

אסם השקעות בע"מ

Aaa	יכולת פרעון כוללת (ISSUER)*
-----	-----------------------------

* דירוג יכולת פרעון כוללת, ניתן עד למסגרת חוב כוללת של 500 מיליון ש"ח.

פרופיל החברה

מחבר:

קרן ממן

אנליסטית

kmaman@midroog.co.il

סיגל יששכר

אנליסטית בכירה

i.sigal@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר-דיין

ראש תחום תאגידים

ומסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

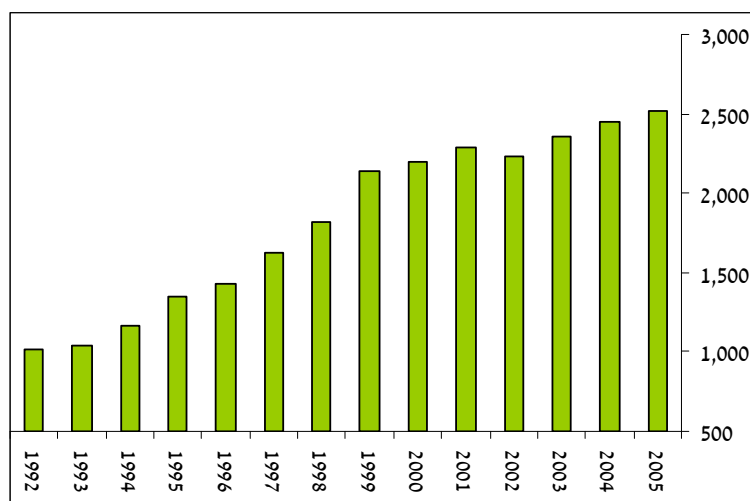
אסם השקעות בע"מ (להלן: "אסם" או "החברה"), ישירות וביחד עם שורה של חברות בנות ומוחזקות (להלן: "קבוצת אסם" או "הקבוצה"), פועלת בייצור ושיווק מזון בישראל ולחו"ל, ונמנית עם הקונצרנים המובילים בישראל בענף המזון. אסם נוסדה בשנת 1942 כחברה פרטית ובשנת 1992 הונפקו מניותיה למסחר. בשנת 1995 נרכשו מניות באסם על ידי NESTLE SA, (להלן: "נסטלה") בעלת השליטה, המחזיקה כיום 53.77% מהון המניות ומזכויות ההצבעה. המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי הקבוצה נחלקים לארבע קטגוריות עיקריות: חטיפים ומאפה (מלוחים, מתוקים, עוגות, שוקולד, דגני בוקר ועוד), קולינריה (מרקים, פסטה, קפה, שימורים ורטבים), מזון מצונן (סלטים, נקניק ונקניקיות) ומזון קפוא (מוצרי בשר ועוף מעובדים, תחליפי בשר וגלילות). הקבוצה מייצרת למעלה מ-1,000 פריטי ייצור בשמונה אתרים ברחבי הארץ, ומשווקת אותם באמצעות תשעה מרכזי הפצה אזוריים. לקבוצה הסכמים בלעדיים לשיתוף פעולה עם קבוצת נסטלה שוויץ, להפצת מוצרי נסטלה בישראל באופן בלעדי על ידי מערכות השיווק והמכירה של אסם. שיתוף הפעולה עם נסטלה, שהחל כאמור בשנת 1995, היווה מנוע צמיחה עיקרי של הקבוצה בעשור האחרון ומהווה מנוע צמיחה עתידי באמצעות חדירה לקטגוריות מוצר חדשות. לקבוצה הסכמים לייצור מוצרי נסטלה בישראל, והיא מקבלת ממנה סיוע טכני בנושא מחקר ופיתוח וכן זכויות שימוש נרחבות בידע בתחומי הייצור, הלוגיסטיקה והשיווק.

אסם השקעות בע"מ (מאוחד): נתונים כספיים עיקריים במיליוני ש"ח					
FY 01	FY 02	FY 03	FY 04	FY 05	
2,289	2,228	2,358	2,452	2,522	מכירות
171	201	231	251	271	רווח מפעולות רגילות
132	124	133	193	177	רווח נקי לתקופה
3.9%	(2.7)%	5.8%	4.0%	2.8%	שיעור השינוי במכירות
41.9%	43.2%	44.3%	44.1%	43.6%	רווח גולמי / מכירות
7.5%	9.0%	9.8%	10.2%	10.8%	רווח מפעולות רגילות / מכירות
329	164	332	209	297	נכסים פיננסיים בניכוי חוב פיננסי
850	926	914	987	1,114	הון עצמי סוף תקופה
1,708	1,654	1,617	1,576	1,717	סך הנכסים סוף תקופה
50%	56%	57%	63%	65%	הון עצמי / סך הנכסים
189	218	232	241	250	תזרים שוטף לפני הון חוזר
58	(68)	57	(78)	(17)	ירידה (עלייה) בצורכי הון חוזר
247	150	289	163	233	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
84	75	52	159	121	השקעות ברכוש קבוע
0.8	0.8	0.6	1.7	1.5	השקעות ברכוש קבוע / פחת

בין האחזקות העיקריות של הקבוצה ניתן למנות את **מגדנות הבית בע"מ** - יצרנית מוצרי מאפה מתוקים (שיעור אחזקה של 51% בהון המניות עם אופציה לרכישת מלוא הבעלות), **טבעול (1993) בע"מ** - יצרנית תחליפי בשר קפואים (58% עם אופציה לרכישת מלוא הבעלות), **סלטי צבר תעשיות מזון בע"מ** - יצרנית סלטים מוצרים מצוננים (בבעלות מלאה של טבעול) ו**בית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת** (100%) המייצרת רטבים ושימורים. בפברואר 2005 מכרה הקבוצה את חלקה (50%) בחברת **"עוף טוב (2001) בע"מ"**, יצרנית מוצרי בשר מעובדים, אך תמשיך בשנתיים הקרובות להפיץ את מוצריה.

קבוצת אסם: מכירות ומרווח לפי קטגוריות פעילות, שנת 2005			
במיליוני ש"ח			
קטגוריה	מכירות	% מכירות	מרווח תפעולי
חטיפים ומאפה	730	29%	14.3%
מזון בטמפרטורת החדר/ קולינרי	851	34%	11.9%
מזון מצונן	284	11%	11.2%
מזון קפוא	665	26%	5.1%
מקור: דוחות כספיים לציבור			

מכירות הקבוצה בשנת 2005 הסתכמו בכ-2.52 מיליארד ש"ח, לעומת מכירות של כ-2.45 מיליארד ש"ח בשנת 2004, גידול של כ-2.8%. בעשור האחרון רשמה אסם צמיחה גבוהה במכירות יחסית לשוק (למעט שנת 2002), עם ממוצע צמיחה של כ-7% - פועל יוצא של צמיחה פנימית, כניסה לקטגוריות חדשות באמצעות שיתוף הפעולה עם נסטלה וכן אסטרטגיית רכישות ומיזוגים. עם זאת, שיעור הצמיחה השנתי הממוצע בחמש השנים האחרונות נמוך משמעותית מזה שנרשם במחצית השנייה של העשור הקודם, עת החלה הקבוצה בשיתוף הפעולה עם נסטלה. בשנתיים האחרונות מתמקדת הקבוצה בשיפור היעילות התפעולית, תהליך שניכר בעלייה מתמשכת ברווחיות. **להלן גרף המתאר את מכירות קבוצת אסם בין השנים 1992-2005 (במיליוני ש"ח):**



המכירות לשוק המקומי מהוות בממוצע כ-87% מסך המכירות בשנים האחרונות. יתר המכירות, כמחציתן מוצרי טבעול, מופנות לחו"ל, ובעיקר לאירופה. במהלך שנת 2005 הודיעה החברה על רכישת מגרש בציכיה במטרה להקים בו מפעל של מוצרי טבעול, נוסף על המפעל בישראל, במטרה להרחיב את הייצור של טבעול וכן להתקרב לשווקי היעד. כמו כן בסוף שנת 2005 רכשה טבעול את חברת Halsans Kok, השנייה בגודלה בשוק תחליפי הבשר בשבדיה, אשר תשווק את מוצרי טבעול בארצות סקנדינביה. בשנת 2005 מהווים המוצרים מייצור עצמי כ-73% ממכירות הקבוצה, בעוד היתרה הינה מכירות של: מוצרים קנויים המיובאים מנסטלה, ומוצרים קנויים אחרים כמו מוצרי ירקות קפואים של תפוגן מילוטל ודורות ומוצרי בשר מעובדים של עוף טוב.

בשנת 2004 החלה הקבוצה בתהליך ארגון מחדש במסגרתו אוחדו מערכות הסחר וההפצה של כל המוצרים תחת "קבוצת אסם סחר", בוצע שינוי מבני בחטיבות המוצרים והוקם מטה מרכזי המספק שירותים תפעוליים לחטיבות ולחברות הבנות. בשנת 2005 הוחל בהקמת מרכז הפצה ולוגיסטיקה ארצי לכל מוצרי הקבוצה. המרכז מוקם על קרקע שרכשה הקבוצה בשנת 2004 בשטח של 100 דונם, באזור שהם ובסמוך לכביש 6. המרכז החדש אמור להחליף את המרכזים השונים הקיימים כיום וסיומו המשווער מתוכנן למחצית שנת 2007.

הקבוצה העסיקה נכון לסוף שנת 2005 כ-4,150 עובדים, מהם כ-1,690 עובדי ייצור, כ-1,990 עובדי מכירה, הפצה ולוגיסטיקה וכ-480 עובדי הנהלה. מרבית העובדים מועסקים בהסכמי עבודה קיבוציים.

