



גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

מעקב | אפריל 2012

1

מחברת:

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

אנשי קשר:

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

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

דירוג סדרות	Ba3	אופק שלילי
-------------	-----	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה י'), שהנפיקה גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ ("גדות" או "החברה"), מ-Ba1 ל-Ba3 תוך הותרת הדירוג באופק שלילי.

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/12/2011 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
י'	1107796	11/2007	5.10%	מדד	150	2012-2014

* תורגם מדולר לש"ח לפי שער ליום 31/12/2011.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג בשתי דרגות הינה נוכח הרעה במצבה העסקי והפיננסי של החברה במהלך הרבעונים האחרונים, כפי שקיבלה ביטוי בהפסד השוטף ובמחיקות של השקעות ברכוש קבוע תוך כדי צמצום פעילות החברה בסין. הדירוג מביא בחשבון את התמיכה שקיבלה החברה מבעלת השליטה, שמהווה מקור עיקרי בשירות החוב בשנתיים הקרובות. אנו מעריכים כי אלמלא התמיכה של בעלת השליטה בחברה היה הדירוג נמוך במידה משמעותית. יחד עם זאת, גם בהינתן מכתב התמיכה, הדירוג מגלם את חששותינו מפני מצב שבו מממנים של החברה עלולים להעמיד את חובם לפירעון מיידי, תסריט שאנו לא מעריכים כבעל סבירות גבוהה בטווח הזמן הקרוב. לצורך קביעת הדירוג הנוכחי יישמנו מתודולוגיית JDA (Joint Default Analysis) אשר אומדת על בסיס סטטיסטי את הדירוג של החברה בהינתן תמיכה חיצונית (ובמקרה זה כאמור תמיכת בעלת השליטה), וזאת בהינתן הדירוג של התומכת, הדירוג העצמאי של הנתמכת וכן בהינתן הערכתנו לגבי מידת התמיכה החיצונית ביחס להיקף ההתחייבויות. מידרוג לא העריכה תמיכה מלאה ובלתי מסויגת.

פירוט השיקולים לדירוג

הרעה משמעותית בפעילות בסין ובישראל הובילה למחיקת ענק

במהלך שנת 2011 העמידה החברה את הפסדיה השוטפים בפעילותה בישראל ובסין בהשוואה לשנת 2010. מגמה זו נמשכה גם ברבעון הרביעי של שנת 2011. ככלל, ההרעה בתוצאות הפעילות נבעה מהמשך עליית מחירי חומרי הגלם, ובראשם מחיר הסוכר והקסאבה, עלייה במחירי האנרגיה, החלשות הביקושים ותחרות חזקה. תחרות החברה לתוצאות הפעילות בישראל בשנה הקרובה אינה צופה שיפור משמעותי. ההרעה בפעילות החברה בסין קיבלה ביטוי בצמצום פעילות המפעל החדש בסין שנחנך במהלך שנת 2010 ובו השקיעה החברה כ-65 מיליון דולר (סכום זה אינו כולל את ההפסד התזרימי השוטף בשנתיים האחרונות המוערך על ידינו בכ-25-20 מיליון דולר נוספים). בשנת 2011 (ובעיקר ברבעון הרביעי) רשמה החברה הפחתה בסך של כ-61 מיליון דולר בגין השקעתה ברכוש קבוע בסין וזאת לאחר שהעריכה כי העלייה במחירי חומרי הגלם ומחירי האנרגיה כמו גם סביבה תחרותית חזקה, יוסיפו להסב לה הפסדים כבדים בסין. במקביל, הוסיפה החברה לרשום תזרים תפעולי שלילי גם בפעילותה בישראל, אשר נבע בעיקר ממגזר הפרוקטוזה שסבל מירידה בביקושים ומעלייה במחירי הסוכר והאנרגיה. לאור ההרעה המתמשכת בתוצאות הפעילות בישראל בחנה החברה את הסכום בר השבחה של הרכוש הקבוע בהתבסס על שווי השימוש החזוי, ורשמה ברבעון הרביעי של שנת 2011 הפרשה לירידת ערך רכוש קבוע במגזר הפרוקטוזה בסך של כ-14 מיליון דולר. כתוצאה מהאמור לעיל רשמה החברה בשנת 2011 הפסד תפעולי שוטף בסך של כ-17 מיליון דולר (מכך כ-6 מיליון דולר ברבעון הרביעי של השנה) וכן הפרשה לירידת ערך נכסים קבועים בסך של כ-76 מיליון דולר, מרביתם ברבעון

הרביעי. לאור זאת, נוצר לחברה גרעון בהון העצמי ליום 31.12.2011 בסך של כ-37 מיליון דולר וזאת לעומת הון עצמי בסך כ-31 מיליון דולר ליום 30.9.2011 ו-54 מיליון דולר ליום 31.12.2010.

הנזילות מתבססת בעיקר על תמיכה מצד בעלת המניות שהוכיחה בעבר את יכולתה ונכונותה לתמוך בגדות

ביום 29.3.2012 קיבלה החברה מבעלת השליטה (76.4%) קבוצת דלק (A1 אופק שלילי) מכתב תמיכה לפיו במידה ולא יהיו בידי החברה מקורות נוספים כדי לעמוד בהתחייבויותיה בשנתיים הקרובות (החל מ-1.1.2012) תפעל בעלת השליטה להעמיד לחברה מקורות מימון בהיקף של 48 מיליון דולר. עד ליום 29.3.2012 הזרימה בעלת השליטה במסגרת מכתב התמיכה כ-5.6 מיליון דולר המתווספים לסך של כ-42 מיליון דולר הלוואות בעלים שהועמדו לחברה מבעלת השליטה במהלך שנת 2011.

