיכונים עסקיים ופיננסיים**

#### **תחרות גוברת מצד רשתות השיווק**

התחרות בתחום המזון הולכת וגדלה במהלך השנים האחרונות לאור ההתחזקות של רשתות השיווק וצמיחתה של תחרות מחירים חזקה בין הרשתות על רקע החדירה המאסיבית של רשתות ה-HD (Hard Discount). התגברות התחרות הינה גם תוצאה של כניסה של אותן הרשתות לתחרות ישירה מול יצרניות המזון דרך "המותג הפרטי". למרות שעדיין לא מדובר בנתח שוק גדול, אך יותר ויותר לקוחות נחשפים למוצרים הנ"ל וייתכן והתחרות בתחום רק תלך ותגדל. במרבית קטגוריות הפעילות לחברה אין יתרון יחסי מובנה מול רשתות המזון המקנה לחברה מעמד תחרותי בולט. לצד זאת, יש לציין דווקא שמעמדה של וילי פוד כחברת סחר תומך בהשתלבותה במגמת המותג הפרטי לעומת יצרניות מזון ממותגות.

#### **סיכונים אינהרנטיים של חברת סחר**

החברה חשופה לסיכונים המאפיינים את חברות הסחר - תנודתיות במחירי הגלם, חשיפה לשינויים במט"ח ותנודתיות בצורכי הון החוזר בהתאם לנפח הפעילות. יש לציין כי מכירות החברה נעשות על פי רוב לפי הזמנות שבועיות של רשתות השיווק על בסיס מחירים הנקבעים לכל עסקה ועסקה. במכירות המותג הפרטי (המהוות להערכתנו כ-5-7% מסך מכירות החברה) ההזמנות נעשות בהסכמים ארוכי טווח. במקרים אלו גדלה החשיפה לשינויים בתנאי הסחר שיש בהם להשפיע על רווחיות העסקאות.

החברה רוכשת את רוב מוצריה בחו"ל בעיקר בדולר כאשר המכירות ברובן הינן בש"ח. לחברה מדיניות לגדר את החשיפה לשערי המט"ח בעסקאות אקדמה לתקופה של עד 3 חודשים. בתנאי שוק מסוימים נעשות עסקאות ארוכות.

#### **תלות באנשי מפתח**

מאז הקמתה, החברה מנוהלת על-ידי האחים ויליגר יוסי וצבי להם ידע וניסיון רב שנים בתחום הסחר. הפסקת עבודתם בחברה עלולה להשפיע לשלילה על תוצאותיה העסקיות והמשך פעילותה.

### **רווחיות החברה מרוכזת במוצרים מבוססי חלב**

החברה הינה היבואן הבלעדי בארץ של חברת Arla הדנית אשר מתמחה בייצור חלב ומוצרי חלב. תוקף החוזה שהוארך לאחרונה הינו עד לשנת 2015. מכירות מוצרים מבוססי חלב מהוות כ-19% ממכירות החברה, אולם הן בעלות תרומה מכרעת לרווחיות, ולהערכת מידרוג הינו כ-60% מהרווח התפעולי של החברה בשנת 2008. נוכח הריכוזיות הגדולה, אובדן של חוזה הבלעדיות עלול להשפיע בצורה מהותית על התוצאות העסקיות של החברה בעתיד.

### **חסרונות לגדל אינם מאפשרים ניצול מלא של פעילות הלוגיסטיקה**

במהלך 2006-2007 החברה הקימה מרלוג בעלות של כ-42 מיליון ₪ המשתרע על פני 8600 מ"ר. המרלוג תוכנן ונבנה לכושר ייצור גבוה מזה המנוצל כיום. להערכת מידרוג, העלויות קבועות הנובעות בין השאר ממערך הלוגיסטיקה וההפצה של החברה מהוות משקולת על רווחיותה בהיקף הפעילות הנוכחי. החברה בוחנת בין השאר השקעות במטרה להשיא את ניצול תשתיות ההפצה שבבעלותה.

