



גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

דוח אנליטי | ספטמבר 2010

1

מחברת:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il
אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

דירוג סדרה	Baa3
------------	------

הדירוג Baa3 ניתן לאגרות חוב (סדרה י') שהונפקו על-ידי גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ ("גדות" או "החברה") ולהרחבה של סדרה זו בסך של עד 15 מיליון דולר ערך נקוב בשקלים (כ-57.3 מיליון ₪ למועד זה), ובתמורה כספית של עד כ-64 מיליון ₪. אגרות החוב (סדרה י') הינן צמודות מדד ונושאות ריבית שנתית של 5.1% המשולמת פעמיים בשנה. אגרות החוב ייפרעו בארבעה תשלומים שנתיים שווים בשנים 2011-2014. להלן תנאי סדרת אגרות החוב המדורגת על ידי מידרוג:

שנת פירעון האג"ח	שנת יתרה בספרים ליום 30/06/2010	הצמדה	ערך נקוב (מיליוני \$)	שיעור ריבית שנתי	מועד הנפקה	מס נ"ע	סדרת אג"ח
2011-2014	34.5	מדד	31.8	5.10%	11/2007	1107796	י'

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 07/09/2010. 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

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ ("גדות" או "החברה") עוסקת בייצור כימיקלים ותוספי מזון לתעשיית המזון, הפרמצבטיקה והדטרגנטים. לחברה שלושה תחומי פעילות עיקריים: תחום הפרוקטוזה (44% מהמכירות במחצית ראשונה של 2010), תחום מלחי חומצת לימון (28%) ותחום רכיבים לתוספים תזונתיים (28%). עיקר מכירות החברה הן לייצוא, כמחצית מכך לארה"ב וכמחצית למערב אירופה. החברה פועלת במתכונת גלובלית באמצעות מספר חברות בנות, שהעיקריות ביניהן הן גדות תעשיות ביוכימיה סין ופארמליין בארה"ב.

בתחום הפרוקטוזה מייצרת החברה בעיקר פרוקטוזה גבישית, המשמשת כממתיק פרימיום לתעשיית המזון והמשקאות ומהווה תחליף טבעי לסוכר הלבן ובעלת תכונות בריאותיות ופונקציונאליות עדיפות על פני סוכר רגיל. נתח השוק של החברה במכירות הפרוקטוזה בעולם מוערך בכ-6.5%. בשוק האירופאי, בו מתבצעות עיקר מכירות החברה, נתח השוק גבוה יותר ומוערך בכ-20%. בתחום פעילות זה מייצרת החברה גם טריסודיום ציטרט, שהינו מוצר נלווה בייצור הפרוקטוזה. מוצר זה שייך למשפחת חומצות הלימון. בשנת 2009 חלה ירידה של כ-40% בהכנסות החברה מפרוקטוזה כתוצאה מירידה חדה בביקושים ובמחירי המכירה, בשל המיתון העולמי והשפעתו החזקה על שוק מזון ומשקאות הפרימיום. מגמת הירידה המשיכה לאפיין תחום פעילות זה גם במחצית הראשונה של 2010. בתחום פעילות מלחי חומצת לימון מייצרת החברה בעיקר חומצת לימון גבישית בתהליך ביוכימי של התססת תמיסת סוכר לבן. חומצת לימון הינה החומצה הנפוצה ביותר בתעשיית המזון. כמו כן, מייצרת החברה מלחי חומצת לימון שונים המיוצרים בתהליך כימי פשוט של חומצת לימון עם בסיסים שונים.

בתחום פעילות רכיבים לתוספים תזונתיים מתמקדת החברה בייצור, שיווק ומכירות רכיבים לתוספים תזונתיים ובעיבוד רכיבי מזון לתעשיית תוספי התזונה הבריאותיים, בעיקר בצפון אמריקה. במאי 2007 רכשה החברה, באמצעות חברה בת בארה"ב, 85% שליטה בחברת פארמליין, תמורת 12.4 מיליון \$. חברת פארמליין עוסקת בייצור ושיווק חומרי גלם יבשים לתעשיית תוספי המזון, בעיקר בצפון אמריקה.

