



# חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוקטובר 2010

**מחבר:**

לינה קנטרוביץ, אנליסטית  
[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa3	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב'), שהנפיקה חממה מאיר סחר (1996) בע"מ ("חממה" או "החברה"), מדירוג Baa2 לדירוג Baa3, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי. הורדת הדירוג נובעת מחולשה מתמשכת בתוצאות הכספיות, באיתנות הפיננסית ובמצב הנזילות של החברה.

הדירוג נתמך בפעילות בענף מוצרי מזון בסיסיים, המאופיין בביקושים יציבים ומנוטרל מהשפעת עונתיות, בסל מוצרים רחב (לחברה כ-50 משפחות מוצרים, אותן היא מציעה ללקוחותיה), בבסיס לקוחות מפוזר, הנחלק בין כ-400 לקוחות מרביתם בישראל ובניסיון ובידע שנצברו בחברה במהלך שנות פעילותה בענף. במידרוג מעריכים כי ברבעונים הקרובים צפוי שיפור מסוים ברווח על רקע בניית מלאים עודפים בסביבת מחירי סחורות עולה. יחד עם זאת, הצפי הוא כי התזרים מפעולות והתזרים החופשי יותרו חלשים.

הדירוג משקף את הסיכונים הבאים: חשיפה לתנודתיות במחירי סחורות המזון, ובפרט אורז ושומשום, המהווים כ-15% וכ-40% מהמכירות, בהתאמה; החרפה בתחרות בענף, שהובילה לירידה במחירי המכירה ומקרינה על התוצאות הכספיות של החברה; ירידה ברמת האיתנות הפיננסית תוך גידול ברמת המינוף; הארכת ימי מלאי כנגד צבר ההזמנות השנתי וצפייה לעלייה במחירי הסחורות; רמת נזילות נמוכה, הנסמכת בעיקר על מסגרות אשראי בנקאיות ויכולת מימוש חלק מהמלאי הגבוה לפי הצורך.

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/06/2010	ערך נקוב (מיליוני ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2010-2012	16.9	15.8	מדד	5.5%	06/2007	1104991	א'
2010-2014	30.3	28.4	מדד	5.5%	06/2007	1105006	ב'

### חממה - נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ :

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2009	30.06.2010	
298,667	325,700	431,593	390,442	194,490	173,897	הכנסות
30,516	36,574	28,359	27,528	9,828	9,311	רווח גולמי
20,901	23,441	13,152	7,368	(1,752)	1,005	רווח (הפסד) תפעולי
13,472	14,844	3,296	(362)	(4,603)	(3,875)	רווח (הפסד) נקי
(1%)	9%	33%	(10%)	(16%)	(11%)	שינוי במכירות %
10.2%	11.2%	6.6%	7.1%	5.1%	5.4%	רווח גולמי %
7.0%	7.2%	3.0%	1.9%	(0.9%)	0.6%	רווח תפעולי %
21,482	24,080	13,744	7,981	(1,446)	1,329	EBITDA
(17,179)	(63,446)	(7,078)	14,957	15,406	(26,065)	תזרים חופשי - FCF
126	254	320	491	465	1,099	יתרות נזילות
113,920	152,010	165,113	154,068	153,008	178,402	חוב פיננסי ברוטו
181,837	280,565	276,551	275,255	264,514	277,227	סך נכסים במאזן
19.2%	24.1%	24.3%	24.2%	23.5%	22.1%	הון עצמי למאזן
76.6%	69.6%	71.5%	70.7%	71.6%	75.3%	חוב פיננסי ל-Cap
114	150	128	138	145	185	ימי מלאי
5.3	6.3	11.3	19.3	neg	16.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
9.8	8.8	41.8	42.0	neg	21.9	חוב פיננסי ל-FFO

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### ענף תחרותי מוטה מחיר

חממה הינה אחת מבין חברות סחר רבות בישראל, העוסקות בייבוא ובשיווק של סחורות מזון בסיסיות. ענף סחר זה מאופיין מצד אחד בביקושים יציבים יחסית ומנוטרלי עונתיות אך מצד שני בחסמי כניסה נמוכים, נאמנות נמוכה של לקוחות ותחרות מבוססת מחירים. במהלך השנים האחרונות החרפת התחרות נבעה מגידול במספר היבואנים בענף ומהתגברות תחרות אנכית מול רשתות השיווק ויצרנים פרטיים מטעמם.

בשנת 2009 נשחקו הכנסות החברה בכ-10% לעומת התקופה המקבילה. מגמה זו נמשכה גם במחצית הראשונה של 2010 כאשר הכנסות החברה ירדו בכ-11% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. השחיקה במכירות נבעה מירידה עולמית במחירי הסחורות ומירידה במחירי המכירה נוכח הגברת התחרות.

### חשיפה לתנודתיות במחירי הסחורות

החל משנת 2008 ניכרת שחיקה ברווחיות הגולמית של החברה, מרמה של כ-11.2% בשנת 2007 לרמה של כ-1.6% ברבעון השני 2010. הירידה הושפעה מירידה במחירי המכירה ומהפרשה לירידת ערך מלאי הסחורות (נכון לסוף יוני 2010, יתרת ההפרשה לירידת ערך המלאי הינה בסך של כ-7 מיליון ₪). החל מחודש יוני 2010 אופיינו מחירי סחורות המזון במגמת עלייה חדה, נוכח השפעות האקלים ונזקי טבע ברחבי העולם.

