

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוקטובר 2011

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@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

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa3	דירוג סדרות
------------------	------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa3 לאגרות החוב שהנפיקה חממה מאיר סחר (1996) בע"מ ("חממה" או "החברה"). ומשנה את אופק הדירוג משלילי לאופק דירוג יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/06/11	ערך נקוב במיליוני ₪	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2010-2012	8.9	7.9	מדד	5.5%	06/2007	1104991	א'
2010-2014	23.9	21.3	מדד	5.5%	06/2007	1105006	ב'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל חברה ותיקה ובעלת מוניטין בתחום פעילותה; החברה פועלת בענף מוצרי מזון בסיסיים, המאופיין בביקושים יציבים ומנוטרל מהשפעת עונתיות; לחברה סל מוצרים רחב ובסיס לקוחות רחב ומפוזר, מרביתם בישראל, ובניסיון ובידע שנצברו בחברה במהלך שנות פעילותה בענף. בארבעת הרבעונים האחרונים החברה ייצבה את רווחיותה והקטינה באופן מהותי את ימי המלאי, זאת, לצד צמיחה נאה בהכנסות, לראשונה מאז שנת 2008. השיפור ברווח הגולמי הושפע ממגמת העלייה במחירי הסחורות החל מהרבעון השלישי של 2010. רמת הדירוג תואמת את הסיכונים האינהרנטיים בתחום הפעילות, הכוללים, בין היתר, חשיפה גבוהה לתנודתיות במחירי סחורות המזון, ובפרט חשיפה למחיר האורז (כ-14% מהמכירות בשנת 2010) ולמחיר השומשום (כ-36% מהמכירות בשנת 2010). נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לצד רמת מינוף גבוהה יחסית. יחד עם זאת, נכסי החברה (בעיקר מלאי ולקוחות) מאופיינים בנזילות גבוהה. נזילות החברה נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי בנקאיות, רק חלקן חתומות.

חממה - נתונים פיננסיים עיקריים במיליוני ₪:

31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10	30/06/10	30/06/11	
326	432	390	389	174	216	הכנסות
37	28	28	28	9	19	רווח גולמי
23	13	7	11	1	10	רווח (הפסד) תפעולי
15	3	(0)	4	(4)	5	רווח (הפסד) נקי
9%	33%	-10%	0%	-11%	24%	שינוי במכירות %
11.2%	6.6%	7.1%	7.1%	5.4%	8.6%	רווח גולמי %
7.2%	3.0%	1.9%	2.9%	0.6%	4.5%	רווח תפעולי %
(69)	(9)	11	(18)	(22)	(7)	שינויים בהון החוזר
10	4	0	1.5	1.5	0	דיבידנד
(65)	(10)	14	(9)	(23)	2	תזרים חופשי - FCF
0.25	0.32	0.49	0.23	1.10	0.22	יתרות נזילות
152	165	154	165	178	164	חוב פיננסי ברוטו
281	277	275	282	277	287	סך נכסים במאזן
24.1%	24.3%	24.2%	24.7%	22.1%	26.0%	הון עצמי למאזן

פירוט גורמי מפתח בדירוג

פעילות בענף תחרותי ודינמי, המושפע משינויים במחירי סחורות

חממה הינה אחת מבין חברות סחר רבות בישראל, העוסקות בייבוא ובשיווק של סחורות מזון בסיסיות. ענף סחר זה מאופיין, מצד אחד, בביקושים יציבים יחסית, אך מצד שני, בחסמי כניסה נמוכים, נאמנות נמוכה של לקוחות ותחרות מבוססת מחירים. במהלך השנים האחרונות החרפת התחרות נבעה מגידול במספר היבואנים הפועלים בענף ומהתגברות תחרות אנכית מול רשתות השיווק ויצרנים פרטיים מטעמן. כמו כן, שוק המזון בישראל עובר בשנים האחרונות הליכי מיזוג. ארבע חברות מוצרי הצריכה הגדולות בישראל (תנובה, אסם, שטראוס גרופ ויונילבר) נמצאות בגידול מתמיד וכתוצאה מכך, כושר המיקוח שלהן מול ספקיהן עולה. למרבית מוצרי החברה קיים ביקוש קשיח יחסית מתוקף היותם מוצרי צריכה בסיסיים.