בשנת 2007 נחתם הסכם בין החברה לבין שותף סיני להקמת מיזם משותף, שעיקרו הקמת מפעל לייצור חומצת לימון בסין, בהתבסס על חומרי גלם זולים יותר, כגון קאסבה, בטטה ותירס. הקמת המפעל בסין נועדה לנצל את היכולות הטכנולוגיות המערביות של החברה לצד עלויות חומרי הגלם, העבודה והקרעק הזולות יחסית בסין. בחודש מאי 2010 חתמה החברה על הסכם עם השותף הסיני לרכישת חלקו בחברה תמורת 4.7 מיליון \$ (עלות ההשקעה בתוספת



מידרוג

ריבית). במטרה לעמוד בתקינה הסינית בנוגע לבעלות מלאה של חברה זרה על החברה שהתאגדה בסין, החברה הכניסה שותף סיני אשר יהיה בבעלותו אחוז אחד בלבד מהשליטה בחברה. תהליך העברת המניות לשותף החדש וסיום ההתקשרות עם השותף הקודם הסתיים ב-25/08/2010, כאשר כל הצדדים עמדו במלוא התחייבותם. ההשקעה הכוללת במפעל צפויה להסתכם בכ-65 מיליון דולר, מרביתה מומנה מהלוואות בנקאיות בישראל ובסין. הקמת המפעל הסתיימה בחודש אוגוסט 2009 ובסוף שנת 2009 החברה ביצעה מכירות מסחריות ראשונות. החל מחודש אפריל 2010 המפעל פועל במתכונת רגילה. המפעל החדש צפוי להכפיל את כושר הייצור של החברה בתחום חומצת הלימון בהשוואה לכושר הייצור כיום. הנהלת החברה צופה כי כבר מתחילת שנת 2011 המפעל יעבוד בכושר ייצור כמעט מלא (היקף ייצור של כ-55 אלף טון לשנה) וירשום מכירות של כ-50 אלף טון.

פעילות החברה מתבצעת במפעלי החברה בישראל, סין וארה"ב. החברה מעסיקה כ-500 עובדים, מהם כ-187 עובדים בישראל, כ-226 בסין והיתר בארה"ב.

החברה מצויה בשליטה של קבוצת דלק (64%) ובז"ן (23%), כאשר יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור. בעלי השליטה לוקחים חלק פעיל בהתוויית האסטרטגיה. בחודש יולי חלו חילופי תפקידים בהנהלת החברה, כאשר מנכ"ל החברה מאז 1997, מר יעקב זק, התמנה ליו"ר הדירקטוריון. מנכ"ל החברה החדש הינו מר דן מסיקה, שהינו בעל ניסיון רב בתחום התעשייה הכימית בישראל ובארה"ב.

בעלי המניות בחברה הודיעו לחברה כי במידה שיחסרו לחברה מקורות כספיים כדי לעמוד בהתחייבויותיה, הם יפעלו לסייע לה בהעמדת מקורות מימון. בהיקף שלא יעלה על 20 מיליון דולר, בהתאם לחלקם היחסי בהחזקת החברה. בז"ן הודיעה לחברה כי סך של כ-2 מיליון דולר שהושקעו על-ידה במסגרת הנפקת מניות בדרך של זכויות, שבוצעה בחודש אפריל 2010, הינם על חשבון התחייבותה כאמור לעיל.

בחודש מרץ 2010 ביצעה החברה הנפקת זכויות, במסגרתה גייסה כ-11 מיליון דולר. בחודש יוני 2010 התקשרה החברה בהסכם עם קבוצת הראל, לקבלת מימון בסך 15 מיליון דולר לתקופה של שבע שנים. מקורות אלו, לצד תמורת גיוס אגרות החוב, צפויים לשמש את החברה למימון הגרעון השוטף בשנת 2010, הצפוי בשל הרצת הפעילות בסין, השלמת ההשקעות במפעל ומחזור הלוואות לז"א. כפי שיפורט עוד להלן, החברה מעריכה כי בשנת 2011 יחול שיפור ניכר בתזרים התפעולי, בעיקר נוכח כניסת המפעל בסין לייצור בכושר כמעט מלא. יש לציין כי, גם בהנחת התממשות התחזית לשיפור התזרים התפעולי, נדרשת החברה בשנת 2011 למקורות מימון חדשים לצורך מחזור התחייבויותיה.

