

אסם השקעות בע"מ

דוח מעקב שנתי | פברואר 2011

מחברת:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@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

אסם השקעות בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aaa באופן יציב ליכולת הפירעון הכוללת של אסם השקעות בע"מ.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

לאסם מעמד מוביל בקרב חברות המזון בישראל וסל רחב של מותגים חזקים במגוון קטגוריות מוצר, הממוקמים לרוב במקום הראשון או השני בנתח השוק בקטגוריה. לאסם יכולת להציג צמיחה פנימית וחיצונית בהכנסות, תוך גיוון בקטגוריות הפעילות וחדשנות מוצרים. החברה מבוססת על ניהול איכות, ממוקד ויציב הנתמך במידה רבה בהשתייכות לקבוצת נסטלה העולמית. השתייכות זו תומכת בהרחבת סל המותגים של החברה ובחדירתה לשווקים חדשים, דוגמת מזון לתינוקות בישראל וסלטים מצוננים בארה"ב. כל המאפיינים הללו תומכים ביכולת השבת הכנסות גבוהה וברווחיות הטובה של החברה לאורך זמן.

לאסם פרופיל פיננסי חזק ויציב. החברה מאופיינת בשמרנות פיננסית המתבטאת ברמת מינוף נמוכה, תוצאה של מיקוד עסקי, צורכי הון חוזר נמוכים ותזרים מזומנים חזק מפעילות. ההשקעות ההוניות שביצעה החברה בשנים האחרונות ברכוש קבוע ובכישות פעילויות מומנו בעיקר ממקורות הפעילות. לחברה מדיניות דיבידנד יציבה אשר תואמת את יכולותיה התזרימיות ואינה פוגמת בגמישותה הפיננסית.

אסם פועלת בסביבה עסקית מאתגרת המאופיינת בצמיחה פנימית מתונה בקטגוריות הליבה, בתחרות חריפה מול הרשתות הקמעונאיות הן ארציות והן פרטיות, ובגידול בנתח שוק של המותג הפרטי. ההתמודדות מול הרשתות מחייבת את הנהלת החברה לתמוך בסל המותגים באמצעות מאמצי פרסום מוגברים ולהפגין חדשנות גבוהה על מנת לבלוט בהשוואה למותגים מתחרים וזולים יותר, ועל מנת לשמור לעצמה את גמישות המחירים. החברה פועלת מזה שנים להרחבת הפעילות בחו"ל בתחומים מסוימים.

אופק הדירוג היציב נתמך בצפי להמשך גידול בפעילות בתמיכת הצמיחה בפעילות בארה"ב, ליציבות ברווחיות לאורך זמן ולשימור יכולת ייצור המזומנים הגבוהה.

אסם (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - מיליוני ₪:

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.09.2009	30.09.2010	
2,650	2,946	3,220	3,397	2,573	2,856	הכנסות
1,134	1,244	1,303	1,420	1,066	1,225	רווח גולמי
302	350	375	434	327	369	רווח (הפסד) תפעולי ¹
10	(23)	(36)	(36)	(21)	(35)	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
187	245	249	291	224	242	רווח (הפסד) נקי
7.0%	11.2%	9.3%	5.5%	5.8%	11.0%	שינוי במכירות %
42.8%	42.2%	40.5%	41.8%	41.4%	42.9%	רווח גולמי %
11.4%	11.9%	11.6%	12.8%	12.7%	12.9%	רווח תפעולי %
367	417	464	538	405	452	EBITDA
288	299	373	458	341	393	FFO
(36)	34	8	15	(21)	(84)	שינויים בהון החוזר
(281)	(360)	(484)	(295)	(84)	(100)	השקעות הוניות
(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(150)	דיבידנד ששולם
101	52	55	167	251	178	יתרות נזילות
119	152	405	326	347	265	חוב פיננסי

¹ הרווח התפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות, בשונה מצורת ההצגה בדוח הכספי.

