



גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

מעקב | אפריל 2011

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
Guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

דירוג סדרות	Ba1	אופק שלילי
-------------	-----	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה י'), שהנפיקה גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ ("גדות" או "החברה"),

מ-Baa3 ל-Ba1 באופק שלילי.

הדירוג ניתן לאגרות חוב שהנפיקה החברה כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית נקובה	יתרת ערך נקוב (מיליוני ₪)	יתרה בספרים ליום 31/12/2010 *	שנות פירעון האג"ח
י'	1107796	11/2007	5.10%	178.0	194.1	2011-2014

* תורגם מדולר לש"ח לפי שער ליום 31/12/2010.

הורדת הדירוג והצבת אופק הדירוג השלילי הינם נוכח הרעה במצבה העסקי של החברה בחודשים האחרונים אשר הובילו את החברה לעדכן לאחרונה כלפי מטה, במידה חדה, את תחזית הרווח והתזרים לשנת 2011. הגורמים להרעה הינם שילוב של נסיקת מחירי הסוכר בשוק העולמי ומחיר הקאסבה, אי-התאוששות הביקושים לפרוקטוזה וקושי שיווקי ותפעולי של החברה להביא את המפעל החדש בסין לייצור בתפוקה מלאה. יש לציין, בשנת 2010 ניכרה עלייה בביקושים העולמיים לחומצות לימון, אך עדיין קיים עודף כושר ייצור. מידרוג מעריכה כי שילוב הגורמים לעיל יוביל את החברה לגרעון שוטף גם בשנת 2011, באופן המחליש מאוד את נזילותה, מעבר לצפוי.

החברה פועלת על מנת לגייס מקורות מימון המשלבים הנפקת זכויות לבעלי המניות המתוכננת בקרוב, מחזור חוב בנקאי וקבלת אשראי חוץ בנקאי. להערכת מידרוג, קיימת אי וודאות לגבי מבנה מקורות המימון לשנת 2011. בתוך כך, בעלי השליטה בחברה הודיעו לחברה כי במידה שיחסרו לה מקורות כספיים לעמידה בהתחייבויותיה, הם יפעלו לסייע לחברה בהעמדת מקורות מימון (לרבות בדרך של הנפקת זכויות), בהיקף שלא יעלה על 20 מיליון דולר (מכך 2 מיליון דולר נוצלו מתוך חלקה של בז"ן במסגרת הנפקת הזכויות בחודש אפריל 2010). הודעה זו של בעלי החברה היוותה בעבר ועדיין מהווה גורם מחזק בשיקולי הדירוג.

החברה סיימה את שנת 2010 עם הפסד בסך של 17 מיליון דולר בהשוואה לרווח של 6.7 מיליון דולר בשנת 2009. הפסד השנתי מורכב מהפסד תפעולי בסך של כ-7.5 מיליון דולר והוצאות מימון נטו בסך של כ-10.4 מיליון דולר. מרבית הפסד התפעולי בשנת 2010 נבע מעלויות קבועות של המפעל בסין, ללא היקף ייצור משמעותי ושחיקת המרווחים של מוצרי החברה המיוצרים בישראל, כתוצאה מעלייה דרמטית במחירי הסוכר (חומר הגלם העיקרי בייצור בארץ) וכן ירידה במחירי המכירה של חלק ממוצריה, כפועל יוצא של קיטון בביקושים העולמיים.

החברה העריכה מחדש את הגירעון התזרימי לשנת 2011 בהיקף של כ-14 מיליון דולר (כולל הוצאות מימון, הון חוזר והשקעות ולפני שירות קרן החוב לפי לוח הסילוקין) לעומת גירעון של כ-4 מיליון דולר, שהיה צפוי קודם לכן (כפי שפורסם בדוחות ליום 30/9/2010)¹. ההנמכה החדה בתחזית לשנת 2011 הינה בעיקר נוכח צפי לשחיקה במרווחים בהשוואה לתחזית הקודמת, הן בפעילות בישראל והן בפעילות שהחלה בסין בשנה החולפת. בישראל צופה החברה שחיקה במרווחים כתוצאה מעלייה חדה במחירי הסוכר במהלך הרבעון הרביעי של 2010 ותחילת 2011. בסין צופה החברה צמצום מרווח בשנה הקרובה על רקע התייקרות הקאסבה, אשר מחירו האמיר בשנת 2010, בעקבות קיטון ביבולים. במקביל, רמת הביקושים העולמית לפרוקטוזה אינה מתאוששת בקצב שנצפה בעבר. החברה מעריכה כי ניצולת הייצור במפעל החדש בסין תעמוד על כ-50% מכושר הייצור המלא בשנת 2011 ובשנת 2012 תעלה לכ-90%.

¹ יש לציין כי התחזית העדכנית של החברה לשנת 2011 לוקחת בחשבון תזרים מניכין לקוחות בסך של כ-8 מיליון דולר אשר לא נלקח בחשבון בתחזית הקודמת. בנוסף לסכומים לעיל, בשנת 2011 תידרש החברה לממן כ-3.3 מיליון דולר בגין מימוש אופציה לרכישת מלוא השליטה בחברה הבת פארמליין.