בעלות וניהול

החלפת ניהול בקבוצה

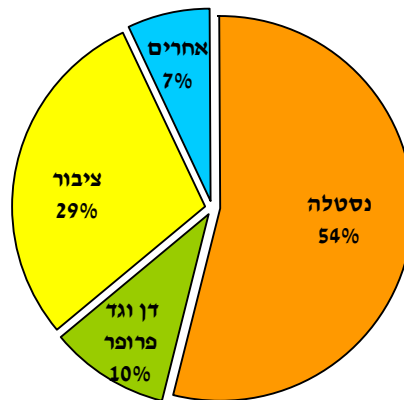
בחודש פברואר 2006 החליט דירקטוריון החברה למנות את מר גזי קפלן למנכ"ל החברה במקומו של דן פרופר, אשר שימש כמנכ"ל החברה מאז שנת 1981, ומכהן כיו"ר דירקטוריון פעיל החל מחודש אפריל 2006. גזי קפלן ייסד את חברת טבעול ומכהן כמנהלה הכללי. על סמך החברה, תהליך החלפת המנכ"ל נבנה בצורה הדרגתית כאשר במהלך התקופה האחרונה כיהן מר גזי קפלן גם כמשנה למנכ"ל וראש מטה ההנהלה.

הקבוצה מנוהלת ברמת מטה הקבוצה ועל ידי ההנהלה הבכירה וכוללת את:

שם	תפקיד
דן פרופר	יו"ר דירקטוריון
גזי קפלן	מנכ"ל הקבוצה
מאיר אימבר	משנה למנכ"ל תפעול
פנחס קימלמן	משנה למנכ"ל כספים
איציק צאיג	משנה למנכ"ל לסחר, מנכ"ל חברת הסחר
רני שגיב	סמנכ"ל שרשרת אספקה
פינקלשטיין אברהם	סמנכ"ל משאבי אנוש

החל משנת 2005, כחלק משינוי מבני בקבוצה, הוחלט כי מטה הקבוצה יספק שירותים משותפים לכל חברות הקבוצה בתחומי הכספים, מיחשוב, תפעול, משאבי אנוש ורכש, מהלך אשר עשוי להוביל לחיסכון בעלויות עקב מתן שירותים משותפים. כמו כן הוחלט על מעבר למבנה של שלוש חטיבות: מאפה וקפה, חטיפים ודגנים וקולינרית, מבנה זה יאפשר לקבוצה להתמקד ברמה הניהולית בקטגוריות השונות של המוצרים במטרה לשפר את נתחי השוק והחדשנות בכל קטגוריה. ראה תרשים מבנה ארגוני בנספח א'.

מבנה החזקת המניות ליום כתיבת הדוח :



בשנים האחרונות הגדילה NESTLE SA את אחזקתה בחברה, ההגדלה האחרונה בוצעה בחודש דצמבר 2005. יתר המניות מוחזקות בידי משפחות המייסדים, ובראשם האחים גד ודן פרופר, המחזיקים כל אחד 5% מהון המניות וזכויות ההצבעה. אחזקות הציבור עומדות על כ-29%.

אסטרטגיה עסקית

התמקדות בתחום הייצור והשיווק של מזון בישראל יחד עם התרחבות בחו"ל

קבוצת אסם, בניגוד לקונצרנים הגדולים של המזון בישראל, לא פנתה לשוק המשקאות או לתחומים משיקים אחרים, וצמיחתה נובעת בעיקר מהרחבת סל המוצרים, באמצעות רכישה של יצרנים קטנים ממנה, או דרך הרחבת שיתופי הפעולה עם קונצרן נסטלה בשוק המקומי. בנוסף הקבוצה פועלת להגדלת המכירות לייצוא, בעיקר בתחום תחליפי הבשר, בו היא נהנית מיתרון יחסי, באמצעות חברת טבעול, וכן תוך הישענות על נסטלה.

רכישת שליטה בחברות סינרגטיות

קבוצת אסם הוכיחה לאורך השנים מדיניות עקבית של רכישת שליטה בחברות המוחזקות. כך, בשנת 2003 רכשה אסם את חלקה של תנובה (49%) בשותפות נגה גלילות, המייצרת ומשווקת את גלילות נסטלה בישראל. בשנת 2004 היא רכשה את חלקו של קיבוץ בית השיטה בשותפות בית השיטה-עסיס (49%), ועוד באותה שנה רכשה אופציה לרכישת מניותיהם של בעלי המיעוט בחברת מגדנות הבית בע"מ (49%), המייצרת את מותג "עוגות הבית". אחד הצעדים האסטרטגיים של הקבוצה בוצע בשנת 2005, עם רכישת 7% נוספים ממניות טבעול מידי קיבוץ לוחמי הגטאות ואופציה לתקופה של 7 שנים, לרכישת מלוא האחזקות הנותרות של הקיבוץ בטבעול וכן רכישת חברת Halsans Kok בסוף שנת 2005, אשר תאפשר הרחבת פעילות טבעול לשאר מדינות סקנדינביה. בצעד הפוך, נפרדה לאחרונה הקבוצה מהשותפות בחברת עוף טוב, נוכח חוסר היכולת לרכוש שליטה מלאה בשותפות. להערכת מידרוג, רכישת שליטה מלאה נועדה לאפשר יישום ה-Corporate Policy של קבוצת נסטלה העולמית על כל חברות קבוצת אסם. מדיניות זו כוללת אימוץ תהליכי עבודה אופטימליים (Best Practices) לכל אורך שרשרת הערך.

זה-ארגון במבנה הקבוצה לצורך ייעול ניהול המותגים ואספקת שירותי המטה

בחודש ינואר 2005 החליטה הקבוצה על מעבר למבנה חטיבתי וכן על הקמת מטה הקבוצה אשר יספק שירותי מטה משותפים לכל חברות הקבוצה בתחומים של כספים, מחשוב, רכב, משאבי אנוש ושרשרת האספקה. על פי הסברי

החברה, המעבר למבנה החטיבתי נועד לאפשר לחברות הקבוצה להתמקד בניהול המותגים. במסגרת שינוי המבנה החטיבתי הוקמו שלוש חטיבות עסקיות, שירכזו את הפעילות העסקית של מוצרי אסם: חטיבה קולינרית המרכזת את מוצרי המזון (פסטה, תבשילים, מרקים, רטבים) חטיבת המאפה וחטיבת החטיפים. החטיבות העסקיות יפעלו במקביל לחברות הבת של הקבוצה: טבעול, צבר ונסטלה גלילות. תהליך זה המשיך את מהלך איחוד הסחר שבו החלה הקבוצה בשנת 2004, וכלל את מיזוג מערכות ההפצה והסחר של המזון בטמפרטורת החדר (מזון יבש), המזון המצונן והמזון הקפוא, על ידי הקמת קבוצת אסם סחר. מטרת המהלך הייתה להפעיל אסטרטגיות מכירה מתמקדות ומתמחות ולשפר את השירות ללקוחות. לדברי החברה, המהלך החל להניב פירות כבר בשנת 2004. כמו כן, בשנת 2005 הוחל בהקמת מרכז הפצה ולוגיסטיקה ארצי לכל מוצרי הקבוצה אשר יתרום לשיפור ההתייעלות גם מבחינת מיקומו הגיאוגרפי, וסיומו המשווער יהיה במחצית שנת 2007.

בחינת כניסה לקטגוריות מוצרים חדשות באמצעות רכישה אסטרטגית או באמצעות שיתוף פעולה עם נסטלה

התחרות הגוברת בשוק המזון, על רקע התמתנות הצמיחה והריכוזיות הגוברת בענף, הובילו לפריצת הגבולות המסורתיים בין השחקניות הגדולות. למגמה זו תרמו גם שיתופי פעולה אסטרטגיים עם קונצרנים בינלאומיים. כך חדרה אסם לתחום הגלילות, שהיה בשליטה כמעט מלאה של שטראוס, ולתחום השוקולד והקפה, שהיו בשליטת עלית. עלית מצידה, פועלת באינטנסיביות בקטגוריית החטיפים המלוחים, המצויה בשליטה מסורתית של אסם. הזכות הבלעדית של אסם לייצר, להפיץ ולהשתמש בידע ובטכנולוגיה של נסטלה, עשויה לעזור לה לפעול בקטגוריות פעילות חדשות, כגון: מזון לתינוקות, תחום החלב, מאפה קפוא, משקאות (מים מינרלים) ולפתח מוצרים חדשים בקטגוריות קיימות.