נדות, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני \$ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	H1 2009	H1 2010	
83.6	82.2	105.0	149.9	139.2	72.5	71.8	הכנסות
26.1	24.9	21.7	23.9	31.2	15.9	13.0	רווח גולמי
15.3	12.3	5.9	1.6	10.8	5.6	1.0	רווח תפעולי
10.4	7.1	1.5	(4.1)	6.7	3.3	(-1.9)	רווח נקי
31.2%	30.3%	20.6%	15.9%	22.4%	21.9%	18.1%	רווח גולמי %
18.3%	15.0%	5.6%	1.1%	7.7%	7.7%	1.4%	רווח תפעולי %
18.5	15.6	9.6	5.8	15.5	7.9	4.3	EBITDA
18.5	13.1	8.4	4.0	14.4	8.4	1.4	תזרים מפעולות, FFO
(3.7)	(2.5)	(5.1)	(38.7)	(29.0)	(-19.1)	(-6.6)	השקעה ברכוש קבוע
100.5	101.2	166.3	199.7	222.1	208.0	225.9	סך נכסים במאזן
5.5	9.5	35.1	17.2	10.5	10.7	5.6	יתרות נזילות
31.9	25.4	77.5	100.6	112.3	104.8	108.7	חוב פיננסי
49.4	57.3	59.5	59.8	65.2	61.8	73.5	הון עצמי
49.1%	56.6%	35.8%	30.0%	29.3%	29.7%	32.5%	הון למאזן
38.6%	29.7%	55.8%	62.3%	63.2%	61.8%	59.6%	חוב פיננסי ל-CAP

מתודולוגיה לדירוג

בקביעת הדירוג, הסתמכה מידרוג על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג חברות בתחום התעשייה החקלאית והפרוטאין (Global Food – Protein and Agricultural Industry). תעשייה זו כוללת יצרניות של סחורות בסיסיות לתחום המזון, המאופיינות בבידול נמוך והתחרות מתבססת בעיקר על רמת מחירים. עלות הייצור עתירת חומרי גלם ומושפעת מהתנודתיות במחירי הסחורות. שווקי היעד של התעשייה הינם שווקים גלובליים והלקוחות הינם יצרני מזון, רשתות קמעונאיות ואף צרכנים סופיים. הביקוש למוצרי הענף קשיח יחסית ונגזר מהיותו בסיס בשרשרת ייצור המזון ומאופיין ברכישות חוזרות של הלקוחות. הסיכון של הענף מתאפיין בתנודתיות בשולי הרווח ובתזרים, נוכח ההשפעה של מחירי הסחורות, רגולציה ממשלתית ועמידה בתקני האיכות המקשים של תעשיית המזון.

מתודולוגיה זו כוללת שש קבוצות עיקריות של פרמטרים לדירוג: מיצוב עסקי, חוזק ופוטנציאל לצמיחה, תנודתיות ברווחיות, נזילות תחת סטרס, מדיניות פיננסית ויחסים פיננסיים. בצד העסקי נבחנת החברה לפי פרמטרים הכוללים: גודל, הנמדד בהיקף פעילות ובנתח השוק של החברה, גיוון הפעילות על בסיס הרכב סל המוצרים בדגש על מוצרי ערך מוסף, פיזור גיאוגרפי של מכירות ושל רכישות חומרי הגלם, משקלו של הצד העסקי במטריצת הדירוג הינו כשליש והצד הפיננסי מהווה את שני השלישים הנותרים.