תנודות מהותיות במחירי סחורות המזון, החל משנת 2008

החל מהרבעון הרביעי של שנת 2008, ניתן לראות שחיקה מהותית במכירות החברה, שהתבטאה בעיקר בהקטנת מחזור המכירות בכ-10% בשנת 2009. שחיקה זו נבעה מירידה עולמית במחירי הסחורות ומירידה במחירי המכירה, נוכח הגברת התחרות. בחציון הראשון לשנת 2011, שבה החברה להציג צמיחה בהכנסות (גידול של כ-24% לעומת התקופה המקבילה אשתקד), הן בשל עלייה במחירי המכירה והן בשל עלייה בכמויות שנמכרו.

כמו כן, החל משנת 2008 ניכרת שחיקה ברווחיות הגולמית של החברה, מרווח של כ-11.2% מסך המכירות בשנת 2007, לרווח גולמי של כ-7.1% מסך המכירות בשנת 2010. הירידה הושפעה מירידה במחירי המכירה ומהפרשה לירידת ערך מלאי הסחורות, על רקע ירידה חדה במחירי הסחורות. החל מחודש יוני 2010 אופיינו מחירי סחורות המזון במגמת עלייה חדה, נוכח השפעות האקלים ונזקי טבע ברחבי העולם. במהלך הרבעון הראשון של 2010 הגדילה החברה את מלאי הסחורות בצורה מהותית, נוכח הערכות החברה לעלייה במחירי הסחורות. אסטרטגיה זו שיפרה את רווחיות החברה במהלך השנה האחרונה, לאור העלייה הגלובלית במחירי סחורות המזון, כאשר במחצית הראשונה של 2011 הרווח הגולמי עלה לכ-8.6% מסך המחזור.

צורכי ההון החוזר הגבוהים גוזרים את התזרים התפעולי ואת צורכי המימון

יתרות המלאי והלקוחות מהווים את עיקר נכסי החברה במאזן והשינויים בהן נושאים השפעה מהותית על התזרים, המציג תנודתיות גבוהה לאורך זמן. יתרות המלאי, שעלו בחדות במהלך שנת 2010, הציגו ירידה משמעותית במחצית הראשונה של 2011. ימי המלאי הגבוהים מהווים להערכתנו סיכון פיננסי, המשפיע על תנודתיות הרווחיות. הניסיון הרב של החברה בניהול המלאי הינו גורם קריטי ברווחיות ובתזרים.

ימי אשראי הלקוחות נותרו יציבים יחסית. החברה רוכשת ביטוח סיכוני אשראי בגין כמחצית מיתרת הלקוחות בשוק המקומי, כאשר האשראי שאינו מבוטח כולל בעיקר יתרות נמוכות, אשראי לרשות הפלשתינאית או לקוחות בחו"ל.

חממה סחר: פירוט הון חוזר - במיליוני ₪:

31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10	30/06/10	30/06/11	
121	125	125	142	107	142	יתרת לקוחות
150	135	135	129	158	137	יתרת מלאי
55	41	51	40	32	42	יתרת ספקים
216	219	209	232	233	237	צרכי הון חוזר תפעולי
54%	60%	54%	52%	74%	54%	הון חוזר תפעולי / הכנסות
111	124	116	116	123	119	ימי אשראי לקוחות
55	39	52	36	37	38	ימי אשראי ספקים
150	128	138	116	185	124	ימי מלאי

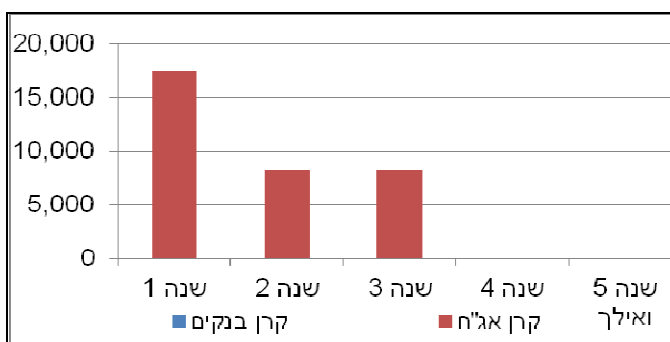
שיפור באיתנות הפיננסית והקטנת יחסי הכיסוי

היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 30/06/2011 הסתכם בכ-164 מיליון ₪, מרביתו באשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים, לעומת כ-178 מיליון ₪ ליום 30/6/2010. כמו כן, לתאריך זה יחס ההון העצמי למאזן עלה לשיעור של כ-26%, לעומת כ-22% בתקופה המקבילה אשתקד ויחס החוב הפיננסי ל-Cap ירד מכ-75% לכ-69%. השיפור ברווחיות החברה, הביא להקטנה עקבית של יחסי כיסוי החוב, מיחס חוב ל-EBITDA של 19.3x, נכון ליום 31/12/09, ליחס חוב של 9.7x. נכון ליום 30/6/11 ומיחס חוב ל-FFO של 35.0x נכון ליום 31/12/09, ליחס חוב של 9.7x. מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה כוללת חלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי בכל שנה. בשנים 2006-2010 חילקה החברה כ-57% מסך הרווח הנקי השנתי. יחד עם זאת, דירקטוריון החברה החליט בחודש מרץ 2011, שלא לחלק דיבידנד בגין רווחי 2010 (כ-4 מיליון ₪).

הנזילות נשענת על בסיס הנכסים הנזיל ומסגרות אשראי בנקיים

לחברה אין כמעט יתרות מזומנים והיא מתבססת על מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים. נכון למועד דוח זה, לחברה מסגרות אשראי ממספר בנקים, בהיקף של כ-230 מיליון ₪, מהן חתומות כ-160 מיליון ₪. החברה מנצלת כ-60-70% מסך המסגרות העומדות לרשותה, בהתאם לצורכי ההון החוזר.

לוח סילוקין של החוב הפיננסי לזמן ארוך, נכון ליום 30/06/2011, באלפי ₪¹:



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור אופק הדירוג:

- הורדה מתמשכת ברמת המינוף
- שיפור רמת הרווחיות לאורך זמן ועיבוי ההון העצמי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה מתמשכת ברווחיות החברה
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת ל-20%

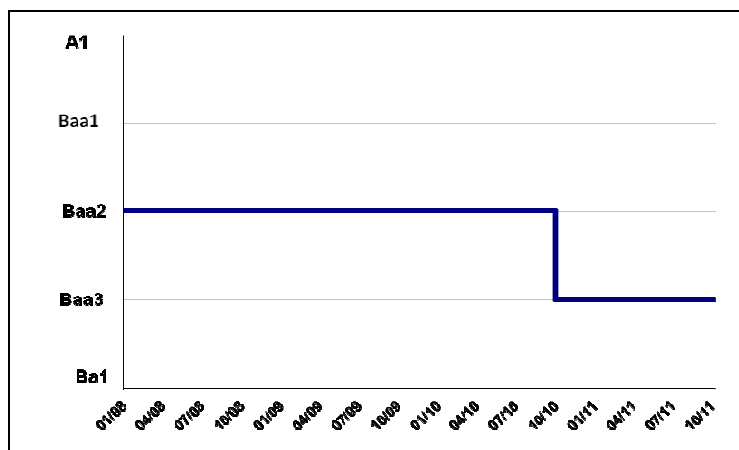
¹ התרשים אינו כולל חוב לזמן קצר בסכום של כ-131 מיליון ₪, נכון ליום 30/06/2011.

פרופיל החברה

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ עוסקת, החל מהקמתה בשנת 1996, במסחר במזון יבש, לרבות מכירתו, הפצתו ושיווקו. פעילות החברה כוללת ייבוא רחב של מוצרים (כ-50 משפחות) ובכלל זה: קטניות, תבואות, דגנים ובעיקר שומשום ואורז. המוצרים מיובאים מעשרות מדינות בעולם והחברה שומרת על קשרים עסקיים עם כ-130 ספקים, בנוסף לסוכנים ומתווכים במדינות היעד. מוצרי החברה נמכרים בעיקר באריזות סיטונאיות ליותר מ-400 לקוחות שונים, ביניהם: יצרני מזון, סיטונאים, בתי קלייה ולקוחות מוסדיים. אחסנת המוצרים נעשית במחסנים בקרית גת, משם הם מופצים, באמצעות מערך משאיות בבעלות קבלני משנה.

ביוני 2007 הונפקו לראשונה מניות החברה לציבור. כ-74% מהון המניות של החברה מוחזק בידי בני משפחת חממה ועובדי החברה. מנכ"ל החברה הינו מר אליהו חממה ויו"ר הדירקטוריון הינו מר צביקה עמית.

היסטוריית דירוג



דוחות מתודולוגיים

דוח מעקב שנתי קודם - [מעקב שנתי אוקטובר 2010](#)

מתודולוגיה - "מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

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 פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים 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 מאד.	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: CTH051011000M

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 פיסקה זו, הוא רכושה 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 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 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 (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. 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.