### **תנדויות בתוצאות העסקיות**

בשנים האחרונות הרווחיות של הקבוצה הציגה תנדויות גבוהה, חרף גידול מתמשך בהיקף הפעילות. התנדויות נבעה ממספר גורמים, ובעיקר, מחירי סחורות, שערי חליפין והשלכות של מיזוגים ורכישות שביצעה החברה. חלק מהגורמים הינם אינהרנטיים לענף בו היא פועלת וחלקם נובעים מתהליך הפיתוח העסקי של החברה.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 ניכר שיפור חד ברווח וברווחיות התפעוליים ביחס לתקופה המקבילה וביחס לשנת 2008 כולה. השיפור נובע מהתייצבות מחירי הסחורות, משיפור בתנאי הסחר וממכירת פעילויות הפסדיות. השיפור ברווחיות ניכר גם בשיפור יחסי הכיסוי. יחס החוב הפיננסי ברוטו ל-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30/9/2009 עמד על 2.5 שנים לעומת יחס של 4.7 שנים לשנת 2008. יחס החוב הפיננסי ברוטו ל-FFO עמד על 2.8 שנים לעומת 5.3 שנים, בהתאמה.

מייד עם גיוס האג"ח צפויים יחסי הכיסוי לעלות במידה משמעותית על רקע הגידול בחוב. יחד עם זאת, במידרוג מצפים כי החברה תציג תוך שנה ממועד הגיוס יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA שלא יעלה על 3.5. תחזית זו מניחה כי החברה תוסיף להציג שיפור ברווחיות התפעולית בהשוואה לשנים האחרונות, וזאת בנוסף לתוספת התזרים שתנבע מההשקעות החדשות.

### **ניתוח פיננסי**

#### **תוצאות החברה הושפעו מירידה בביקושים על רקע המשבר, תנדויות גבוהה במחירי הסחורות ושינויים במבנה הארגוני**

הגידול במכירות בשנים 2007-2008 נבע מאיחוד של חברות שנרכשו במהלך אותן שנים, ובעיקר סלטי שמיר (שאוחדה לראשונה בתחילת שנת 2008) וחברות לייש וברון בארה"ב והחברה הדנית. בנוסף, מכירות החברה במהלך השנים הושפעו מגידול המכירות לרשתות הפרטיות. המכירות במהלך 9 החודשים הראשונים של 2009 הושפעו מירידה בביקושים על הרקע המשבר הכלכלי וממכירת חברות שנרכשו במהלך השנתיים האחרונות.

הרווחיות הגולמית רשמה ירידה חדה בשנת 2007 לעומת השנים הקודמות כתוצאה מעלייה עולמית בעלויות חומרי הגלם בכלל, ובשוק החלב בפרט. כמו כן הירידה נבעה מהפחתה חד פעמית של מלאי בחברת לייש. הרווחיות הגולמית במהלך 2008 נפגעה מפיחות של השקל אל מול הדולר (מטבע יבוא עיקרי) והפרשה לחוזה מכביד בשל ירידת מחירי סחורות, לגביהן היה לחברה חוזה מחייב מול ספק. מגמות אלו קיזזו את ההשפעה החיובית מאיחוד לראשונה של סלטי שמיר, המאופיינת ברווחיות גולמית גבוהה מזו של החברה.

הרווחיות התפעולית במהלך 2008 נפגעה נוכח תחילת האיחוד של סלטי שמיר בדוחות החברה שתרמה באופן משמעותי להכנסות אך לא תרמה כלל לרווח התפעולי. בנוסף הרווחיות התפעולית בשנת 2008 סבלה מירידה משמעותית לאור הוצאות תפעוליות גבוהות של החברות הנרכשות ועלייה בהוצאות הפחת נוכח תחילת הפחתת מרלוג חדש.