שיקולים עיקריים לדירוג

אחת מחברות המזון המובילות בישראל, הנהנית ממיצוב עסקי גבוה, המתבטא במוניטין ובכוח מותג חזקים; נתח שוק מוביל בשורה של מוצרי ליבה; סל מוצרים רחב, הנפרש על פני מספר קטגוריות מוצר, ללא תלות במוצר בודד או בקטגוריית מוצרים אחת; שורה של מותגים חזקים וותיקים; שיתוף פעולה פורה עם נסטלה העולמית במספר אפיקים, בהם: מו"פ, מאגרי ידע, מתודולוגיה, רכש משותף ומערכות מידע; שליטתה של נסטלה, המדורגת בעולם Aaa, תורמת במידה ניכרת להצלחת הקבוצה; הבעלים והנהלה הוכיחו אסטרטגיה עסקית ממוקדת, עקבית ומוצלחת, שהובילה לצמיחת הקבוצה גם בשנות המיתון, תוך חיזוק מעמדה העסקי של החברה ושמירה על מיצובה הגבוה בשוק; מדיניות פיננסית המאופיינת בשמרנות. לקבוצה אין חוב פיננסי והיא מחזיקה ביתרת מזומנים משמעותית; סביבה עסקית תחרותית מאוד ודינמית, הן מצד היצרניות המתחרות והן מצד רשתות השיווק שמעמדן התחרותי מצוי במגמת התחזקות; תלות גבוהה במחזוריות העסקית בשוק המקומי; ענף המזון מאופיין בצמיחה מתונה יחסית, ותלוי בקצב הגידול של האוכלוסייה; לקבוצה פוטנציאל להציג צמיחה באמצעות כניסה לקטגוריות ותחומים חדשים; תלות גבוהה ברשתות השיווק המאורגנות, המהוות כמחצית ממכירות הקבוצה בישראל; בשנתיים הקרובות מתוכננת עלייה בהיקף ההשקעה (מרכז הלוגיסטי ומפעל טבעול בצ'כיה) אשר יתרום לשיפור היעילות התפעולית והרחבת הפעילות הבינלאומית של מוצרי טבעול.

חוזקות

בין החברות הגדולות והוותיקות בתחום המזון בישראל, עם נתח שוק מוביל בקטגוריות הליבה, ונתח שוק משמעותי בכל יתר קטגוריות הפעילות

לקבוצת אסם מעמד חזק בענף המזון הישראלי, הנתמך בסל מוצרים רחב במגוון קטגוריות פעילות. הקבוצה היא אחת מחמש קבוצות המזון ומשקאות הגדולות בישראל והינה השלישית בגודלה, לאחר תנובה ושטראוס-עלית.

עפ"י מחקרי השוק של חברת אי.סי.נילסן, לקבוצה נתחי שוק גבוהים מאוד בקטגוריות הפעילות המסורתיות שלה: חטיפים מלוחים, פסטות, מרקים ותבשילים. החברה אף הוכרזה כמונופולין במוצרי איטריות ופסטה והיא מחוייבת בדיווח על מחירים. בסקר תדמית שנערך בפברואר 2006 על ידי מכון המחקר "הגל החדש", נבחרה אסם כחברת המזון המובילה, המועדפת והמוכרת ביותר בישראל. יתרונה בא לידי ביטוי במוניטין רב השנים, מותגיה החזקים, תדמית של קידמה טכנולוגית וכן רמת האיכות הגבוהה בכל תחומי המזון שבהן היא פועלת. מתוך מטרה לשמור על נתחי השוק ואף להגדילם וכן לשמור על היתרון היחסי של איכות מוצריה, הקבוצה משקיעה משאבים בפעילות מחקר ופיתוח עצמי, במקביל לשיתוף הפעולה עם נסטלה, אשר מקנה לה ידע ויכולת טכנולוגית פרי הפיתוח של נסטלה.

נתח – קטגוריה	נתח שוק*		מתחרים עיקריים
	2004	2005	
חטיפים ומאפים מתוקים	23%	25%	שטראוס-עלית, תלמה-יונילוור, מותגים פרטיים של רשתות המזון
חטיפים ומאפים מלוחים	53%	53%	
פסטה	65%	63%	
מרקים ותבשילים	46%	46%	תלמה-יונילוור, ויטה פרי הגליל, היינץ, מותגים פרטיים
רטבים	42%	42%	
קפה	37%	40%	שטראוס-עלית
חמוצים	41%	40%	ויטה פרי הגליל
סלטים	42%	43%	שטראוס עלית, סלטי שמיר
נקניקיות ופסטרמות	16%	16%	טירת צבי (תנובה), זוגלובק, יחיעם.
שניצלים וארוחות מוכנות	62%	**42%	זוגלובק, תנובה
גלידות	36%	38%	שטראוס-עלית

* נתחי השוק מבוססים על נתוני חברת אי.סי. נילסן בשוק הקמעונאי המבורקד, הכולל את רשתות השיווק הגדולות, מינימרקטים מבורקדים ורשתות שיווק עצמאיות. הנתונים אינם כוללים את השוק הפרטי הבלתי מבורקד (סופרמרקטים, חנויות מכולת וקיוסקים) ואת השוק המוסדי.

** חלק ממכירות עוף טוב שאינם מופצים ע"י הקבוצה אינן נכללות בשנת 2005, עקב מכירת אחזקות הקבוצה בעוף טוב

סל מוצרים רחב ומפוזר, המכסה את מרבית קטגוריית המזון, עם עוצמת מותג גבוהה מאוד בקטגוריות הליבה

הקבוצה מייצרת ומשווקת סל מוצרים רחב מאוד, הכולל מאות מוצרים בארבע קטגוריות עיקריות: תחום המזון היבש (נקרא גם "מזון בטמפרטורת החדר"), הכולל שתי קטגוריות עיקריות: חטיפים ומאפה (כ-29% מהמכירות בשנת 2005) וקולינרי - מוצרי מזון לרבות קפה (34%), קטגוריית המזון המצונן (11%) וקטגוריית המזון הקפוא הכוללת בעיקר מוצרי עוף והודו מעובדים (18%) וגלידות (8%). סל המוצרים של הקבוצה מפוזר, ואינו כולל מוצר בודד שמכירותיו מהוות מעל 5% מסך המכירות.

רוב המוצרים בתחום המזון היבש נתמכים על ידי מותגי הקורפורייט "אסם" ו-"נסטלה", זאת במסגרת מדיניות הקבוצה מזה מספר שנים לכנס מותגים תחת מותגי הבית תוך כדי חיזוקם. גם חלק מהמותגים העצמאיים, כמו "במבה", "עוגות הבית" ו-"פתי בר", נהנים מצילו של מותג המטרייה. עם זאת, סל המוצרים כולל עדיין מספר רב של מותגים עצמאיים, בתחום המזון המצונן ("סלטי צבר"), במוצרי החמוצים והתרכיזים ("בית השיטה-עסיס") ובתחום המזון הקפוא ("עוף טוב", "טבעולי"). מדיניות של כינוס מותגים תחת מותג קורפורייט היא חלק מאסטרטגיה שיווקית שנועדה לחזק את דימוי החברה ואת המודעות אליה, תוך חסכון בתחזוקת מותגים עצמאיים. מדיניות של החזקת מותגים עצמאיים, לעומת זאת, היא חלק מאסטרטגיה שיווקית של יצירת דימוי

ממוקד ומתמחה. קבוצת אסם, כמו כל תאגידי השיווק הגדולים, נעה בין שני קצוות האסטרטגיה הללו, בקטגוריות הפעילות השונות.

להלן פירוט המוצרים הנכללים תחת שמות המותג השונים של החברה:

שם מותג	סוג מוצרים
אסם (Corporate Brand)	חטיפים ומאפים מתוקים, פסטות, מרקים ותבשילים
נסטלה (Corporate Brand)	דגני בוקר, טבלאות שוקולד, קפה, מזון לחיות מחמד, גלידות
בית השיטה-עסיס	חמוצים בשימורים, חמוצים מצוננים, תרכיזים
סלטי צבר	סלטים
טבעול	תחליפי בשר, מוצרים מכילי ירקות
עוף טוב*	נקניקיות, פסטרמות, מוצרי בשר מעובדים

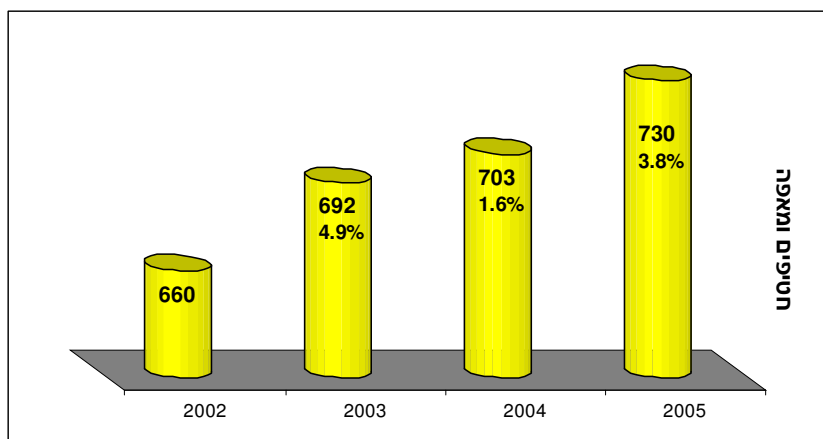
* בפברואר 2005 מכרה אסם את חלקה בבעלות "עוף טוב" אך תמשיך להפיץ את מוצרי החברה בשנתיים הבאות

ההשקעה של אסם במותג הקורפורייט ניכרת בעוצמת המותג, בעיקר בתחום "המזון היבש". כך, בסקר המותגים של גלובס לשנת 2005 עולה כי אסם מובילה בשנים האחרונות את מדדי המודעות, האיכות וההעדפה, בפער ניכר לפני עלית, המתחרה הבולטת בתחום זה.

