

אסם השקעות בע"מ

דוח מעקב שנתי | פברואר 2010

1

מחבר:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

אסם השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג יכולת פירעון כוללת
------------------	-----	--------------------------

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aaa באופק יציב ליכולת הפירעון הכוללת של אסם השקעות בע"מ. הדירוג נתמך במעמדה הבכיר של החברה בענף המזון בישראל, המתבטא בנתיבי שוק מובילים ויציבים במרבית קטגוריות הפעילות, במאפיינים הסולידיים של ענף המזון, ובפרט בקטגוריות בהן פועלת החברה ובאיכות ניהולית גבוהה, הנתמכת בשיתוף פעולה אסטרטגי עם נסטלה העולמית. הדירוג נתמך גם בשיפור הרווחיות לאורך זמן, בתזרימי מזומנים שוטפים חזקים ובפרופיל פיננסי מעולה, המתבטא ברמת מינוף נמוכה ויחסי יסיון שוטפים מהירים. בשנים 2006-2008 ביצעה החברה השקעות גבוהות ברכוש קבוע וברכישת פעילויות, אשר פגעו בתזרים החופשי, אולם מומנו בעיקר מהתזרים השוטף ותרמו לחיזוק, לאחר השלמתן. השקעות אלו מקבלות ביטוי בשיפור הרווחיות ובצמיחת הפעילות בחו"ל, שצפויה להתגבר בשנים הקרובות. קצב ההשקעות צפוי לקטון ולתרום לשיפור התזרים החופשי והנזילות. חלוקת הדיבידנד של החברה מתונה ויציבה לאורך השנים. החברה מתמודדת באופן טוב עם מגמות התחרות בשוק הקמעונאות, ובפרט התחזקות השוק המאורגן, התחזקות המותג הפרטי ועלייה בחלקן של חנויות הדיסקאונט.

נתונים פיננסיים עיקריים

2006	2007	2008	LTM 9/09	
11.4%	11.9%	11.6%	12.7%	רווח תפעולי / הכנסות
119	152	405	347	חוב פיננסי
120	496	770	732	חוב פיננסי מותאם *
0.3	1.2	1.7	1.4	חוב פיננסי מותאם / EBITDA
0.6	2.1	2.7	2.2	חוב פיננסי מותאם / RCF
שלילי	שלילי	שלילי	3.0	חוב פיננסי מותאם / FCF
-	14.3	10.0	9.5	EBITDA / הוצאות מימון
0.4	1.5	2.0	1.7	חוב פיננסי מותאם / FFO

* כולל התחייבות מאזנית בנין מימוש האופציה לרכישת 42% מטבעות, הרשומה במאזן בסעיף התחייבויות אחרות

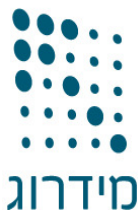
פירוט גורמי מפתח בדירוג

פרופיל עסקי חזק תומך במגמת התחרות הגוברת בשוק

אסם הינה בין יצרניות המזון הגדולות בישראל, עם הכנסות של כ-3.3 מיליארד ש"ח לארבעת הרבעונים שהסתיימו בספטמבר 2009. אסם מחזיקה בסל מוצרים מגוון, הכולל שורה רחבה של מותגים מובילים במרבית הקטגוריות. נתחי השוק של החברה בישראל נעים בין 25%-60%. צמיחת הפעילות בישראל מצויה תחת אתגר מתמשך על רקע מאפייני הענף ושיעורי החדירה הגבוהים. בשנת 2009 התאפיינו מכירות החברה בישראל בסטגנציה על רקע המיתון. בנוסף, החברה מתמודדת בשנים האחרונות עם הגברת הריכוזיות ברשתות השיווק המאורגנות (שתי הרשתות הגדולות מהוות כ-30% ממכירות החברה), התחזקות רשתות הדיסקאונט והתחזקות המותג הפרטי. הסיכונים הכרוכים ברמת הריכוזיות הגבוהה במכירות החברה ובתחרות החזקה מצד רשתות השיווק מפוצים בחלקם באמצעות סל המותגים הרחב של אסם ומובילות השוק שלה במרבית הקטגוריות בהן היא פועלת.