0	344	366	841	386	869	התחייבויות אחרות ²
2,052	2,581	3,008	3,640	3,132	3,732	סך נכסים במאזן
68.9%	52.2%	49.3%	46.1%	51.4%	47.4%	הון עצמי למאזן
7.6%	10.0%	21.0%	16.0%	17.4%	12.8%	חוב פיננסי ל-Cap

פירוט גורמי מפתח בדירוג

פרופיל עסקי חזק תומך במגמת התחרות הגוברת בשוק

אסם הינה בין יצרניות המזון הגדולות בישראל, עם הכנסות של כ-3.7 מיליארד ש"ח לארבעת הרבעונים שהסתיימו בספטמבר 2010. אסם מחזיקה בסל מוצרים מגוון, הכולל שורה רחבה של מותגים מובילים במגוון קטגוריות. נתחי השוק של החברה בישראל נעים בין 25%-60%. בתשעת החודשים הראשונים של 2010 רשמו מכירות החברה בישראל גידול של כ-13%, בהשוואה לתקופה המקבילה, על רקע איחוד לראשונה של תוצאות מטרנה. בניטרול איחוד מטרנה, עלו המכירות של החברה בישראל בכ-3.5%, גידול אשר נבע מעלייה בכמות הנמכרת. צמיחת הפעילות בישראל מצויה תחת אתגר מתמשך על רקע מאפייני הענף ושיעורי החדירה הגבוהים. בשנים האחרונות ענף המזון מושפע מהתחזקות של רשתות השיווק המאורגנות והפרטיות (רשתות השיווק המאורגנות מהוות כ-25% ממכירות החברה) ומהתחזקות המותג הפרטי (מכירות המותג הפרטי ברשתות המזון מהוות כיום כ-6.5% מסך מחזור המכירות בענף המזון). עד כה, ההשפעה של המותג הפרטי על נתחי השוק של החברה, במרבית הקטגוריות הרלוונטיות, הייתה מועטה. הדבר נובע מחוזק מותגיה של החברה, מהפריסה הרחבה של המכירות בכל ערוצי השיווק (נוסף על הרשתות) ומחדשנות מוצרים גבוהה. במהלך 2010 החברה הוציאה לשוק יותר מ-עשרות מוצרים חדשים ו/או חידושים במוצרים קיימים. החברה תומכת במותגיה באופן עקבי גם באמצעות הוצאות פרסום וקידום מכירות גבוהות (כ-200 מיליון ₪ לשנה הוצאה ישירה), המהוות כ-6.0% מהמכירות בשיעור יציב בשנים האחרונות.

הרחבת הפעילות בחו"ל - מנוע הצמיחה העיקרי

הכנסות החברה בחו"ל במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 צמחו ב-1% בלבד, ובניטרול השחיקה המטבעית, גדלו המכירות בחו"ל בתקופה זו בכ-8.1%. הצמיחה נבעה בעיקר מהתרחבות החברה בתחום הסלטים המצוננים בארה"ב, באמצעות חברת הבת טרייב. פעילות זו הינה תוצאה של שילוב הידע והטכנולוגיה של אסם (על בסיס פעילותה של צבר) ונסטלה (על בסיס הפעילות בתחום מעדני החלב). מגמת הצמיחה במכירות צפויה להימשך אל תוך 2011 על רקע שיווק מוצרים חדשים, חידוש מותג וחדירה לרשתות שיווק חדשות. המכירות בחו"ל ברבעון השלישי של 2010 הושפעו לשלילה, באופן נקודתי ממיזוג פעילות פודטק לקווי הייצור של אסם בישראל ובצ'כיה. פודטק נרכשה על ידי אסם במהלך 2009 ועוסקת בייצור תחליפי בשר מצוננים. להערכת מידרוג, פעילות החברה בארה"ב מהווה מנוע צמיחה בשנים הקרובות.