להלן תאור קטגוריות המוצרים העיקריות של הקבוצה:

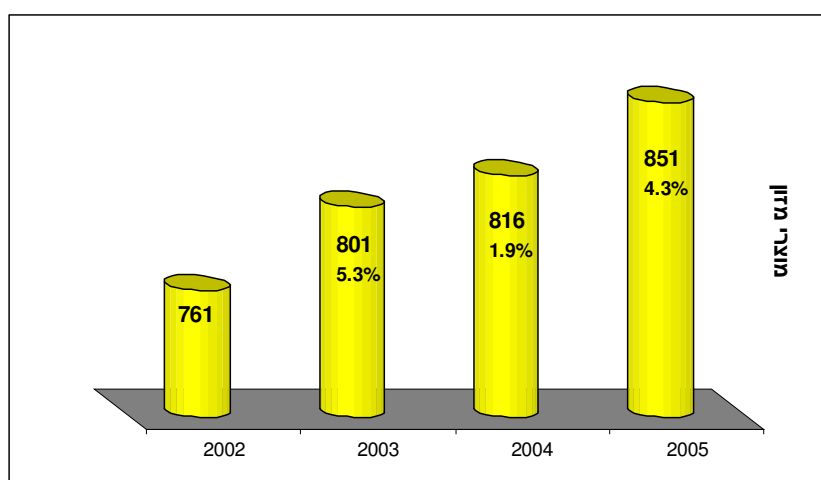
חטיפים ומאפה (כ-29% מסך ההכנסות ורווחיות גולמית של כ-52% - נתוני 2005)

תחום זה מתמקד במוצרים המשמשים לאכילה מיידית בין ארוחות או כתוספת לשתייה חמה. התחום מאופיין בתחרותיות גבוהה הבאה לידי ביטוי בעלויות פרסום גבוהות. הקבוצה הינה מובילת שוק בתחום החטיפים המלוחים ומוצרי המאפה ובין מוצריה הבולטים: "במבה", "ביסלי" ו"אפרופו", "עוגות הבית", "ערגליות" ו"פתיבר". הקטגוריה זוכה לשיתוף פעולה הדוק עם נסטלה, הבא לידי ביטוי בשימוש בידע ובטכנולוגיה שפותח במרכז העולמי שהקימה נסטלה בשנת 2002 בתחום החטיפים. וכן יבוא מוצרים כגון: קיט-קאט, באצ'י ומבחר דגני בוקר מחברת נסטלה. התחום דורש רמת חדשנות גבוהה אשר מתבטאת לעיתים במתיחת מותגים (דגני בוקר במבה), בפיתוח מוצרים חדשים (עוגות שטרודל) ובהרחבת קטגוריית הדיאט והדל שומן. ככלל, הקטגוריה מאופיינת בשיעורי צמיחה מתונים, עקב תחרות חזקה מצד מוצרים פרטיים של רשתות השיווק ומצד המתחרה העיקרית בתחום, קבוצת שטראוס-עלית. חסמי הכניסה העיקריים כוללים את הצורך בידע וטכנולוגיה, ההשקעות הגבוהות בצידוד ומכונות וכן הצורך במערכת הפצה ולוגיסטיקה. **להלן התפתחות הכנסות החברה הנובעות מהתחום בין השנים 2002-2005 (במיליוני ש"ח):**



מוצרי מזון בטמפרטורת החדר / קולינרי (כ- 34% מההכנסות ורווחיות גולמית של כ-46% - נתוני 2005)

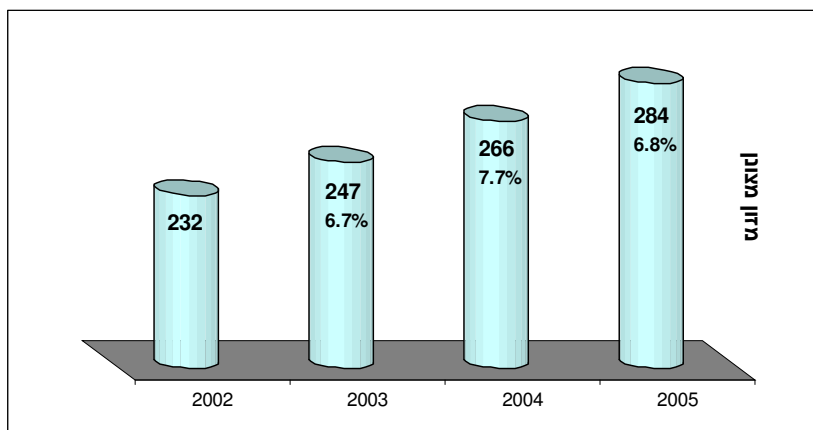
התחום כולל שורה ארוכה של קטגוריות מוצר בעלות מאפיינים שונים. העיקריות שבהן (פסטה, מרקים, תבשילים ורטבים) משווקות במותג המטריה "אסם", מוצרי המזון לחיות מחמד וקפה משווקים תחת מותג המטריה של "נסטלה" ומוצרים נוספים נמכרים במותג בית השיטה (בעיקר חמוצים) ועסיס (תרכיזים). התחום מאופיין בתחרות עזה ובהשקעה גבוהה בשיווק כאשר אחד האיומים הם מוצרים פרטיים של רשתות השיווק הגדולות. עיקר הגידול של פעילות הקבוצה נובע מרכישות ומיזוגים (צמיחה חיצונית) מאחר והתחום מאופיין בצמיחה פנימית נמוכה יחסית. הקבוצה מובילה את מרבית הקטגוריות, עם נתחי שוק גבוהים מאוד, כאשר בתחום הקפה מובילה אסם, תחת המותג "נסקפה רד מאג", כשאחריה ניצבת שטראוס-עלית עם "ארומה". **להלן התפתחות הכנסות החברה הנובעות מהתחום בין השנים 2002-2005 (במיליוני ש"ח) :**



מזון מצונן (כ- 11% מההכנסות ורווחיות גולמית של כ-39% - נתוני 2005)

כולל בעיקר את מוצרי הסלטים של החברה הבת סלטי צבר וכן את הנקניקיות, פסטרמות ומוצרי הבשר המעובדים האחרים של עוף טוב. בפברואר 2005 מכרה הקבוצה את חלקה (50%) בבעלות עוף טוב, אך למרות זאת הציגה גידול בהכנסות בשנת 2005. באופן כללי תחום זה מציג צמיחה גבוהה יחסית בשנים האחרונות, פועל יוצא של חדשנות טכנולוגית ששיפרה את איכות המוצרים, מאמצי שיווק ומיתוג. קטגוריה זו מובחנת ברגישות המוצרים לשרשרת האספקה והקירור, דבר הדורש הערכות תפעוליות ולוגיסטיות גבוהה במיוחד. רמת התחרות בענף הינה גבוהה מאוד אם כי רק בין יצרני המזון המקומיים, מאחר ולנוכח מגבלות הטרייות התחום אינו חשוף במיוחד ליבוא מתחרה מחו"ל.

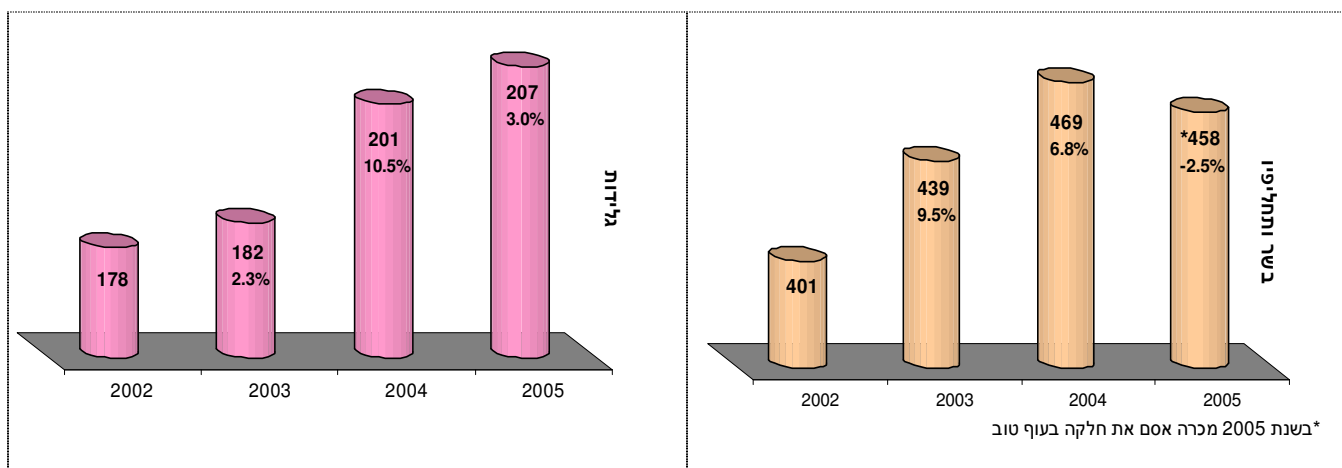
להלן התפתחות הכנסות החברה הנובעות מהתחום בין השנים 2002-2005 (במיליוני ש"ח):



מזון קפוא (כ- 26% מההכנסות ורווחיות גולמית של כ-34% - נתוני 2005)

תחום זה כולל בתוכו שתי קבוצות מוצרים:

בשר ותחליפיו: קבוצת מוצרים זו נחלקת לשתי קטגוריות עיקריות: שניצלים ומוצרי בשר מעובדים על בסיס עוף והודו המשווקים תחת שם המותג "עוף טוב" ותחליפי בשר על בסיס סויה וירקות במותג "טבעולי". שתי הקטגוריות מבוססות על מוצרי נוחות - מוצרים קפואים המיועדים להכנה מהירה, ומאופיינות בצמיחה מהירה ובחדשנות גבוהה הנסמכת על השקת טעמים חדשים. בולטת בייחוד קטגוריית תחליפי הבשר, הנחשבת חדשנית יחסית ופונה לפלחי שוק הולכים וגדלים. קטגוריה זו מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה בחו"ל. בעוד קטגוריית מוצרי העוף הינה תחרותית מאוד, הרי שהחברה נהנית ממעמד שוק מוביל בתחום תחליפי הבשר, בארץ ובחו"ל. **להלן התפתחות הכנסות החברה הנובעות משתי קבוצות המוצרים בין השנים 2002-2005 (במיליוני ש"ח):**



גלילות: הקבוצה פועלת בתחום תחת שם המותג נסטלה. שיתוף הפעולה עם נסטלה שיפר באופן משמעותי את תוצאותיה בתחום, לאחר שהשקיעה בהקמת קו ייצור חדשני. בשנים האחרונות היא הגדילה את נתח השוק באמצעות השקת מוצרים חדשים, לרבות גלילות יוגורט ושיפור קו הגלילות הביתיות (המשווקות תחת המותג "קרמיה"). התחום מאופיין בחדשנות ובתחרותיות גבוהות מאוד. החדשנות מתבטאת בהרחבת הטעמים והשילובים ובגידול בקטגוריית גלילות בריאות, שצמחה במידה משמעותית בשנתיים האחרונות. שטראוס עלית, ביחד עם יונילור, מובילה את התחום, עם נתח שוק של מעל 50% ואילו אסם-נסטלה ניצבת שנייה, עם נתח שוק של כ-38%.