ב-9 חודשים ראשונים של 2009 הרווחיות הגולמית השתפרה לאור התייצבות במחירי הסחורות ושינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר לטובת החברה. יש לציין כי במחצית הראשונה של 2009 עדיין נכללו תוצאותיהן של שתי חברות שגרמו להפסדים ונמכרו במהלך הרבעון השלישי של השנה. ב-9 חודשים ראשונים של 2009 הרווחיות התפעולית הושפעה לטובה מהשיפור ברווח הגולמי, ממכירת פעילויות וממחלקי התייעלות שהורידו בצורה משמעותית את הוצאות מכירה ושיווק של החברה.

**ייליפוד (מאוחד), תמצית רווח והפסד יחסי רווחיות, באלפי ש"ח ובאחוזים**

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	9 2008	9 2009	
166,282	191,460	249,693	289,068	218,122	223,704	הכנסות
38,846	48,287	51,043	60,295	55,139	59,722	רווח גולמי
9,272	12,959	12,254	13,852	18,894	24,001	EBITDA
7,922	11,752	6,814	9,440	15,733	20,550	רווח תפעולי
11,838	28,584	1,895	(847)	3,559	22,831	רווח נקי
	15.1%	30.4%	15.8%		2.6%	שינוי במכירות % ביחס לתקופה המקבילה
23.4%	25.2%	20.4%	20.9%	25.3%	26.7%	רווח גולמי %
4.8%	6.1%	2.7%	3.3%	7.2%	9.2%	רווח תפעולי %
4.8%	6.1%	2.7%	3.2%	7.3%	11.8%	רווח תפעולי בניטרול שמיר %
5.6%	6.8%	4.9%	4.8%	8.7%	10.7%	% EBITDA
7.1%	14.9%	0.8%	(0.3%)	1.6%	10.2%	רווח נקי %

**התזרים מפעילות הושפע משיפור בתוצאות העסקיות ומהמשך ירידה בצרכי הון חוזר**

החברה המשיכה להציג תזרים חיובי מפעולות (FFO) נוכח שיפור בתוצאות העסקיות ב-9 חודשים ראשונים של 2009. על רקע ירידה בסעיף המלאי ניכר שיפור בתזרים מפעילות שוטפת. המקורות מפעילות במחצית הראשונה של השנה שימשו את החברה לפירעון אגרות החוב. פעילות החברה ממומנת מעודפי התזרים השוטף ומקופת המזומנים.

**ייליפוד (מאוחד), נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, באלפי ש"ח**

2005	2006	2007	2008	9 2008	9 2009	
9,272	12,959	12,254	13,852	18,894	24,001	EBITDA
9,209	13,618	9,347	13,687	15,399	20,114	(תזמ"ז פרמננטי) FFO
(14,448)	11,826	(2,653)	3,793	(3,167)	2,848	ירידה (עלייה) בהון חוזר
(5,239)	25,444	6,694	17,480	12,232	22,962	(תזמ"ז מפעילות שוטפת) CFO
(4,000)	(4,500)	(9,409)	0	0	0	דיבידנד לפי תזמ"ז
(14,889)	(22,971)	(11,259)	(3,109)	(2,165)	(1,423)	השקעה ברוש קבוע
(24,128)	(2,027)	(13,974)	14,371	10,067	21,539	תזרים חופשי FCF