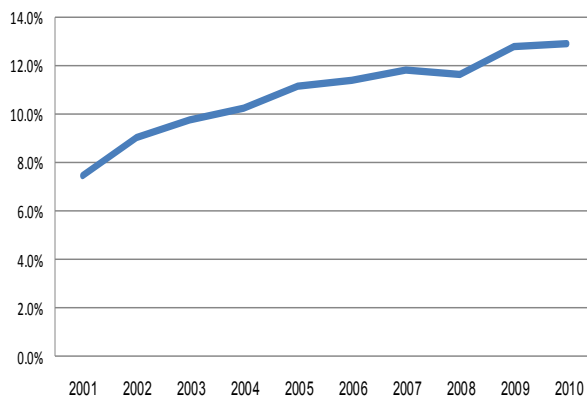
חשיפה למחירי חומרי הגלם העולים לצד גמישות מחיר טובה

במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 הרווחיות הגולמית השתפרה לרמה של כ-43%, רמה שאפיינה את פעילות החברה בשנים 2005-2006. השיפור ברווחיות הגולמית הינו על רקע יציבות במחירי חומרי הגלם, במחצית הראשונה של השנה. החל מהרבעון השלישי של 2010 החלה עליית מחירים משמעותית במחירי חו"ג שהובילה

² סעיף זה משקף את ערכן הנוכחי של אופציות מכר שהעניקה החברה לבעלי זכויות מיעוט בחברות מאוחדות, בהן היא מחזיקה פחות מ-100% (טבעול ומטרנה). במידה ובעלי מניות המיעוט יממשו את האופציה שברשותם, תהיה הקבוצה מחויבת לרכוש מהם את אחזקותיהם בחברות הבנות. החברה זוקפת הוצאות מימון רעיוניות בגין התחייבויות אלו.

לשחיקה מסוימת ברווחיות הגולמית, באותו רבעון. להערכת מידרוג, במהלך שנת 2011 עלולה לחול שחיקה נוספת ברווחיות הגולמית בשל העלייה המתמשכת במחירי חומרי הגלם החל מסוף הרבעון השלישי בשנת 2010. להערכת מידרוג, לאורך זמן, יכולת החברה להתאים את מחירי המכירה לעלייה במחירי הגלם הינה טובה על רקע המעמד העסקי וחוזק מותגיה.

אסם: רווחיות תפעולית 2000-2010 (באחוזים)



למרות השיפור ברווחיות הגולמית, החברה הציגה יציבות ברווחיות התפעולית, בהשוואה לתקופה המקבילה, לאור מאמצי שיווק מוגברים בארה"ב לחידוש ולחיצוק המותג טרייב והגברת מודעות הצרכנים למוצרים חדשים בארה"ב וכן מאיחוד לראשונה של מטרנה. לאורך השנים רשמת אסם שיפור מתמשך ברווחיות התפעולית, הנובע מהגידול במכירות, מהרחבת סל המותגים והחדרת מוצרים חדשים, משיפור הרכש וממהלכי התייעלות תפעוליים.

שיפור התזרים החופשי בעקבות קיטון בהשקעות ההוניות

התזרים החופשי של החברה בתשעת החודשים של שנת 2010 הושפע מקיטון בהשקעות ההוניות ברכוש קבוע וברכישת פעילויות. עד לשנת 2009 החברה השקיעה סכומים גבוהים בעיקר בהקמת מתקנים חדשים וברכישת פעילויות אשר הקטינו במידה משמעותית את התזרים החופשי של החברה. במידרוג מעריכים כי ההשקעות ברכוש קבוע בשנה הקרובה יהיו בעיקר בשמירה על הקיים והשקעות חדשות תהיינה בהיקפים נמוכים יחסית ויתמקדו בהוספת קווי ייצור. החברה נהגה לחלק כל שנה דיבידנד בהיקף קבוע של 100 מיליון ₪. גובה הדיבידנד עודכן בשנת 2010 לסך של 150 מיליון ₪. במידרוג מעריכים כי מדיניות דיבידנד יציבה תימשך גם בשנים הבאות.