שיתוף פעולה הדוק עם קבוצת נסטלה העולמית תורם לצמיחת החברה, לחדשנות טכנולוגית, להתייעלות תפעולית ולשיפור תהליכי הניהול והעבודה

שיתוף הפעולה עם נסטלה היווה מנוע צמיחה חשוב לקבוצה בעשר השנים האחרונות, במהלכן השיקה שורה ארוכה של מותגים מבית היוצר של הקונצרן הבינלאומי. לחברה זכות בלעדית לייצר ולהפיץ את מוצרי נסטלה בישראל ולעשות שימוש במוטג העל (Cooperate Brand) "נסטלה" וכן במוטגים הספציפיים: ססטר צ'ויס, Nescafe, Kit-, Kat, באצ'י ופורינה. סל המוצרים של נסטלה מהווה פוטנציאל להרחבת קו המוצרים של הקבוצה גם בעתיד, למשל בקטגוריות מוצרי החלב, מזון לתינוקות והמים המינרליים.

כמו כן, כחלק מההסכם הבלעדי לשיתוף הפעולה עם נסטלה, נהנית אסם מפרי המחקר של נסטלה אשר משקיעה למעלה מ-600 מיליון דולר בשנה בפיתוח של מוצרים חדשים ב-18 מרכזי מחקר שברשותה. בנוסף לכך, בשנת 2002 הקימה נסטלה בישראל מרכז מחקר ופיתוח עולמי בתחום החטיפים המלוחים, בצמוד למפעל אסם בשדרות, בהשקעה של כ-25 מיליון ש"ח. במרכז עובדים 12 עובדי נסטלה, בניהם מדען פיתוח עתיר ניסיון, וכן 3 טכנולוגים של אסם אשר עברו הכשרות במרכזי הפיתוח של נסטלה בעולם. המפעל פעיל במספר תחומים, בהם: פיתוח חטיפים מלוחים, שיפורים תזונתיים ברמת המוצרים, בהסתמך על מחקרים שנעשו במעבדות נסטלה וכן קישור של אסם עם מרכזי פיתוח אחרים של נסטלה בעולם.

שיתוף הפעולה מקנה לאסם עליונות תחרותית ומתבצע בשני מישורים עיקריים: **איכות המוצר**: מדריך האיכות של נסטלה (Nestle Quality System) מיושם בכל אתרי החברה ובכל התהליכים העסקיים, כאשר יישומו הינו בבחינת חובה לכל אורך שרשרת האספקה. תקני האיכות מיושמים ומבוקרים גם אצל השותפים העסקיים (לדוג' יצרני חו"ג) וכן בכל תהליכי הכשרת ועבודת הצוות.

עלות מוצר: נסטלה ניתנה תהליכי עבודה במפעלים בתחומי פעילות זהים תחת אחזקתה, עד לרמת עלות פרטנית של הוצאות, כגון: חו"ג, קבועות, פחת וכו'. מתוך מפעלים אלו נבחרו מספר מפעלים, בעלי תהליכי עבודה אופטימליים (Best In Class) אשר קבוצת אסם, על פי כל תחום פעילותה, מושוות אליהם. תהליך זה, הנבחן באופן שוטף על ידי צוותים של נסטלה, המגיעים אחת לתקופה לאתרי החברה בישראל, מאפשרים לאסם לייעל ולהתאים תהליכי עבודה ועלויות למפעלי נסטלה העולמיים אשר מצויים ברמת יעילות גבוהה ביותר.

מהלכי ההתייעלות בהם החלה אסם בשנתיים האחרונות, הכוללים את איחוד מערכות הסחר והקמת מרכז הפצה ולוגיסטיקה ארצי, מבוססים במידה רבה על ידע ומשאבים שנבעו לה מזכויות השימוש בידע של נסטלה בתחומי השיווק, הלוגיסטיקה המכירה והייצור. כמו כן, בכוונת החברה להשתלב בפרויקט מיחשוב עולמי המתבצע על ידי נסטלה שמטרתו ליצור סטנדרטיזציה עולמית בין כל מערכות המחשב (חומרה ותוכנה) בכל חברות נסטלה בעולם.

חסמי כניסה גבוהים לענף, הנובעים מהשקעות גבוהות בייצור ומהצורך לבנות ולבסס מותגים, מקטינים אפשרות חדירה של חברות מתחרות קטנות ובינוניות

ענף המזון בישראל מאופיין בריכוזיות הולכת וגוברת, פועל יוצא של רכישת יצרנים קטנים ובינוניים בידי החברות הגדולות. הקושי להתמודד מול כוחן הגדל של רשתות השיווק, מול הוצאות שיווק גבוהות על החדרת מותגים ורכישת שטחי מדף ומול השקעה גבוהה בהון חוזר, דחקו מהענף בשנים האחרונות יצרנים קטנים ובינוניים, ומהווים חסמי כניסה משמעותיים בפני יבואנים. עם זאת, חסמי הכניסה הניצבים בפני יבואנים פרטיים קטנים, הפונים לשווקי נישא, הינם נמוכים יותר. שחקנים אלו פונים מחד לפלחי השוק הגבוהים (עם יבוא ממותג ומתמחה) או, מאידך, לפלחי השוק הנמוכים, מוטי המחר.

תחום פעילות	מחסומי כניסה עיקריים
חטיפים ומאפה ומזון	■ השקעות גבוהות בפיתוח מוצרים חדשים ובניית מותגים

- השקעות בציוד ומכונות - צורך במערך הפצה ולוגיסטיקה - מגבלת כשרות (יבוא מחו"ל)	בטמפרטורת החדר
- השקעות בתשתיות קירור אחסון והפצה - יכולת התמודדות עם סוגיית הטרייות - אורך חיי מדף קצרים (יבוא מחו"ל)	מזון מצונן
- השקעות גדולות בחדרי הקפאה ובהפצה קפואה - צורך בטכנולוגיה ברמה גבוהה על מנת להגיע לאיכות גבוהה	מזון קפוא

ההשקעות ברכוש קבוע ובהון החוזר ממומנות מתזרים שוטף מפעילות, והקבוצה נהנית מאיתנות פיננסית ונזילות טובות מאוד

בהיעדר חוב פיננסי משמעותי בכל אחת מהתקופות האחרונות, נהנית אסם מאיתנות פיננסית גבוהה מאוד ומנזילות טובה, תוך שהיא מממנת את צורכי ההשקעה ברכוש קבוע ובהון חוזר, בעיקר ממזומנים הנובעים מפעילות שוטפת. לקבוצה יתרת מזומנים והשקעות לזמן קצר בסך של כ-301 מיליון ש"ח ליום 31.12.2005, לעומת סך של כ-230 מיליון ש"ח ליום 31.12.2004, כאשר עיקר הגידול נבע מתמורה ממימוש ההשקעה בחברת "עוף טוב", ביחד עם הירידה בהשקעות ברכוש קבוע ותשלומי הדיבידנד באותה שנה. זאת לעומת שנת 2004 בה חלה ירידה חדה ביתרת המזומנים, שהופנתה בעיקר למימון עלייה בצורכי הון חוזר, השקעות ברכוש קבוע וכן פרעון אשראי לבנקים.