\* החברה הכריזה על חלוקת דיבידנד בהיקף של 10 מיליון ₪ לאחר תאריך המאזן

**רמת נזילות גבוהה יחד עם צרכי חוב נמוכים מעידים על גמישות פיננסית טובה**

נכון ל-30/9/2009 בקבוצה יתרות נזילות בסכום של כ-160 מיליון ש"ח המיועדות להשקעות עתידיות. מכך, כ-52 מיליון ש"ח מצויים בחברה והיתר בחברה הבת ג. וייליפוד. מרבית התיק הנזיל ליום 30/9/2009 מורכב ממזומנים ושוי מזומנים (כ-144 מיליון ש"ח) והיתרה (כ-15 מיליון ש"ח) מצויה בתיק ני"ע הכולל בעיקר מניות בארץ ובח"ל ואג"ח קוצרני בדירוג השקעה. עד ספטמבר 2008 תיק ני"ע בקבוצה היה בהיקף משמעותי יותר של 100-80 מיליון ש"ח. החוב הפיננסי כולל בעיקר אג"ח בחברה בסך של כ-33 מיליון ש"ח העומד לפירעון במהלך השנתיים הקרובות, והיתרה אשראי לז"ק בסלטי שמיר. לקבוצה קיימות מסגרות אשראי על סך של 155 מיליון ש"ח, רובן חתומות, ולא מנוצלות. יחסי ההון החוזר של החברה יציבים יחסית וסבירים ביחס לגודלה בענף.

**ויליפוד, תמצית מאזן ויחסים מאזניים, באלפי ש"ח ובאחוזים**

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2009	
319,450	337,687	339,179	324,357	סך נכסים במאזן
204,132	189,300	151,614	159,581	סה"כ נכסים פיננסיים נזילים
69,493	78,311	65,962	48,267	חוב פיננסי
216,731	219,070	203,520	207,507	הון עצמי
8.4	4.4	2.7	2.7	יחס שוטף
92	93	101	88	ימי אשראי לקוחות
52	63	86	76	ימי אשראי ספקים
24.5%	24.2%	20.9%	19.7%	הון חוזר תפעולי / הכנסות
24.3%	26.4%	24.5%	18.9%	חוב פיננסי ל-Cap
67.8%	64.9%	60.0%	64.0%	הון עצמי למאזן

**החולשה העסקית בשנים האחרונות האטה את יחסי הכיסוי ששופרו מאוד במהלך 2009**

**ויליפוד, יחסי כיסוי עיקריים**

2006	2007	2008	9 2009	
5.4	6.4	4.8	2.5	חוב פיננסי ל-EBITDA
5.1	8.4	4.8	2.6	חוב פיננסי ל-FFO
2.7	11.7	3.8	1.7	חוב פיננסי ל-CFO
1.9	3.3	3.9	2.3	חוב פיננסי ל-EBITDA-CapEx
neg	neg	4.6	1.9	חוב פיננסי ל-FCF

\* יחסי הכיסוי לתשעה חודשים של שנת 2009 חושבו על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים.



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול ניכר בהיקפי הפעילות המלווה בשיפור יחסי הרווחיות לאורך זמן ושמירה על רמת מינוף נמוכה
- ### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:
- ירידה ביחס הון עצמי למאזן מתחת ל-55%
  - אי שמירה לאורך זמן על יחס כיסוי חוב פינגסי ברוטו ל-EBITDA של עד 3.5 שנים, וזאת החל משנה ממועד גיוס האג"ח. בדיקת עמידת החברה ביחס תיקח בחשבון פערי עיתוי הנובעים מרכישת פעילות חדשה, אם ידרש. בנוסף, לאחר ביצוע ההשקעות החדשות, תשקול מידרוג להתחשב לצורך בחינת יחס הכיסוי ביתרות מזומנים שיהיו אז בקופת החברה, ככל שיהיו, תוך בחינת אופי ההשקעות החדשות ואסטרטגיית החברה באשר ליתרות המזומנים
  - ביצוע השקעות חדשות שיגדילו את רמת הסיכון של החברה
  - ביטול הסכם בלעדיות עם ספק מהותי
  - ירידה בהחזקה בג. וויליפוד אל מתחת לשיעור של 51% ו/או היחלשות השליטה בחברה הבת

## דוחות מתודולוגיים:

מתודולוגיה - [תעשיית המזון בישראל - דוח מיוחד](#), ספטמבר 2009.  
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

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

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

**סולם דירוג התחייבויות**

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

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

דו"ח מספר: CIW0105120970M

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") 2009.

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

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

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

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

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