



חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוקטובר 2009

1

מחבר:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיון, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa2	אג"ח סדרות א' ו-ב'
-------------------	------	--------------------

מידרוג מציבה אופק דירוג שלילי לדירוג Baa2 שניתן לאג"ח (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה חממה מאיר סחר (1996) בע"מ ("חממה" או "החברה"). הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מאי וודאות לגבי השלכות הירידה החדה במחירי הסחורות העולמיות על הרווחיות ותזרימי המזומנים מפעילות ברבעונים הקרובים. בשלושת הרבעונים האחרונים החברה רשמה פגיעה חדה בתוצאות הכספיות על רקע נפילה חדה במחירי הסחורות ועלייה משמעותית בחובות המסופקים, אשר הובילו ליחסי כיסוי שליליים.

להערכת מידרוג, הרווחיות צפויה להשתפר עם התייצבות מחירי הסחורות ועצירת ירידת ערך המלאי. יחד עם זאת, אופק הדירוג השלילי מבטא את אי הוודאות באשר ליכולת ייצוב תזרימי המזומנים, במידה התומכת ברמת הדירוג הנוכחית, ואת החשש מהרעה ברמת הנזילות של החברה בעקבות כך, על רקע דרישות שירות החוב והגדלת ההון החוזר בארבעת הרבעונים הקרובים. לחברה אין עודפי מזומנים וגמישותה הפיננסית נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי בהיקף משמעותי, אך אינן חתומות.

להערכת מידרוג, הדירוג עלול לרדת באם החברה לא תציג בטווח אופק הדירוג שיפור ביחסי כיסוי החוב (יחס חוב ל-EBITDA של 7.0 ויחס חוב ל-FFO של 10.0), לצד אי שיפור של ממש ברמת הנזילות.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים 30/06/09 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. במיליוני ש"ח 30/6/09	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2010-2012	24.4	מדד	5.5%	23.7	06/2007	1104991	א'
2010-2014	36.5	מדד	5.5%	35.5	06/2007	1105006	ב'

התפתחויות עסקיות ופיננסיות עיקריות¹

ירידה חדה במחירי הסחורות הובילה להפסדי מלאי משמעותיים ברבעון הרביעי של שנת 2008

מחירי מדד סחורות חקלאיות בתקופה שבין 01.07.2007 - 15.09.2009
מקור: בלומברג



במהלך השנה החולפת אופיינו מחירי חומרי הגלם בתנודתיות רבה, שמקורה בעלייה חדה ומתמשכת בשנים 2006-2008 והמשכה בירידות חדות, החל במחצית השנייה של שנת 2008. התייקרות חומרי הגלם נבעה בעיקרה מתנודות קיצוניות במזג האוויר אשר השפיעו על היבולים החקלאיים, מהתייקרות הנפט הגולמי, לרבות השפעתה על הביקושים לביודיזל, על חשבון גידולים אחרים, ומהצמיחה המואצת בסין שהשפיעה על הצריכה בעולם.

¹ התפתחויות עיקריות שחלו מאז דו"ח המעקב האחרון מחודש אוגוסט 2008.



צניחת מחירי חומרי הגלם נבעה מפרוץ המשבר הכלכלי העולמי ומהחשש למיתון עולמי. החברה רשמה, במהלך הרבעון הרביעי של 2008, הפרשה לירידת ערך מלאי בסך של כ- 14 מיליון ₪ וירידה משמעותית ברווח הגולמי וברווחיות הגולמית כתוצאה מכך. הרווח הגולמי במהלך 2008 נשחק בכ-20% לעומת התקופה המקבילה. מתחילת 2009 מחירי הסחורות חזרו לרמה של טרם טיפוס המחירים, ומאופיינים ביציבות יחסית. החברה המשיכה לרשום הפרשה לירידת ערך מלאי גם במהלך הרבעון הראשון, אך בהיקפים נמוכים משמעותית לעומת סוף השנה שעברה. במידרוג צופים כי העלייה במחירי הסחורות תשפיעה לטובה על הרווחיות הגולמית אשר צפויה להשתפר במהלך הרבעונים הקרובים.