שיקולים עיקריים לדירוג

חברה קטנה יחסית בשוק גלובלי תחרותי עם יכולת בידול נמוכה וסל מוצרים המתבסס על שני מוצרים עיקריים: ענף בעל סיכון עסקי גבוה נוכח תלות במחירי הסחורות בצד הייצור ובצד המכירות ומתאפיין בתנודתיות במחירי המכירה ובמרווח הגולמי. הענף מאופיין ברגולציה גבוהה ודינמית באמצעות מכסים והיטלים על מעבר סחורות בין מדינות. סיכונים אלו ממותנים בחלקם נוכח המעמד הבסיסי של חומצת הלימון בשרשרת הייצור וביקושים יציבים יחסית; בסיס לקוחות רחב, מפוזר יחסית וותיק הכולל תאגידי ענק בתחום תעשיית המזון והמשקאות, ונתמך ביכולת בידול המוצרים באמצעות התאמתם לדרישות הלקוחות ואיכות שירות גבוהה. יכולות אלו נתמכות בידע טכנולוגי והנדסי וניסיון רב בתעשייה;

החברה הציגה תנודתיות גבוהה ברווחיות התפעולית לאורך השנים האחרונות אשר נבעה מתנודתיות במחירי הסוכר. מידרוג מעריכה כי מגמת התנודתיות תוסיף לאפיין את התוצאות ומהווה סיכון אינהרנטי; השלמת המפעל בסין מהווה פוטנציאל משמעותי להגדלת היקף הפעילות ולשיפור הרווחיות לצד הפחתת התלות בסוכר הלבן כחומר גלם עיקרי. יחד עם זאת, הגידול המשמעותי בכומר הייצור שעדיין לא הוטמע במלואו, הוספת אתר ייצור מרוחק בגודל משמעותי ועלויות המימון היו גורם סיכון בשיקולי הדירוג;

החברה נמצאת בתקופה הנוכחית במצב פיננסי מאתגר נוכח העובדה שהחוב הפיננסי הינו בשיאו על רקע ההשקעות באתר הייצור החדש כאשר תרומת המפעל בסין לתזרים המזומנים הינה שלילית על רקע שיעור מכירות נמוך משמעותי מפוטנציאל הייצור. תוצאות חלשות צפויות לאפיין את המחצית השנייה של שנת 2010 ולעבור למגמת שיפור בשנת 2011 בה, מתוכנן המפעל בסין לספק חומצת לימון ללקוחות גלובליים גדולים אשר מצויים בקשרים עיסקיים עם החברה לאורך שנים ושתקופת ההתקשרות מולם נעשית ברבעון האחרון מידי שנה לשנה העוקבת. למרות זאת, גם בשנת 2011 מידרוג אינה מצפה לתזרים פנוי חיובי בהתחשב בעומס פירעונות גבוה במהלך הרבעונים הבאים והמשך השקעות בהשלמת המפעל בסין ועלייה בהון החוזר נוכח הצמיחה העתידית בפעילות בסין. לחברה גמישות פיננסית צרה הנובעת מיתרות נזילות נמוכות, מניצול מלוא מסגרות האשראי, שיעבוד מלא של הנכסים, התחייבות שלא ליצור שעבדים נוספים על נכסיה וכן התחייבות לאמות מידה פיננסיות במרווח שלהערכת מידרוג הינו צר יחסית (אמות המידה הפיננסיות מתייחסות לתנאי ההלוואה מקבוצת הראל שהחברה קבלה במהלך חודש יוני 2010). לצד זאת, הודעת בעלי המניות לחברה בקשר עם נכונותם להעמיד לחברה סיוע במקורות מימון כמתואר לעיל היוותה גורם תומך

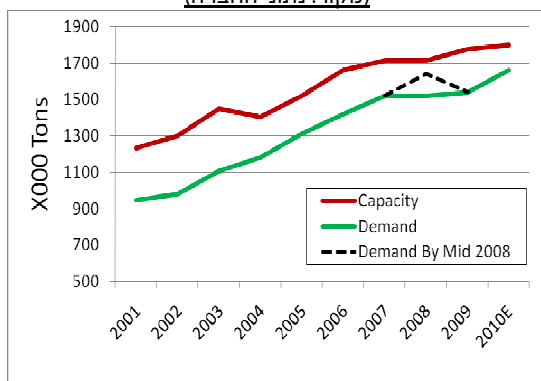
משמעותי בהערכת והנזילות הגמישות הפיננסית של החברה. יש לציין, שבמהלך תקופת ההשקעות החברה לא חילקה דיבידנדים. להערכת מידרוג, האתגרים העיסוקיים והפיננסים לצד התמיכה הישירה והעקיפה של בעלי המניות בחברה מהווים שיקולים משמעותיים בדירוג ומשתקפים ברמת הדירוג.