מכתב התמיכה האמור תומך בנזילות החברה, שהינה חלשה מאוד בלעדיו. תחזית התזרים של החברה לשנתיים הבאות מתבססת בעיקר על מחזור אשראי לז"ק מבנקים בישראל ועל הזרמות מקבוצת דלק במסגרת מכתב התמיכה האמור. התזרים הצפוי מפעילות שוטפת, הנובע בעיקר מהפעילות בישראל, אינו צפוי להיות משמעותי. החברה הגבירה את מאמציה למכירת פעילות הרכיבים לתוספי תזונה בארה"ב ("פארמליין"), אולם להערכתנו מרבית התמורה ממכירת הפעילות, ככל שזו תתממש, תכסה הלוואות שוטפות של הפעילות והלוואות שנלקחו בעבר לרכישתה.

נזילות חלשה מאוד - אי עמידה באמות מידה פיננסיות

החברה אינה עומדת באמות מידה פיננסיות להן התחייבה במסגרת הסכם הלוואה עם מספר גופים פיננסיים מקבוצת הראל. בהתאם לתנאי הלוואה, להראל זכות להעמיד את הלוואה, שיתרתה ליום 31.12.2011 כ-15 מיליון דולר, לפירעון מיידי. להערכת החברה, בהתבסס על שיחות שקיימה עם הראל, לעת עתה אין בכוונתה לדרוש פירעון מיידי של הלוואה. יש לציין עוד כי אי עמידת החברה באמות המידה הפיננסיות בקשר עם הלוואת הראל מהווה עילה להעמדה לפירעון מיידי של הלוואות נוספות (Cross default) שנלקחו על ידי החברה בסך של כ-36 מיליון דולר. הלוואת הראל וההלוואות הנוספות מוצגות במאזן החברה ליום 31.12.2011 כחוב לז"ק.

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

	2007	2008	2009	2010	2011	
הכנסות	105.0	149.9	139.2	138.6	148.1	
רווח גולמי	21.7	23.9	31.2	16.9	3.0	
רווח (הפסד) תפעולי *	5.9	1.6	10.8	(7.5)	(17.2)	
רווח נקי	1.5	(4.1)	6.7	(17.0)	(103.3)	
EBITDA	9.6	5.8	16.2	0.6	(6.3)	
חוב פיננסי (ללא הלוואות בעלים)	77.5	100.6	112.3	137.8	105.3	
מכך: חוב לז"ק	23.2	34.5	48.7	69.4	79.1	
מזומנים ואמצעים נזילים	35.1	17.2	8.6	4.4	11.3	
הון עצמי	59.5	59.8	65.2	53.6	(36.7)	
הון עצמי לסך מאזן	35.8%	30.0%	29.4%	23.7%	neg	
רכוש קבוע	67.0	104.5	134.5	134.6	54.8	
Capex	(5.1)	(38.7)	(29.0)	(12.5)	(3.0)	
FFO	8.4	4.0	14.4	(6.7)	(14.9)	
CFO	2.2	(0.2)	17.4	(13.4)	(11.3)	

* לפני הפרשה לירידת ערך והכנסות אחרות

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

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

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

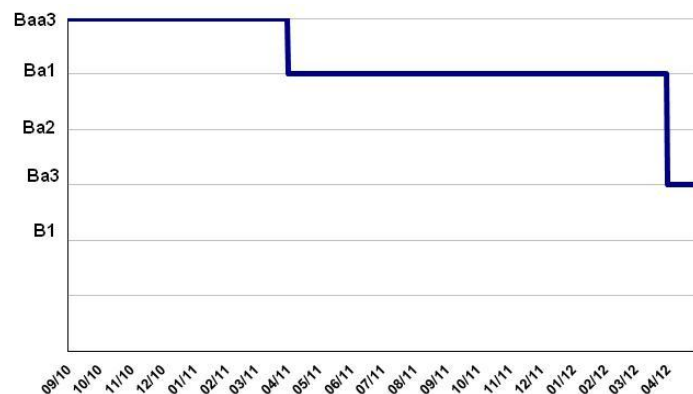
- הידרדרות נוספת ברמת הנזילות של החברה
- פגיעה בהערכתנו לגבי מידת התמיכה בחברה מצד בעלת השליטה

אודות החברה

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ עוסקת בייצור כימיקלים ותוספי מזון לתעשיית המזון, הפרמצבטיקה והדטרגנטים. לחברה ארבעה תחומי פעילות עיקריים: תחום הפרוקטוזזה (כ-36% מהמכירות בשנת 2011), תחום חומצת לימון ומלחים בישראל (כ-26%), חומצת לימון סין (כ-9.5%) ותחום רכיבים לתוספים תזונתיים (כ-29%). 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 הייתה להגיע לתפוקה מלאה בשנת 2012. לאחרונה דיווחה גדות על צעדים לצמצום משמעותי של הפעילות בסין. החברה מצויה בשליטה של קבוצת דלק (76.37%) ובז"ן (23.63%). לאחר שמנייתיה נמחקו מהמסחר החברה אינה ציבורית עוד ונותרה מדווחת בלבד.

4

היסטוריית הדירוג



דוחות קשורים

- [גדות תעשיות ביוכימיה - דוח מעקב, אפריל 2011](#)

תאריך הדוח: 22.04.2012

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: CFG010412000M

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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'ס (Moody's) (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. 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.