הפרשה לחוב מסופק בהיקף משמעותי, לצד אירועים חד פעמיים אחרים, פגעו ברווח התפעולי במחצית 2009

במחצית הראשונה של 2009 רשמה החברה ירידה של כ-16.1% בהכנסות, לאחר שנים של צמיחה בשיעור ממוצע של כ-22%. הירידה בהכנסות נבעה כתוצאה מירידה בביקושים בחלק מהמוצרים ומירידה במחירי הסחורות בעולם בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

הרווחיות הגולמית נשחקה ביחס לעבר בכ-53% והיוותה כ-5.1% מסך הכנסות החברה. הרווח הגולמי, בנטרול הוצאות מלאי חד פעמיות בסך 4.6 מיליון ₪ במהלך המחצית, שנבעו מנזק אשר נגרם למלאי במחסנים וממחיקות מלאי בהיקף נמוך, הסתכם בכ-14.4 מיליון ₪ ושיקף רווחיות גולמית של 7.4% לעומת רווחיות גולמית של 9.1% בתקופה המקבילה. ההפסד התפעולי במחצית הראשונה של השנה הושפע לרעה מהוצאות על חובות מסופקים בהיקף משמעותי וחרגי שנרשם בסעיף הוצאות הנהלה וכלליות, בסך של כ-4.8 מיליון ₪, כתוצאה מחדלות פירעון של לקוח. הרווחיות התפעולית, בניטרול הוצאות חד פעמיות (הפרשה לירידת ערך מלאי והוצאות חריגות על חומ"ס), במחצית הראשונה של שנת 2009 היוותה 3.9% מסך ההכנסות, לעומת 5.9% בתקופה המקבילה.

תממה: תמצית רווח והפסד יחסי רווחיות, באלפי ש"ח ובאחוזים

תמצית דו"ח רווח והפסד יחסי רווחיות באלפי ש"ח ובאחוזים					
FY 2006	FY 2007	FY 2008	H1 2008	H1 2009	
298,667	325,700	432,405	232,032	194,490	הכנסות
268,151	289,126	403,234	210,838	184,662	עלות המכר
30,516	36,574	29,171	21,194	9,828	רווח גולמי
4,085	4,533	5,160	2,720	2,607	הוצאות מכירה ושיווק
5,530	8,600	10,047	4,825	8,973	הוצאות הנהלה וכלליות
20,901	23,441	13,964	13,675	-1,751	רווח תפעולי*
5,868	3,590	9,678	-851	2,852	הוצאות מימון, נטו
13,472	14,844	3,296	10,390	-4,603	רווח נקי
10.2%	11.2%	6.7%	9.1%	5.1%	רווח גולמי %
1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	הוצאות מכירה ושיווק %
1.9%	2.6%	2.3%	2.1%	4.6%	הוצאות הנהלה וכלליות %
7.0%	7.2%	3.2%	5.9%	(0.9%)	רווח תפעולי %
4.5%	4.6%	0.8%	4.5%	(2.4%)	רווח נקי %

* הרווח התפעולי במהלך 2008 כולל הפרשה לירידת ערך מלאי בסך 14 מיליון ₪ בעלות המכר. במחצית ראשונה 2009 הרווח התפעולי כולל נזקים למלאי שטרם התקבל שיפוי בגינם והוצאות הפרשה לירידת ערך המלאי בסך של 4.6 מיליון ₪ בעלות המכר והוצאות בגין חובות מסופקים בסך של 4.8 מיליון ₪.

התכווצות בפעילות העסקית הובילה לירידה בצרכי ההון החוזר

צניחת מחירי הסחורות, החל במחצית השנייה של 2008, הפכה את המגמות שאפיינו את תזרים המזומנים של החברה בשנים שקדמו לכך, תוך מעבר לגירעון בתזרים מפעולות (FFO) במחצית השנייה של 2008 ובמחצית הראשונה של שנת 2009, מחד גיסא, וירידה חדה בצרכי ההון החוזר, מאידך גיסא, על רקע קיטון בסעיף הלקוחות והמלאי, ושיפור התזרים מפעילות שוטפת. המקורות מפעילות במחצית הראשונה של השנה שימשו את החברה לפירעון אשראי בנקאי.