איתנות פיננסית חזקה ויחסי כיסוי מהירים

לחברה מבנה פיננסי סולידי ויציב. היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 30/9/2010 הסתכם בכ-265 מיליון ₪, מרביתו אשראי לז"ק מבנקים. היקף החוב ירד במהלך שנת 2010 כתוצאה מפירעון הלוואה בנקאית לזמן ארוך. יחסי הכיסוי של החברה נותרו מהירים, נוכח השיפור בתזרימים השוטפים וירידה בהיקף החוב. יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA (מותאם) ליום 30/9/2010 הינו 1.2 שנים ויחס כיסוי החוב הפיננסי ל-FFO (מותאם) הינו כ-1.3 שנים. בבחינת היחסים מידרוג לוקחת בחשבון את ההתחייבות המאזנית למימוש אופציית הרכישה של 42% הנותרים בטבעול, ביתרה של כ-396 מיליון ₪ (האופציה מומשה בנובמבר 2010).³

³ יש לציין כי בשונה מההתאמה שאנו מבצעים לאופציה לרכישת מלוא האחזקה בטבעול, ההתחייבות בגין אופציית מטרנה (מוחזקת על-ידי אסם בשיעור של 51% ומאוחדת במלואה בדוחותיה). לרכישה עתידית של 49% הנותרים במטרנה לא נלקחה כחלק מהחוב הפיננסי המותאם, מכיוון שחושבה לפי נוסחת המחיר במועד המימוש הסופי, בעוד 10 שנים, המתבססת על הרווח הנקי הצפוי אז (יתרת התחייבות זו במאזן של אסם ליום 30/09/2010 הינה כ-473 מיליון ₪). במקום זאת, יחסי הכיסוי תוקנו על מנת להתאים את חלקה היחסי של אסם ב-EBITDA וב-FFO של מטרנה.

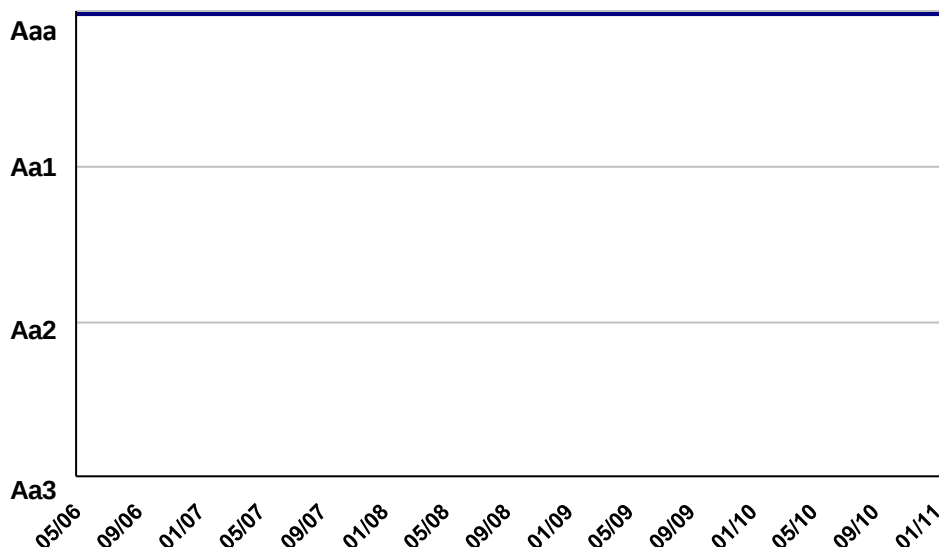
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו (מותאם) 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 (100%), שותפות מטרנה - העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מזון לפעוטות (51%), סלטי צבר תעשיות מזון בע"מ - יצרנית סלטים ומוצרים מצוננים (100% באמצעות חברת טבעול), בונד'ור (100%) ובית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת (100%), המייצרת רטבים ושימורים. 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 (100%), 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 הון 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 הון - 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 מאוד.
	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 מאוד.
	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: CIO50211000M

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 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 שירותי 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.