לחברה פוטנציאל לשפר באופן מהותי את יחסי הכיסוי עם כניסת המפעל לניצולת כמעט מלאה בשנת 2011 על בסיס תחזית תזרימי המזומנים של החברה. לאחר ניתוחי רגישות שונים שביצעה מידרוג, אנו מעריכים כי החל מסוף שנת 2011 יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA צפוי להשתפר ולעמוד בטווח שלא יעלה על 4.0-4.5 שנים. בקביעת היחס נבחנו תרחישים לתנודתיות במחירי הסחורות.

שוק חומצות הלימון

הקמת המפעל בסין משקפת את האסטרטגיה של החברה להעמיק את נוכחותה בשוק חומצת הלימון. ההחלטה הינה תולדה של מספר נסיבות: ירידה בביקושים בשוק הפרוקטוזה והזדמנות לייצר מוצר איכותי בעלות נמוכה תוך הורדת תלות בחומר גלם. מחיר הסוכר נקבע בבורסת הסחורות העולמית. תנודתיות במחירי הסוכר לאורך השנים גרמה לתנודתיות משמעותית בשולי הרווח של החברה. הקמת המפעל בסין צפויה להגדיל את היקפי המכירות של החברה, לעזור לשמור ואף לשפר את שולי הרווח ולהביא לפיזור והרחבה של בסיס הלקוחות. התמקדות של החברה בתחום

חומצת לימון: היצע מול ביקוש בין השנים 2001-2009
(מקור: נתוני החברה)



חומצת הלימון נתמכת בביקוש יציב יחסית, נוכח העובדה שהיא משמשת כח"ג בסיסי במספר תעשיות. במהלך השנים האחרונות נרשמה צמיחה ממוצעת של כ-6.3% לשנה בביקושים לחומצת לימון, אל מול צמיחה של כ-4.6% בכומר הייצור. הפער הגיע לשיאו באמצע 2008. ירידה חדה בביקושים בשלהי שנת 2008 הובילה לסגירה של מתקני ייצור ברחבי אירופה ובסין. מאז המחצית השנייה של 2009 ניכרת עלייה בביקושים ומגמה של עודף ביקוש על היצע. להערכתנו מצב השוק הנוכחי מציב תנאים נוחים להרחבת פעילות החברה בשוק בשנים הקרובות.

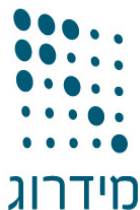
תחום חומצת הלימון נשלט על ידי יצרנים סיניים גדולים המהווים תחרות קשה מוטת מחיר. על-מנת להוות תחרות, החברה תצטרך להציע מוצרים איכותיים, רמת שירות גבוהה ומחירים תחרותיים.

הסחר בסוכר, בפרוקטוזה ובחומצת הלימון מאופיין ברגולציה גבוהה ודינמית בשווקי היעד. החל משנת 2007 הרחבת ההגנה על יצרנים מקומיים באירופה של סוכר ומוצריו, הובילה לשחיקת מעמדן התחרותי של היבואניות. כמו כן, בעקבות התחזקות היצרנים הסינים בתחום חומצת הלימון והצפת השוק מצדם, החליטו הרשויות באירופה ובארצות הברית בשנת 2008 על היטלים על יבוא חומצת לימון מתוצרת סין. גדות סין פועלת לקבלת פטור או היטלים מופחתים, נוכח העובדה שלא הייתה פעילה בתקופת ההיצף ולא נהנתה מסובסידיות ממשלתיות בדומה ליצרנים הסינים בתחום.