דוח מקורות ושימושים:

במיליוני ש"ח	2005	2004	2003	2002	2001
מזומנים מפעילות שוטפת (לפני הון חוזר)	250	241	232	218	189
ירידה בצורכי הון חוזר	-	-	57	-	58
מכירת רכוש קבוע	-	-	-	60	45
מימוש השקעה בחברה מאוחדת	48	-	-	-	-
סך המקורות	298	241	289	278	292
עלייה בצורכי הון חוזר	17	78	-	68	-
השקעות ברכוש קבוע	115	156	51	68	75
פרעון אשראי והלוואות	6	59	100	5	21
תשלום דיבידנדים	71	139	156	158	174
אחר	17	4	12	29	-
סך השימושים	227	437	319	328	270
עלייה (ירידה) במזומנים והשקעות ז"ק	71	(196)	(30)	(50)	22

תמצית מאזן מאוחד:

במיליוני ש"ח	12.05	12.04	12.03	12.02	12.01
מזומנים והשקעות לז"ק	301	230	411	431	489
הון חוזר תפעולי	796	751	703	694	664
רכוש קבוע	530	509	430	461	483
רכוש אחר	89	86	73	68	72
סך נכסים	1,717	1,576	1,617	1,654	1,708
אשראי והלוואות מבנקים	4	21	79	166	159
הון חוזר תפעולי	462	420	471	410	539

98	79	65	62	41	התחייבויות אחרות לז"א
62	73	88	86	95	זכויות מיעוט
850	926	814	987	1,114	הון עצמי
1,708	1,654	1,617	1,576	1,717	סך התחייבויות והון עצמי

יחסי איתנות פיננסית טובים מאוד כתוצאה מרמת חוב אפסית. נכון ליום 31.12.2005 לחברה עודף נכסים פיננסיים

נכון ליום 31.12.2005 הסתכם החוב הפיננסי המאוחד של אסם בכ-4 מיליון ש"ח, ומשקף ירידה הדרגתית ברמת החוב בשנים האחרונות, זאת כאמור, כתוצאה מעודפי הנזילות של הקבוצה אשר מהווים את מקורות המימון, מבלי שתזדקק למימון בנקאי משמעותי. ההון העצמי וזכויות המיעוט, תוצאות רווחיה השוטפים של הקבוצה, מממנים את מרבית הנכסים, עם יחס הון עצמי למאזן של 58% בממוצע בחמש השנים האחרונות. לקבוצה אין שיעבודים על נכסיה מאחר וכאמור אין היא נעזרת באשראי בנקאי. יתרה מזאת, לחברה הסכם שיעבוד שלילי עם הבנקים, לפיו, במידה ובעתיד תקבל הקבוצה אשראי בנקאי מהבנקים, לא יירשמו שיעבודים לטובתם, כל עוד תעמוד אסם באמות מידה פיננסיות.

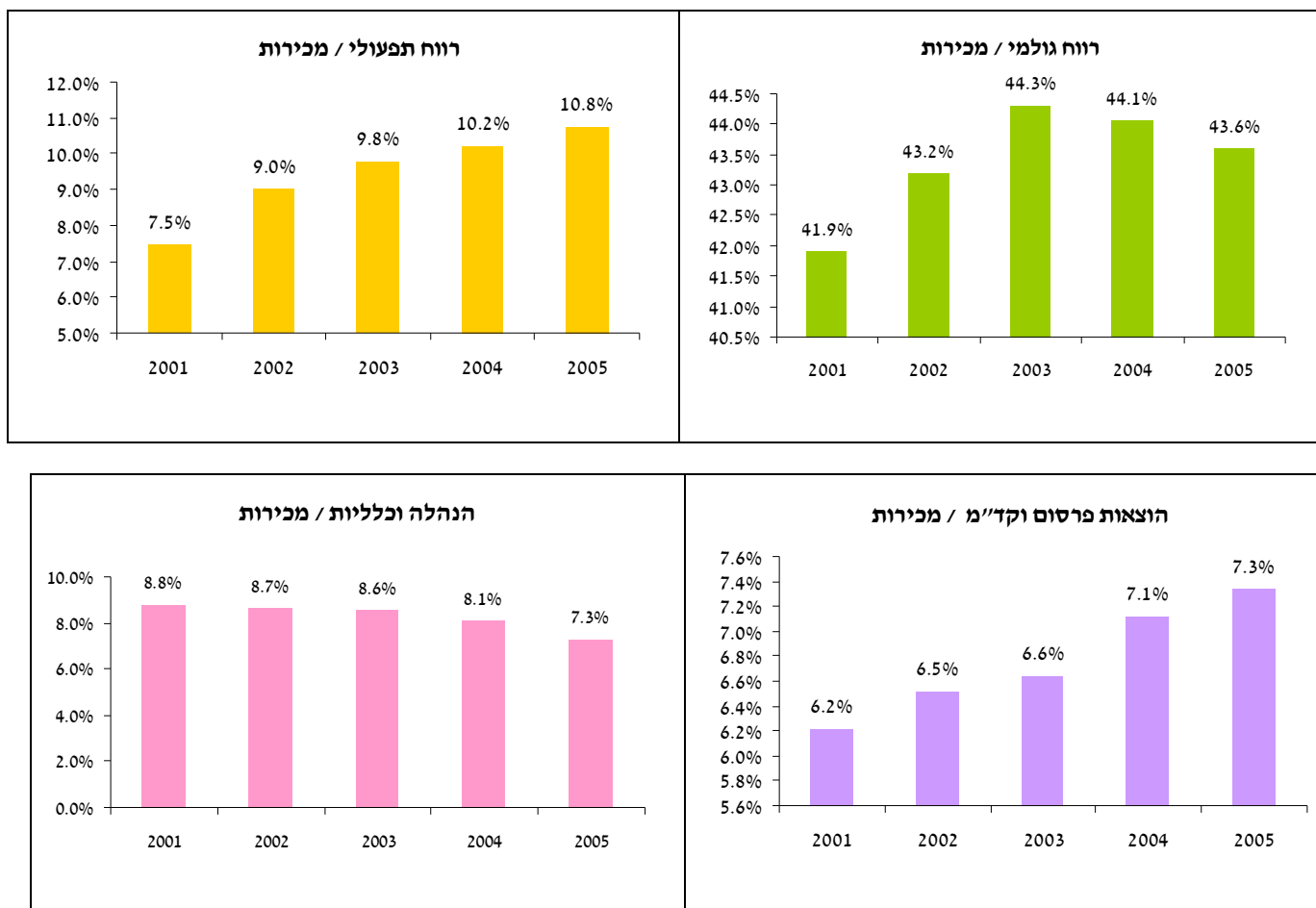
יחסי איתנות פיננסיים עיקריים:

<u>12.01</u>	<u>12.02</u>	<u>12.03</u>	<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	במיליוני ש"ח
159	166	79	21	4	חוב פיננסי
52	38	28	6	0	מזה זמן ארוך
489	431	411	230	301	נכסים פיננסיים
(329)	(264)	(332)	(209)	(297)	עודף נכסים פיננסיים על התחייבויות פיננסיות
1,123	1,222	1,144	1,155	1,255	CAP
50%	56%	57%	63%	65%	הון עצמי / מאזן
76%	76%	80%	85%	89%	הון עצמי / CAP

רווחיות ויעילות תפעולית טובות, אשר אינן נופלות במידה ניכרת גם מהענקיות הבינ"ל

קבוצת אסם הציגה בשנים האחרונות שיפור ניכר ברווחיות התפעולית אשר נבע בעיקר מהגידול בהיקפי הפעילות ומשיפור ברווחיות הגולמית. שיפור זה הוא תוצאה של השקעה בת מספר שנים בתהליכי התייעלות בייצור ובהפצה, הכוללים מיזוג של מפעלים ויעול תהליכי העבודה במפעלים. כמו כן, פעלה אסם לצמצום הוצאות אדמיניסטרטיביות על ידי איחוד שירותי המטה וההנהלה. לשיפור ברווחיות תרמה גם הרחבת קו המוצרים, ובפרט הגידול במכירות מוצרי פרימיום רווחיים, כמו טבעול וסלטי צבר. מנגד, רשמה הקבוצה עלייה משמעותית בהוצאות הפרסום והמכירות ביחס למכירות, גורם הנובע מגידול במספר המותגים ומהחדרת מוצרים חדשים, אולם גם מהתייקרות בהוצאות הפרסום ומתחרות חזקה, התובעת יותר פעולות שיווק הגנתיות על מנת לשמור על נתח שוק ושם המותג.

בבחינת הרווחיות הגולמית של החברה לשנת 2005, ניתן להבחין בירידה קלה, וזאת כתוצאה ממכירת חברת עוף טוב בשנת 2005, אשר המכירות בגינה נרשמות כיום תחת סעיף תוצרת קנויה (כחלק מהסכמי ההפצה עם אסם) בעוד שטרם המכירה, נרשמו תחת סעיף ייצור עצמי. שינוי זה גרם לשחיקה מסויימת ברווחיות הגולמית מאחר ומחירי התוצרת הגמורה מגלמים בתוכם מרווח לטובת עוף טוב. ראוי לציין כי הרווחיות התפעולית של החברה באותה שנה שופרה.



בהשוואה לחברות דומות לה באופי פעילותן, בישראל ובעולם, ניצבת אסם במעמד טוב יחסית מבחינת יחסי הרווחיות והיעילות התפעולית.