חממה: נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, באלפי ₪

FY 2006	FY 2007	FY 2008	H1 2008	H1 2009	
21,482	24,080	14,556	13,963	(1,445)	תזרים תפעולי EBITDA
11,602	17,190	3,947	12,557	(4,110)	תזרים מפעולות FFO
(20,649)	(70,246)	(8,935)	(59,188)	18,375	ירידה (עלייה) בהון חוזר
(10,299)	(54,021)	(4,988)	(46,631)	14,265	תזרים מפעולות שוטפות CFO
(611)	(599)	(235)	(60)	(233)	השקעה ברכוש קבוע
(4,800)	(10,000)	(4,000)	0	0	דיבידנד
(4,888)	(43,422)	(753)	(46,571)	14,498	תזרים חופשי FCF

עלייה בימי אשראי הלקוחות ובימי המלאי על רקע תנאי השוק

לחברה בסיס לקוחות רחב, הכולל כ-300 לקוחות, כאשר שלושת הלקוחות הגדולים מביניהם היוו כ-25% מסך ההכנסות במחצית הראשונה של 2009. העלייה בימי אשראי לקוחות, בסוף המחצית הראשונה של שנת 2009, נבעה מעדכון מסגרות ותנאי אשראי של לקוחות החברה, בהתאם להיקף הפעילות. יש לציין כי החברה אינה מבטחת את לקוחותיה בביטוח סיכוני אשראי ונסמכת על מעקב איתנות פיננסית באמצעות כלים נפוצים וכן, בחלק מהמקרים, על ערבויות אישיות ושיעבוד נכסים.

הנהלת החברה דיווחה כי מדיניות המלאי ממשיכה לעמוד על 4.5 חודשים, כאשר החריגה בסוף המחצית הראשונה של שנת 2009 נבעה כתוצאה מירידה בביקושים, על רקע המשבר הכלכלי ורמות מלאי גבוהות, שנרכשו כגידור נגד העליות במחירי הסחורות.

31.12.2006	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008	30.06.2009	
104	136	90	106	122	ימי אשראי לקוחות
35	69	23	37	50	ימי אשראי ספקים
116	189	146	122	145	ימי מלאי
1.2	1.8	1.8	1.8	1.6	יחס שוטף

שחיקה באיתנות הפיננסית

מרבית החוב הפיננסי של החברה הינו אשראי בנקאי לז"ק. במחצית הראשונה של 2009 החברה הקטינה את החוב הבנקאי שלה בכ-13 מיליון ₪, נוכח תזרים חזק מפעילות שוטפת ברבעון הרביעי של 2008. יחס ההון עצמי למאזן ל-30/6/2006 עומד על 23.5% לעומת 24.3% בסוף 2008. כתוצאה ממעבר לגירעון בתזרים, הפכו יחסי הכיסוי של החברה שליליים.

חממה: נתוני מאזן עיקריים, באלפי ש"ח יחסי מינוף

תמצית מאזן יחסים מאזניים באלפי ש"ח ובאחוזים					
31.12.2006	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008	30.06.2009	
181,837	280,565	311,034	276,551	264,514	סך נכסים
126	254	193	320	465	מזומנים ושוי מזומנים
90,046	125,270	125,063	132,883	124,116	לקוחות וחייבים אחרים (שוטף)
30,935	60,451	32,004	43,583	48,691	ספקים, נתוני שירותים וזכאים אחרים
113,920	116,047	162,985	165,113	153,008	חוב פיננסי
34,862	67,476	78,197	67,297	62,175	הון עצמי
76.6%	69.1%	71.9%	71.0%	71.1%	חוב פיננסי ל-Cap
19.2%	24.1%	25.1%	24.3%	23.5%	הון עצמי למאזן

חממה: יחסי כיסוי עיקריים

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.06.2009	
5.3	6.3	11.3	NEG	חוב פיננסי ל-EBITDA
9.8	8.8	41.8	NEG	חוב פיננסי ל-FFO

* יחסי הכיסוי למחצית הראשונה של שנת 2009 חושבו על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים.