במהלך הרבעון הראשון 2010 הגדילה החברה את מלאי הסחורות שלה בצורה מהותית כנגד צבר ההזמנות השנתית. לטענת החברה, הגדלת המלאי היוותה גידור כנגד החשיפה האפשרית לסיכונים מחיר וכנגד אי יכולת לספק ההזמנות באופן מיידי. בנוסף, הגידול במלאי התבסס על הציפייה לעליית מחירי המכירה נוכח ירידה בהיצע הסחורות בשוק העולמי. העלייה במחירי הסחורות צפויה לבוא לידי ביטוי בשיפור שולי הרווח של החברה ברבעונים הקרובים.

### חממה סחר: יחסי הון חוזר

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2009	30.06.2010	
105	111	124	116	122	123	ימי אשראי לקוחות
34	55	39	52	50	37	ימי אשראי ספקים
114	150	128	138	145	185	ימי מלאי

### תנודתיות בתזרים החופשי הנובעת מצורכי ההון החוזר

במהלך התקופה הנסקרת הושפע התזרים מפעילות מהרעה בתוצאות העסקיות. התזרים מפעילות שוטפת הושפע מתנודתיות בצורכי ההון החוזר. ברבעון השני של 2010, החברה חילקה דיבידנד בסך 1.5 מיליון ₪. בשנת 2009 לא חולקו דיבידנדים. התנודתיות בתזרים החופשי בין השנים 2006-2009 הושפעה מתנודתיות בהון החוזר ומחלוקת הדיבידנד באותן השנים.

### הרעה ביחסי האיתנות ורמת נזילות נמוכה

היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 30/06/2010 הסתכם בכ-178 מיליון ש"ח, מרביתו באשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים. הגידול בחוב מימן בעיקר את גידול המלאי במהלך הרבעון הראשון 2010. בשילוב עם שחיקת הרווחיות, הוביל הגידול בחוב להאטה נוספת ביחסי הכיסוי. יחס ההון העצמי למאזן ירד לשיעור של 22.1% לעומת 24.2% בסוף שנת 2009.

לחברה אין יתרות נזילות והיא מתבססת על מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים. נכון למועד זה, לחברה מסגרות אשראי ממספר בנקים, בהיקף של כ-230 מיליון ₪, מהן חתומות כ-160 מיליון ₪. יש לציין שתוקף מסגרת בהיקף של כ-60 מיליון ₪ צפוי לפוג בסוף חודש נובמבר 2010 והחברה פועלת לחידושו. החברה מנצלת כ-70%-60 מסך המסגרות העומדות לרשותה בהתאם לצורכי ההון החוזר.

**גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור אופק הדירוג:**

- שיפור ביכולת ייצור תזרימי מזומנים מפעילות ושיפור ביחסי הכיסוי
- שיפור מתמשך ביכולת ייצור מזומנים ובנזילות

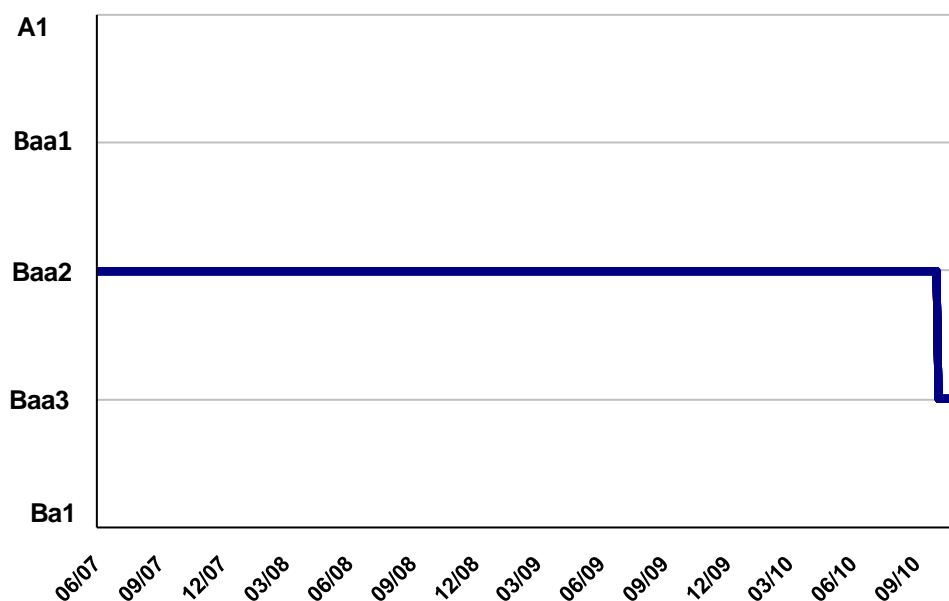
**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- אי שיפור מתמשך ברווחיות החברה
- אי שיפור משמעותי ברמת הנזילות
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת ל- 20%

**אודות החברה**

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ עוסקת בעיקר ביבוא ומכירה 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 באריזות סיטונאיות ללמעלה מ-300 לקוחות. החברה פועלת בענף המאופיין בריבוי מתחרים. 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. החברה מנוהלת על-ידי משפחת חממה - מנכ"ל החברה הינו מר אליהו חממה ויו"ר הדירקטוריון הינו מר מאיר חממה.

**היסטוריית דירוג**



**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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: CTH051010000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](http://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 שבכונתו 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.