חוזקות

איכות מוצר ושירות גבוהה

גדות פועלת בשוק מעל ל-20 שנה (בתחום חומצת הלימון משנת 1964 ובתחום הפרוקטוזה משנת 2002) שבמהלכן צברה ניסיון ומומחיות המאפשרים לה התאמה של המוצרים לדרישות הלקוחות. יתרון זה מקנה לה רווחיות גבוהה יחסית בחלק מהמוצרים ונאמנות לקוחות. איכות חומצת הלימון המיוצרת במערב נחשבת גבוהה בהשוואה לסין והיצרנים המערביים נחשבים כבעלי יכולת אספקה אמינה יותר. בתחום הפרוקטוזה מחזיקה החברה בנתח משמעותי



בשוק האירופאי. החברה מתמחה בייצור פרוקטוז גבישית במידות שונות, בהתאם לדרישות הלקוח והתוצרת היא ברמת איכות גבוהה.

פיזור לקוחות גבוה הכולל קונצרנים מובילים בתעשיית המזון העולמית

לחברה בסיס לקוחות מפוזר הכולל קונצרנים בינלאומיים בתחום יצרני המזון והמשקאות. בתחום חומצת הלימון פועלת החברה מול מספר רב של לקוחות ביניהם קונצרנים בינלאומיים בתחום מזון ומשקאות, תעשיית הדטרגנטים, פרמצבטיקה ותעשיות אחרות. עד שנת 2007 מרבית החוזים עם הלקוחות היו חוזי מסגרת לשנה במחירים קבועים מראש. במהלך שנת 2007 החלה החברה לבצע שינויים בתנאי ההתקשרות במטרה לשפר את גמישות מחירי המכירה במקרה של שינויים בעלות הייצור באמצעות קיצור טווח ההתקשרות. להערכת מידרוג, גידול בהיקף המכירות במגזר חומצת הלימון יאלץ את החברה להגדיל את אחוז ההתקשרויות החוזיות נוכח העובדה שהחברה תפעל מול קונצרנים בינלאומיים בתעשיית המזון וכוח מו"מ מוגבל מולם. החברה צופה כי קשריה העסקיים ארוכי הטווח עם הקונצרנים הגדולים יהיו את הבסיס להגדלת הפעילות על בסיס כושר הייצור שנוסף לה.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

תנודתיות בתוצאות עסקיות בשנים האחרונות

התוצאות העסקיות של החברה אופיינו במהלך השנים האחרונות בתנודתיות הן בהכנסות והן בשולי הרווח לצד התמודדות עם הקמת מפעל בסין. בין השנים 2005-2008 הציגה החברה גידול בהכנסות אשר נבע מעלייה בכמויות הנמכרות, עלייה במחירי המכירה ומתנאי רגולציה נוחים במדינות היעד. בשנת 2008 הושפע הגידול במכירות מרכישת פארמליין במחצית השנייה של 2007. הקיטון במכירות בשנת 2009 נבע מירידה חדה בביקושים, בעיקר לפרוקטוז. הקיטון במכירות מוצרי הפרוקטוז נמשך גם במחצית הראשונה של 2010 נוכח המשך ירידה במחירי המכירה. מגמת תנודתיות משתקפת גם בשולי הרווח. השיפור ברווחיות בשנת 2009 נבע מרכישת היקף משמעותי של מלאי חומר גלם במחירים נוחים באמצע 2008. השימוש במלאי זה נעשה עד סוף הרבעון הראשון של 2010 וכיום רוכשת החברה סוכר במחירי שוק, מה שגרם לשחיקה משמעותית בשולי הרווחיות הגולמית במחצית הראשונה של 2010, במיוחד ברבעון השני. המגמה ברווחיות התפעולית הושפעה במהלך השנים האחרונות, בנוסף לשינויים ברווחיות הגולמית, מגידול בהוצאות מכירה ושיווק שנבעו מרכישת חברה בארה"ב ותחילת הקמת פעילות בסין. השחיקה ברווחיות התפעולית במחצית הראשונה של 2010 נבעה מהפסקת היוון עלויות ההקמה של המפעל בסין ותחילת הכרה בהוצאות הפחת בגין המפעל. להערכת מידרוג, הסיכון הגבוה הכלול בתלות החברה בשוק הסחורות העולמי, אופייני לכלל הענף. כניסת החברה לפעילות בסין תאפשר לחברה להוריד תלות זו, נוכח השימוש בחומרי גלם אחרים מלבד הסוכר כתוצאה מהשימוש בטכנולוגיה חדשה ובכך לאזן את התנודתיות החדה בשולי הרווח.