יחסי רווחיות בחברות מזון בישראל ובעולם (ממוצע 2003-2005)						
דנונה*	פפסיקו	קראפט	נסטלה	שטראוס-עלית	אסם	
15.4	32.6	34.1	69.2	0.9	0.5	מכירות 2005 (מיליארדי \$)
165	213	348	280	137	130	הכנסה שנתית לעובד (אלפי \$)
50.9%	54.9%	37.4%	58.0%	40.8%	44.0%	רווח גולמי / מכירות
12.9%	18.0%	15.8%	12.7%	7.8%	10.3%	רווח תפעולי / מכירות
36.3%	36.0%	20.6%	45.3%	33.1%	33.8%	שיווק והנהלה / מכירות
12.9%	13.4%	9.1%	7.9%	2.2%	6.8%	רווח נקי / מכירות
16.9%	34.3%	10.5%	18.8%	17.9%	18.2%	תשואה על ההון העצמי
A1	Aa3	A3	Aaa	Aa1**	-	דירוג Moody's
Stable	Positive	Stable	Stable	-	-	אופק הדירוג

* נתוני 06/2005 בגילום שנתי
 ** דירוג מקומי, מידרוג

שליטת נסטלה העולמית, המדורגת Aaa, מחזקת את מעמדה העסקי ואיתנותה הפיננסית של אסם

קבוצת נסטלה הינה קונצרן המזון הגדול בעולם, עם מכירות שנתיים של 80 מיליארד דולר בשנת 2005 לעומת 67 מיליארד דולר בשנת 2004. סל המוצרים של נסטלה רחב וכולל מנות מוכנות, מים מינרליים, קפה ותה, גלידות, חטיפים ומוצרי חלב. המותגים הבולטים הם Nestle, Maggi, Perrier, Vittel, Nescafe, Nestea, Kitkat. על אף היותה תאגיד בינלאומי נוקטת נסטלה באסטרטגיה לוקאלית, כשהיא פועלת במרבית המדינות בעולם עם מותגיה הנבחרים, תוך פיתוח מוצרים מתאימים לשווקים המקומיים. השוק האמריקאי הינו הגדול ביותר עבורה, עם 20% מהמכירות בשנת 2004, אך יש לה נוכחות משמעותית גם בשווקים מתפתחים, ושווקי אסיה, אמריקה הלטינית ואפריקה תרמו לה 26% מהמכירות בשנת 2004. שיעור ה-EBITDA בשווקים המתפתחים בשנת 2005 עמד על 17.4% והינו גבוה מהשיעור הכללי של נסטלה אשר עמד על 12.5%. חברת Nestle SA, בעלת השליטה באסם, מדורגת על ידי Moody's בדירוג ההשקעה Aaa. הנימוקים העיקריים לדירוג הגבוה של נסטלה הינם מיצוב עסקי מעולה, מדיניות פיננסית שמרנית ותזרימי מזומנים חזקים, הנובעים מצורכי השקעה נמוכים, משיפור בהון החוזר ומהוצאות מימון נמוכות יחסית.

מעמד נסטלה בשוק הבינלאומי לפי קטגוריות פעילות	
קטגוריית מוצר	דירוג
מזון קפוא	1
חטיפים מתוקים	1-2
מים מינרליים	1
מזון תינוקות	1
מוצרי חלב	1
מזון יבש	1
מזון לחיות בית	1-2
גלידות	1-2
מקור: נתוני Moody's	

הקמת המרכז הלוגיסטי יתרום לשיפור היעילות התפעולית, על ידי מיזוג מרכזי ההפצה הקיימים לאתר

מרכזי אחד

קבוצת אסם מפעילה שמונה אתרי ייצור ברחבי הארץ, בשטח בנוי כולל של כ-120 אלף מ"ר. למעט ייצור החטיפים, הנפרש על פני ארבעה אתרים שונים, יתר המוצרים מיוצרים במפעלים ייעודיים, ברובם קווי ייצור חדשים יחסית וממוכנים. בנוסף, מפעילה אסם תשעה אתרי הפצה: בצפון (2 מרכזים), באזור המרכז (5), באר שבע (1) ואילת (1), אשר באמצעותם מחולקת הסחורה ללקוחות החברה ברחבי הארץ. להערכת מידרוג, ריבוי האתרים (הפצה וייצור), חלקו תוצאה של מדיניות המיזוגים והרכישות וחלקו צמיחה פנימית בקבוצה, מכביד על הוצאות החברה ופוגם ביעילותה. בעקבות המעבר למרכז הלוגיסטי החדש, אשר ישמש כמרכז אחסנה ואחזקה ראשי, תופץ הסחורה ללקוחות החברה ממקום מרכזי אחד, למעט שלושה אתרי הפצה שימשיכו לפעול במתכונתם הנוכחית. המעבר למרכז החדש עשוי לייעל את תהליכי ההפצה וניהול המלאי באמצעות מערכות ממוחשבות וכן לחסוך הוצאות שינוע מיותרות. השלמת הבנייה וההקמה של המרכז הלוגיסטי מתוכננת ליוני 2007.

לקבוצה מספר מפעלים במעמד של "מפעל מאושר", בהתאם לחוק לעידוד השקעות הון. הכנסות הנובעות מ"מפעל מאושר" זכאיות לשיעורי מס מופחתים במשך 7-10 שנים מתחילת הפעלת המפעל. מפעל במעמד מאושר זכאי גם למענקי השקעה לפי אזור הפיתוח בו הוא מצוי. כחלק מתוכנית ההתייעלות והמעבר למרכז הלוגיסטי, כל אתרי הייצור של החברה ימוקמו באזורים פריפריאליים עם העדפה לאזורים בהם יקבלו מתקני החברה מעמד של "מפעל מאושר". במרבית קווי המוצרים מדווחת החברה על רמת ייצור נמוכה יחסית: 50% בתחום החטיפים, 30% בתחום המזון בטמפרטורת החדר, וכ-60% במפעל החדש של חברת הבת -סלטי שמיר בקרית גת. בתחום המזון הקפוא, המפעל בלוחמי הגטאות מתקרב למיצוי יכולת הייצור שלו, ועל כן הוחלט על רכישת מגרש בשטח של 42 דונם בצי'כה. בשנת 2005 השקיעה הקבוצה ברכוש קבוע סך של 121 מיליון ש"ח, ברכישת מכונות וציוד למספר קווי ייצור, במפעל חדש של סלטי צבר בקרית גת ובהקמת מרכז הלוגיסטי החדש. היקף ההשקעות ברכוש קבוע היה בממוצע על פני השנים האחרונות בגובה הפחת החשבונאי השנתי. עם הפעלת המרכז הלוגיסטי החדש, יגדלו הוצאות הפחת החל משנת 2008 בכ-20 מיליון ש"ח לשנה, אשר יכוסו על ידי החיסכון בשכירויות ובעלויות התפעול.

להלן פירוט קווי הייצור של הקבוצה :

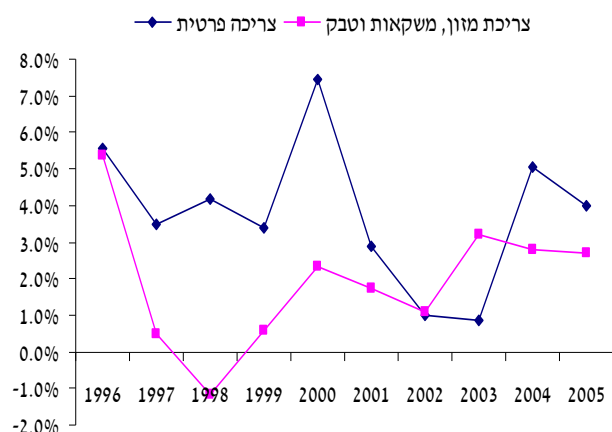
מיקום המפעל	אלפי מ"ר בנוי	קווי ייצור	סוג אחזקה
שדרות	31	חטיפים מלוחים, מרקים, תבשילים, תוספי אפייה	חכירה
יקנעם	21	חטיפים מלוחים, מוצרי מאפה	חכירה
בית השיטה	25	חמוצים ותרכיזים	שכירות
לוחמי הגטאות	12	מוצרי טבעול	שכירות
קריית מלאכי	12	גלידות	שכירות
פתח תקווה*	5	חטיפים	חכירה
חולון	3	חטיפים	שכירות + חכירה
קרית גת	NA	סלטים	חכירה

* לאחר המעבר למרכז הלוגיסטי בשוהם, יועבר מפעל הייצור לשדרות

להלן פירוט מרכזי ההפצה של הקבוצה :

מיקום המרכז	תחום פעילות	המצב לאחר הקמת המרכז הלוגיסטי	סוג אחזקה
עכו	אחסון מצונן וקפוא	יבוטל	שכירות
רמת השופט	אחסון מזון בטמפ' חדר	ימשיך לפעול	שכירות
פ"ת (א')	אחסון מזון בטמפ' חדר	יבוטל	בעלות
פ"ת (ב')	אחסון מצונן וקפוא	יבוטל	שכירות
בני ברק (א')	אחסון מזון בטמפ' חדר	יבוטל	שכירות
בני ברק (ב')	אחסון מזון בטמפ' חדר	יבוטל	שכירות
ירושלים	אחסון מזון בטמפ' חדר	יבוטל	שכירות
באר שבע	אחסון מזון בטמפ' חדר	ימשיך לפעול	בעלות
אילת	אחסון מזון בטמפ' חדר	ימשיך לפעול	שכירות

צריכת מזון מול צריכה פרטית כוללת בישראל: שיעור שינוי בשנים 1995-2005



קושי להציג צמיחה אורגנית נוכח מאפייני שוק המזון בישראל וקטגוריות הפעילות של הקבוצה

ענף המזון בישראל ובעולם מאופיין בקצב צמיחה מתון יחסית, בדומה למדינות מערביות. בשנים 1995-2005 רשמה ההוצאה השנתית לצריכת מזון, משקאות וטבק שיעור שינוי שנתי ממוצע של 1.9%, בהשוואה לשינוי של 3.8% בהוצאה הכוללת לצריכה פרטית. בו בזמן, שנות המיתון האחרונות הובילו להתמעטות היצרנים הקטנים ולריכוזיות גוברת בשוק המזון, כאשר שלושת היצרנים הגדולים מהווים 46% מהמכירות ועשרת הגדולים מהווים 65%. היצרניות הגדולות מנהלות תחרות עזה על נתחי שוק, על שטחי מדף ועל קטגוריות פעילות, תוך פלישה לתוך קטגוריות פעילות מסורתיות זו של זו.