פוטנציאל לצמיחה מפעילויות חדשות

בשנתיים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בחו"ל, בעיקר בארה"ב, באמצעות כניסה לתחום סלטי החומס ותחליפי בשר מצוננים. בשנה הקרובה צפויה החברה להעמיק את הפעילות בתחום זה באמצעות ניצול הפלטפורמה והידע הקיימים בסלטי צבר, בטבעול וכן בחברות שרכשה, טרייב ופוד-טק, תוך שילוב הידע והניסיון של נסטלה בארה"ב. לאחרונה השלימה אסם רכישה של 51% מפעילות המזון לתינוקות של מטרנה בתמורה לכ-164 מיליון ש"ח.



העסקה נועדה לנצל את הידע הרחב של נסטלה בתחום המזון לתינוקות, להרחיב את קטגוריית המוצרים ולייעל את השיווק וההפצה של מוצרי מטרנה באמצעות הפלטפורמות של אסם.

שיתוף פעולה אסטרטגי עם נסטלה

לחברה הסכמים בלעדיים לשיתוף פעולה עם NESTLE SA להפצה וייצור של מוצרי נסטלה בישראל, לצד סיוע טכני במחקר ופיתוח וזכויות שימוש בידע של נסטלה. נסטלה נטלה חלק אסטרטגי בהשקעות החברה בטרניי ובמטרנה. במהלך 2009 השלימה החברה את הטמעת מערכת GLOBE, שמטרתה יצירת סטנדרטיזציה של תהליכי עבודה אופטימאליים בכל חברות נסטלה בעולם. שילוב אסם במערכת GLOBE עשוי להוביל להוזלת עלויות חומרה ותוכנה והתייעלות ברכש ובתהליכי ייצור לאורך זמן.

התייעלות תפעולית מפצה על שחיקה ברווחיות הגולמית

לאורך השנים ניכרת שחיקה מסוימת ברווחיות הגולמית, מרמה של כ-43% לרמה של כ-41%, אשר הושפעה בעיקר מעליית מחירי חומרי הגלם. התייצבות המחירים של מרבית חומרי הגלם במהלך שנת 2009 תרמה לשיפור מסוים ברווחיות ותבוא לידי ביטוי מלא בשנת 2010. איחוד פעילות מטרנה החל משנת 2010 צפוי אף הוא לתרום במידה מסוימת לשיפור הרווחיות הגולמית. הרווח והרווחיות התפעוליים רשמים שיפור מתמיד על רקע תהליכי התייעלות פנימיים. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 הושפע השיפור ברווחיות התפעולית בעיקר מאיחוד שישה מרכזי הפצה למרכז תפעולי אחד.

צפי לשיפור התזרים החופשי בעקבות קיטון בהשקעות ההוניות

בשנים 2006-2008 השלימה החברה השקעות הוניות גבוהות, בעיקר בהקמת מרכז לוגיסטי, משרדים וקווי ייצור חדשים. בשנים 2008-2009 רשמה החברה השקעות גם ברכישת פעילויות בארץ ובחו"ל. ההשקעות מומנו בעיקר מהתזרימים השוטפים של החברה, אך גם מגידול בחוב הפיננסי. החל משנת 2009 ובשנים הקרובות צפויות ההשקעות ברכוש קבוע לקטון במידה ניכרת וכן איננו צופים השקעות מהותיות ברכישות ומיזוגים נוספים. בעקבות זאת אנו צופים שיפור בתזרים המזומנים החופשי וברמת הנזילות. חלוקת הדיבידנד נותרה יציבה ומתונה בשנים האחרונות.

איתנות פיננסית חזקה ויחסי כיסוי מהירים

לחברה מבנה פיננסי סולידי ויציב. היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 30/9/2009 הסתכם בכ-347 מיליון ש"ח, מרביתו אשראי לז"ק מבנקים. החוב גדל בעיקר במהלך 2008 על רקע הגידול בהיקפי ההשקעה בשנים 2008-2009, ושימש בחלקו להגדלת יתרות הנזילות אשר מימנו את עסקת מטרנה בסוף שנת 2009. חרף הגידול בחוב הפיננסי, יחסי הכיסוי נותרו מהירים, נוכח השיפור בתזרימים השוטפים. מידרוג בוחנת את יחסי הכיסוי גם בתוספת התחייבויות מאזנית בסך של כ-375 מיליון ש"ח, למימוש אופציית הרכישה של 42% הנותרים בטבעול (האופציה עומדת למימוש בשנת 2013). יש לציין כי תוצאות אסם אינן כוללות עדיין את תרומת מטרנה, אולם, כאמור, החוב למימון העסקה כלול במאזן האחרון. לאור זאת צופה מידרוג שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בשנת 2010.