סל מוצרים צר בתחילת שרשרת הערך בענף המזון

סל המוצרים נשען על שני מוצרי סחר עיקריים בשוק המזון. לאורך השנים פרוקטוז גבישית היוותה בממוצע כ-30% מסך מחזור המכירות. מגזר חומצת הלימון, כולל מלחי T.S.C המופק כמוצר נלווה בתהליך יצירת הפרוקטוז, היווה כ-53% מההכנסות. מאמצע 2008 פחת חלקה היחסי במכירות. החברה פעלה בשנים האחרונות לגיוון סל המוצרים באמצעות כניסה משמעותית למגזר חומצת הלימון ובאמצעות רכישתה של פארמליין. החלק העיקרי של מוצרי החברה שייך לקטגוריית המוצרים בעלי ערך מוסף נמוך, בהשוואה לקטגוריות כגון ממתקים מלאכותיים או מלחי חומצת לימון מיוחדים, באופן הפוגם במעמדה התחרותי.

חשיפה לביקושים לפרוקטורה באירופה

שוק היעד העיקרי של פעילות החברה בתחום הפרוקטורה הינו אירופה. בין השנים 2002-2007 שוק הפרוקטורה באירופה רשם צמיחה ממוצעת שנתית של כ-10%, אך עם תחילתו של המשבר הכלכלי בשנת 2008 הצמיחה בשוק התמתנה ובשנת 2008 נרשם גידול של 1.5% בלבד (שמקור כולו במחצית הראשונה של השנה). במהלך 2009 לא חלה התאוששות בהיקף הביקושים ובמהלך 2010 חלה ירידה נוספת במחירים. להערכת מידרוג, תוצאות החברה במהלך המחצית הראשונה של 2010 מעידות על המשך חולשה בפעילות החברה בתחום הפרוקטורה. תחום פעילות זה ימשיך להיות חשוף למצב הכלכלי החלש בגוש האירו בתקופת הזמן הקרובה.

רמת מינוף גבוהה כנגד ההשקעות בסין שטרם הגיעו לידי בשלות יצרנית

בשנים 2007-2008 רשמה החברה תזרים חופשי שלילי גבוה נוכח השקעות בהקמת המפעל בסין, ועלייה בצורכי ההון החוזר על רקע גידול המלאי ועלייה במחירי הסוכר. גורמים אלו הובילו לעלייה חדה ברמת המינוף בין השנים 2006 עד 2010, ולשחיקת יחסי הכיסוי. יחס החוב ל-EBITDA בארבעת הרבעונים שעד 30/06/2010 עמד על 9.2 שנים. יחסים אלה אינם מייצגים נוכח: (1) העובדה שרווחי החברה בשנת 2009 מוטים כלפי מעלה בעקבות שימוש במלאי חומרי גלם (סוכר) זול במהלך השנה; (2) העובדה שהחוב הפיננסי הינו בשיאו על רקע ההשקעות באתר הייצור החדש כאשר תרומת המפעל בסין לתזרים המזומנים הינה שלילית עדיין. להערכת מידרוג, צפויה האטה משמעותית נוספת ביחסי הכיסוי במשך השנה וחצי הקרובה עד להפעלה מלאה של המפעל בסין. לפי תחזית החברה בשנת 2011, היא צפויה לייצר תזרים מפעולות של כ-37 מיליון דולר. הגידול המשמעותי בתזרים הצפוי בשנת 2011 נובע מכניסת המפעל בסין לייצור במתכונת כמעט מלאה החל מתחילת השנה. התחזית מבוססת על מחירי נטו, המתחשבים במלוא ההיטלים שהוטלו על יצרני חומצת לימון סיניים המייצאים לאירופה וארה"ב ונועד להגן על יצרנים מקומיים בפני תחרות חריפה מצד יצרנים סיניים. חומצת הלימון מתוצרת סין מאופיינת במחירי מכירה נמוכים נוכח קבלת סובסידיות ממשלתיות בסין. שיעור ההיטל הינו שונה בין אירופה וארה"ב ונקבע לכל יצרן בנפרד בהתאם לעומק הסובסידיה ממנה הוא נהנה. בשאר העולם לא קיים כיום היטל על חומצת לימון מתוצרת סין. תחזית החברה מתבססת על מכירות לאירופה (כ-50% מסך הייצור המפעל בסין) ולשאר העולם מלבד ארה"ב (50% הנותרים). תחזית זו גוזרת שיעור היטל ממוצע של כ-42.7% (שיעור היטל מקסימלי באירופה). בשלב זה החברה אינה מתכוונת למכור את תוצרת המפעל בסין ללקוחות בארה"ב נוכח ההיטלים הגבוהים. כיום פועלת החברה, באמצעות עורכי הדין באירופה וארה"ב, לביטול ההיטלים או קבלת שיעור היטל מופחת.