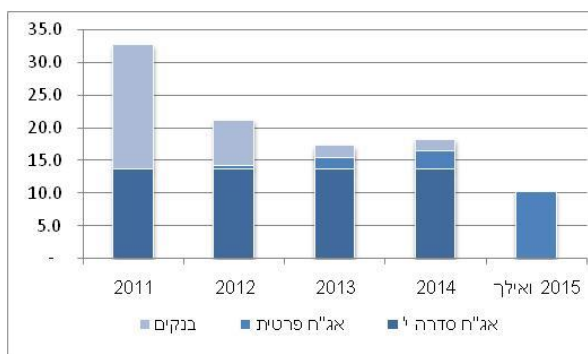
גדות תעשיות ביוכימיה (מאוחד): נתונים עיקריים, במיליוני \$ -

2007	2008	2009	2010	
105.0	149.9	139.2	138.6	הכנסות
21.7	23.9	31.2	16.9	רווח גולמי
5.9	1.6	10.8	(7.5)	רווח (הפסד) תפעולי
1.5	(4.1)	6.7	(17.0)	רווח נקי
9.6	5.8	15.5	0.0	EBITDA
77.5	100.6	112.3	137.8	חוב פיננסי
35.1	17.2	8.6	4.4	מזומנים ואמצעים נזילים
59.5	59.8	65.2	53.6	הון עצמי
35.8%	30.0%	29.4%	23.7%	הון עצמי לסך מאזן
67.0	104.5	134.5	134.6	רכוש קבוע
(5.1)	(38.7)	(29.0)	(12.5)	Capex
8.4	4.0	14.4	(6.7)	FFO
2.2	(0.2)	17.4	(13.4)	CFO
8.0	17.3	7.2	neg	חוב פיננסי ל- EBITDA
9.3	25.0	7.8	neg	חוב פיננסי ל- FFO

גדות תעשיות ביוכימיה (מאוחד): פילוח הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרים, מיליוני \$ -

2007	2008	2009	2010	
				הכנסות:
32.7	36.3	43.6	38.0	חומצת לימון ומלחים בישראל
0	0	0	3.9	חומצת לימון סין
56.9	68.1	60.0	58.8	פרוקטוזה
15.3	45.5	35.6	37.9	רכיבים לתוספי תזונה
				רווח תפעולי:
(3.5)	2.0	7.7	1.8	חומצת לימון ומלחים בישראל
0	(0.5)	(1.1)	(7.4)	חומצת לימון סין
12.0	2.1	5.5	(2.9)	פרוקטוזה
(0.4)	0.2	0.4	2.6	רכיבים לתוספי תזונה

לוח סילוקין ליום 31/12/2010, מיליוני \$: *



* לוח הסילוקין המוצג לעיל הינו בהתאם למועדי הפירעונות הידועים לתאריך הדוח השנתי ולפני פריסה מתוכננת של החוב הבנקאי. בנוסף, לוח הסילוקין אינו כולל אשראי זמן קצר בסך של כ- 37 מיליון \$.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית
- שיפור ניכר מתמשך בפעילות העסקית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

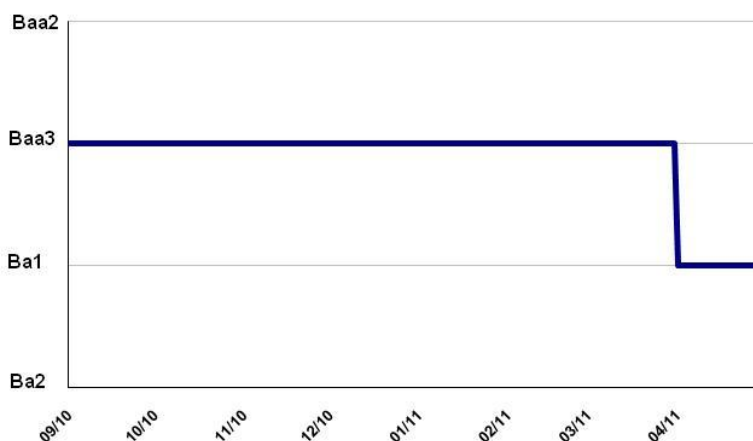
- הידרדרות נוספת בנזילות לרבות אי הצגת מקורות מוכחים לשירות החוב בחודשים הקרובים
- אי שיפור של ממש ברווחיות של פעילות החברה בטווח של 12-18 חודשים לרבות שיפור משמעותי בניצולת כושר הייצור במפעל בסין

אודות החברה

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ עוסקת בייצור כימיקלים ותוספי מזון לתעשיית המזון, הפרמצבטיקה והדטרגנטים. לחברה ארבעה תחומי פעילות עיקריים: תחום הפרוקטוזה (42% מהמכירות בשנת 2010), תחום חומצת לימון ומלחים בישראל (27%), חומצת לימון סין (3%) ותחום רכיבים לתוספים תזונתיים (27%). מכירות החברה הן לייצוא, כמחצית מכך לארה"ב וכמחצית למערב אירופה. החברה פועלת במתכונת גלובלית באמצעות מפעלה במפרץ חיפה ומספר חברות בנות, שהעיקריות ביניהן הן Jiangsu Gadot Noubel Biochemical Industries (גדות סין) ו- Pharmline Inc. בארה"ב. גדות סין החלה בייצור סדיר של חומצות לימון במחצית הראשונה של שנת 2010, וצפויה להגיע לתפוקה מלאה בשנת 2012. החברה מצויה בשליטה של קבוצת דלק (64%) ובז"ן (23%), כאשר יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור.

4

היסטוריית הדירוג



התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוט 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 שיפוט 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 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: CFG070411000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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 נכונות, שלמות, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי's (Moody's) (להלן: "מודי's"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי's, 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.