אופק הדירוג - יציב

אופק הדירוג היציב נתמך בהמשך יכולת חזקה בייצור תזרימי מזומנים, בתנאי שוק משופרים בהשוואה לשנה החולפת, תוך פוטנציאל לחידוש הצמיחה בישראל ולהגברת הצמיחה בארה"ב, כל זאת, תוך צפי לשיפור בתזרים החופשי.

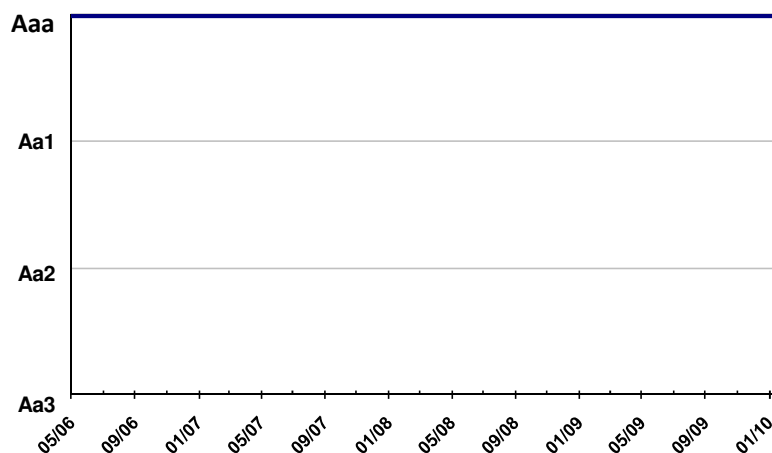
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו (מותר) ל-EBITDA מעל ל-1.5
- שינוי בחלוקת הדיבידנד שיוביל לפגיעה משמעותית בתזרימי המזומנים החופשיים
- פגיעה משמעותית במוניטין של החברה בשל איכות המוצרים ותהליכי הייצור

אודות החברה

אסם השקעות בע"מ, ישירות וביחד עם שורה של חברות בנות ומוחזקות, פועלת בייצור ושיווק מזון בישראל ולחו"ל, ונמנית עם הקונצרנים המובילים בישראל בענף המזון. בעלת המניות הגדולה בחברה הינה NESTLE SA, המחזיקה 53.77% מהון המניות ומזכויות ההצבעה. בין האחזקות העיקריות של הקבוצה ניתן למנות את מגדנות הבית בע"מ - יצרנית מוצרי מאפה מתוקים (100%), טבעול (1993) בע"מ - יצרנית תחליפי בשר קפואים (58%), עם אופציה לרכישת מלוא הבעלות), סלטי צבר תעשיות מזון בע"מ - יצרנית סלטים ומוצרים מצוננים (בבעלות מלאה של טבעול), בונדז'ור (100%) ובית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת (100%), המייצרת רטבים ושימורים. מעברות בע"מ - העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מזון לפעוטות (51%). בחודש דצמבר 2009 חתמה החברה על הסכם לרכישת 51% מהפעילות של מעבדות מטרנה בע"מ, המוחזקת בבעלות מלאה של מוצרי מעברות בע"מ, שתוחזק בשותפות של אסם ומעברות. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בחו"ל באמצעות הקמת מפעל טבעול בצ'כיה ורכישת פעילויות בתחום המזון בארה"ב ובאירופה. האחזקות העיקריות של החברה בחו"ל הינן: Tribe בארה"ב, העוסקת בייצור ושיווק של סלטים מצוננים ים תיכוניים בארה"ב ובקנדה (58% באמצעות חברת הבת טבעול), פודטק בארה"ב, העוסקת בפיתוח, ייצור ומכירה של תחליפי בשר מצוננים, המשווקים ברחבי ארה"ב וקנדה (100%) וירדן אנגליה, המתמחה בתחום השיווק וההפצה של מוצרי מזון כשרים ברשתות השיווק באנגליה (100% בפעילות).

היסטוריית דירוג



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 בציוד, 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 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: CIO50210000M

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.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 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 זמנית 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.