גדות: נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, במיליוני \$

	2005	2006	2007	2008	2009	H1 2009	H1 2010
EBITDA	18.5	15.6	9.6	5.8	15.5	7.9	4.3
תזרים מפעילות - FFO	18.5	13.1	8.4	4.0	14.4	8.4	1.4
ירידה (עלייה) בהון חוזר	(6.5)	5.1	(6.1)	(4.2)	3.0	4.0	(6.4)
תזרים מפעילות שוטפת - CFO	12.0	18.2	2.2	(0.2)	17.4	12.5	(5.0)
השקעה ברכוש קבוע	(3.7)	(2.5)	(5.1)	(38.7)	(29.0)	(19.1)	(6.6)
Div	(7.8)	(4.5)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
תזרים מזומנים חופשי - FCF	0.6	11.2	(2.9)	(38.9)	(11.6)	(6.7)	(11.6)
תזרים מזומנים פנוי - RCF	10.7	8.6	8.4	4.0	14.4	8.4	1.4

גדות: יחסי כיסוי עיקריים

2005	2006	2007	2008	2009	H1 2010*	
1.7	1.6	8.1	17.2	7.3	9.2	חוב פיננסי ל-EBITDA
1.7	1.9	9.3	25.0	7.8	14.8	חוב פיננסי ל-FFO
58.0	2.3	neg	neg	neg	neg	חוב פיננסי ל-FCF
3.0	2.9	9.3	25.0	7.8	14.8	חוב פיננסי ל-RCF

* יחסי הכיסוי חושבו על בסיס ארבעה רבעונים אחרונים

נזילות נמוכה וגמישות פיננסית צרה

יתרות הנזילות של החברה, נכון ל-30/06/2010 הסתכמו ב-5.6 מיליון \$. נכון להיום, החברה מנצלת במלואן את מסגרות האשראי הקיימות. החברה ניצבת מול עומס פירעונות גבוה במהלך השנים הקרובות והמשך השקעות ברכוש קבוע להשלמת המפעל בסין. בנוסף צפויה עליה בהון החוזר של החברה נוכח הצמיחה העתידית בפעילות החברה בסין. יתרות נזילות נמוכות בשילוב גמישות פיננסית צרה נוכח הקושי בגיוס מסגרות אשראי נוספות מהמערכת הבנקאית ואתגרים במימון הפעילות העסקית היוו גורם סיכון משמעותי בשיקולי הדירוג. להערכת מידרוג, האתגרים העיסקיים והפיננסיים לצד התמיכה הישירה והעקיפה של בעלי המניות בחברה מהווים שיקולים משמעותיים בבחינת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה משמעותית ופרמננטית ברמת החוב הפיננסי ושיפור מהותי ומתמשך ביחסי הכיסוי
- שיפור משמעותי ומתמשך ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינוי בנכונות בעלי המניות לתמוך בנזילות כל עוד לחברה גמישות פיננסית חלשה ו/או שינוי במבנה השליטה בחברה
- אי עמידה ביחס חוב פיננסי ל-EBITDA של עד 4.0-4.5 החל מתום שנת 2011 ו/או הצגת תזרים חופשי שלילי מתמשך
- אי שמירה על מרווח מספק מאמות מידה פיננסיות

מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 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 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 שאלה 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: CFG05091060M

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") 2010.

11

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 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. 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 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

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