רמת נזילות נמוכה - הגמישות הפיננסית נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי

החברה אינה נוהגת להחזיק מזומנים, אלא לצרכים שוטפים בלבד. נכון ליום 30/6/2009, מסתכם היקף האשראי הבנקאי בכ-106 מיליון ש"ח ובנוסף - לחברה יתרה לא מנוצלת של מסגרות אשראי לא חתומות בבנקים, בסך של כ-233 מיליון ש"ח.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להביא לשיפור אופק הדירוג:

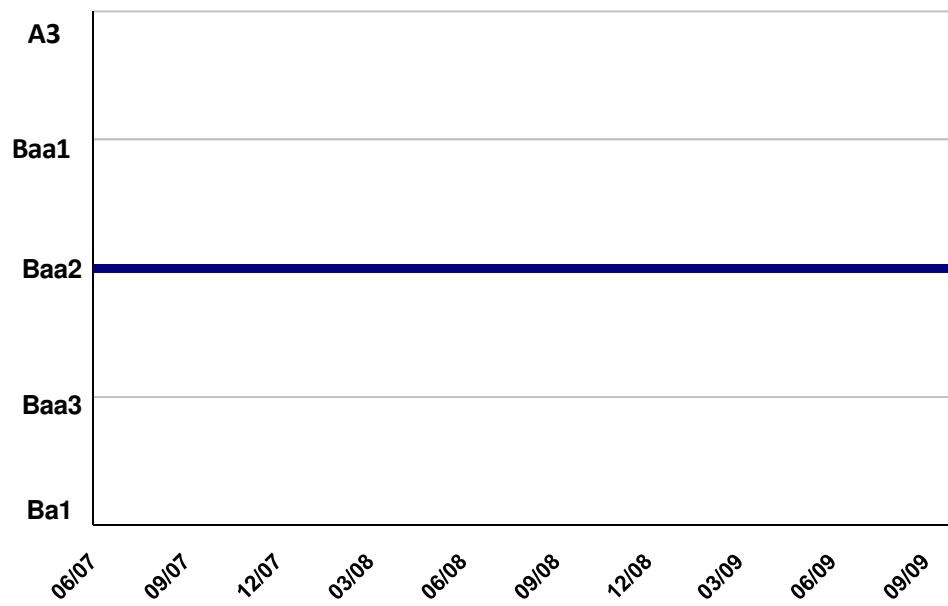
- שיפור מתמשך ביכולת ייצור תזרימי מזומנים מפעילות ושיפור ביחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך הרעה בתוצאות העסקיות של החברה שתוביל להרעת יחסי הכיסוי
- פגיעה בגמישות הפיננסית ובגמישות למקורות מימון
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת ל-20%

אודות החברה

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ עוסקת בעיקר ביבוא ומכירה בעיקר בשוק המקומי של מזון יבש, הכולל כ-50 סוגי מוצרים, אך בעיקר 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 בארצות סיטונאיות ללמעלה מ-300 לקוחות. לחברה מתחרה גדולה אחת ועוד כעשרים מתחרים בינוניים וקטנים הסוחרים בסל מוצרים חלקי ביחס לחברה. אחסנת המוצרים נעשית במחסנים בקרית גת, משם הם מופצים באמצעות מערך משאיות בבעלות קבלני משנה. ביוני 2007 הונפקו לראשונה מניות החברה לציבור. כ-72% מהון המניות של החברה מוחזק בידי בני משפחת חממה ועובדי החברה. החברה מנוהלת על-ידי משפחת חממה - מנכ"ל החברה הינו מר אליהו חממה ויו"ר הדירקטוריון הינו מר מאיר חממה.



דוחות קשורים:

תעשיית המזון בישראל - דוח מיוחד - מפורסם באתר בחברה 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 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 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

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 מאד.
	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: CIH011009000M

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 ("מידרוג") 2009.

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.

9

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 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 לטד. (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.