תלות גבוהה במחזוריות הכלכלית בישראל

הייצור והשיווק של הקבוצה מתבצעים ברובם בשוק המקומי ונתח המכירות המופנה לחו"ל אינו רושם שיעורי צמיחה משמעותיים (שיעור גידול ממוצע של כ-6.5% בחמש השנים האחרונות). הייצוא לחו"ל מתמקד בקווי מוצר בהם לקבוצה יתרון יחסי משמעותי בשווקי היעד, ואילו פעילות הליבה מכוונת לשוק המקומי. מאפיין זה יוצר לקבוצה חשיפה אינהרנטית למחזוריות הכלכלית המקומית. יש לציין עם זאת, כי עד כה הקבוצה צלחה את שנות המיתון במידה טובה, בזכות אסטרטגיה נכונה של צמיחה חיצונית, באמצעות רכישות ומיזוגים ובזכות שיתוף הפעולה עם נסטלה.

פוטנציאל הצמיחה של החברה נובע מהתרחבות בחו"ל, נוכח קיטון בקצבי הצמיחה בישראל

הכנסות הקבוצה בשנת 2005 הסתכמו בכ-2.5 מיליארד ש"ח - גידול של 2.8% בהשוואה לתקופה המקבילה. המכירות בשנת 2004 הסתכמו בכ-2.4 מיליארד ש"ח בממוצע, שיעור גידול של 4.0% בהשוואה לשנת 2003. בממוצע על פני השנים 2000-2005 רשמה הקבוצה שיעור צמיחה שנתי בהכנסות של 2.8%, זאת בהשוואה לממוצע של 12.9% בין השנים 1994-1999. שיעורי הצמיחה המרשימים שאפיינו אותה במחצית השנייה של שנות ה-90, נבעו מתחילת שיתוף הפעולה עם קונצרן נסטלה. עם זאת, בשנים 1999-2004 חלה ירידה של 0.4% בהוצאה הממוצעת של משקי הבית למזון (ללא פירות וירקות) כאשר צמיחת מכירות הקבוצה באותן שנים הושפעה לטובה ממדיניות רכישות ומיזוגים בתחומים סינרגטיים כמו סלטים, חמוצים, בשר מעובד ותחליפי בשר של יצרניות מזון בישראל. אולם, גם הצמיחה הגבוהה שהציגה הקבוצה, יחסית לשוק בשנים האחרונות, משקפת כאמור האטה בהשוואה לשנות ה-90. להלן שיעורי השינוי במכירות בחלוקה לישראל וחו"ל:

	2001	2002	2003	2004	2005
מכירות בישראל	2.8%	(3.7%)	6.2%	2.6%	3.7%
מכירות בחו"ל	13.0%	4.8%	3.3%	13.6%	(2.4%)
סה"כ גידול במכירות	3.9%	(2.7%)	5.8%	4.0%	2.8%

מנועי הצמיחה העיקריים של החברה בשנים האחרונות היו טבעול וסלטי צבר מאחר וקטגוריות הליבה של אסם, חטיפים מלוחים ופסטה, מאופיינות בשיעורי צמיחה מתונים וברמת חדשנות נמוכה יחסית, וכמצב נתון הקבוצה מחזיקה בהם נתחי שוק גבוהים מאוד. עם זאת, להערכת מידרוג, שיתוף הפעולה עם נסטלה מציב לחברה פוטנציאל לחדירה לקטגוריות חדשות ולגידול בהכנסות מהשוק המקומי.

המכירות לשוק המקומי מהוות כ-87% מסך המכירות בשנים האחרונות. יתר המכירות, ברובן בתחום המזון הקפוא ובעיקר תחליפי בשר, מופנות לחו"ל, ובעיקר לאירופה. **להלן התפלגות מכירות היצוא בין השנים 2003-**

2005:

2003	2004	2005	
49%	50%	42%	טבעול
25%	23%	25%	אסם (מוצרים יבשים)
20%	18%	22%	אסם USA ו UK (מוצרים יבשים)
6%	7%	8%	סלטי צבר
0%	2%	3%	נגה גלדות
100%	100%	100%	סה"כ

לחברה מספר יתרונות מהותיים בפעילות בחו"ל אל מול המתחרים המקומיים בחו"ל והם: יתרון טכנולוגי איכותי בכל הקשור לתחום תחליפי הבשר, קשרים ומערכות יחסים עם חברות נסטלה בעולם ויתרון הכשרות בכל הקשור לשוק היהודי הכשר. ההפצה בחו"ל נעשית באמצעות חברות בנות: אסם U.K ו-אסם USA. קרוב ל-60% ממחזור המכירות של טבעול מיועד ליצוא, ברובו לאירופה, המופץ באמצעות חברת הבת טבעול אירופה. טבעול נחשבת למובילת שוק במספר מדינות באירופה ביניהן גרמניה ואיטליה בשוק תחליפי בשר, עובדה הבאה לידי ביטוי בנתחי שוק של למעלה מ-35%. במהלך שנת 2005 הודיעה הקבוצה על רכישת מגרש בצ'כיה במטרה להקים בו מפעל של מוצרי טבעול בסיועה של נסטלה, נוסף על המפעל בישראל בקיבוץ לוחמי הגטאות, במטרה להרחיב את ייצור המוצרים וכן על מנת להתקרב לשווקי היעד. כמו כן, לאור ההצלחה של הפעילות באירופה, רכשה טבעול בדצמבר 2005 את חברת Halsans Kok בשבדיה אשר עוסקת בשיווק ומכירה של מוצרי טבעול תחת המותג בבעלותה, ותאפשר לטבעול להרחיב ולהעמיק את אחיזתה בשוק הסקנדינבי.

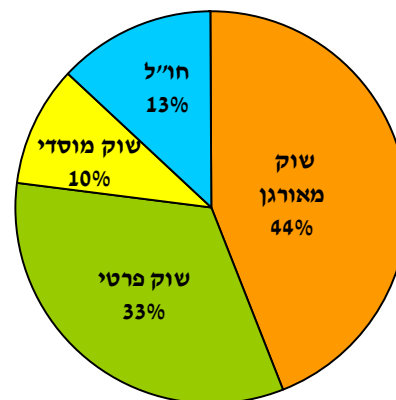
התחזקות מעמדן של רשתות השיווק ובראשן שופרסל, לצד היחלשות השוק הפרטי, מגדילות את הלחץ על הרווחיות. רשתות השיווק המאורגנות מהוות 51% ממכירות הקבוצה בישראל

רשתות המזון הגדילו משמעותית את חלקן בשוק המזון בעשור האחרון, והוא עמד על כ-55% בשנת 2004. חלקה של הרשת הגדולה – שופרסל, הינו כ-26.6% וחלקה של רשת קו אופ הריבוע הכחול הינו 25.5%. קריסתה של רשת קלאבמרקט בשנת 2005 ורכישת פעילותה על ידי שופרסל הגדילה במידה משמעותית את חלקה בשוק של האחרונה. האיום התחרותי מצד רשתות השיווק הגדולות מקבל שני ביטויים עיקריים, בתחרות מול חברות המזון הגדולות בישראל, אשר עלולים להחריף בתקופה הקרובה. ביטוי אחד הינו בצד החמרת תנאי הסחר, והוא נובע מהשאיפה של רשתות השיווק לשפר את שיעורי הרווחיות, על רקע שחיקה שחלה בהם בשנים האחרונות, כתוצאה, בין השאר, מגידול מהיר בשטחי המסחר, מהתחזקות הרשתות הפרטיות ומהמיתון הכלכלי.

ביטוי בולט נוסף הוא במעמד המותגים הפרטיים, שחלקם במכירות של רשתות השיווק הולך וגדל. על פי ההערכות, שופרסל מחזיקה נתח שוק של 3% בייצור מזון למותג הפרטי שלה, "סופר קלאס", המשתרע על פני 207 קטגוריות מזון ולא מזון. המותג של קלאבמרקט "פרימייר קלאב" מחזיק 185 קטגוריות. המותג הפרטי נמצא עדיין בשלבים ראשוניים בישראל, עם נתח שוק של 4% במכירות רשתות השיווק, בהשוואה ל-15% בממוצע עולמי.

לקוחות החברה נחלקים לארבעה סוגים עיקריים שיוך סקטוריאלי:

1. **שוק מאורגן** : כולל את רשתות השיווק הגדולות (שופרסל, קו אופ ריבוע כחול וקלאב מרקט אשר נרכשה ע"י שופרסל) וכן הרשתות הפרטיות הגדולות (חצי חיים, טיב טעם, רמי לוי ואחרים) אשר היוו יחד 51% ממכירות הקבוצה בישראל בשנת 2005 (44% מסך מכירות הקבוצה, **כולל חו"ל**). שני הלקוחות העיקריים של החברה בשוק הנ"ל, הינם : שופרסל עם שיעור של כ-16% מסך המכירות לשנת 2005, וקו-אופ עם שיעור של 12%.
 2. **שוק פרטי** : כולל כ-10,000 נקודות מכירה של חנויות מכולת, מינימרקטים וקיוסקים. שיעור המכירות ללקוחות אלו עומד על 38% מהמכירות בישראל (33% מסך מכירות הקבוצה, **כולל חו"ל**) ואין לקבוצה תלות בלקוח עיקרי.
 3. **שוק מוסדי** : כולל בתי מלון, מסעדות, משרד הביטחון וגופים מוסדיים אחרים. לקוחות אלו מהווים כ-12% מהמכירות בישראל בשנת 2005 (10% מסך מכירות הקבוצה, **כולל חו"ל**). אין בשוק זה לקוח מהותי, והוא מאופיין בפיזור רחב.
 4. **לקוחות החברה בחו"ל** : מהווים כ-13% מסך המכירות בשנת 2005 וכוללים רשתות מזון גדולות כמו טסקו, סיינסבורי, אלברט היין, דלז ואחרים.
- להלן התפלגות סך המכירות לפי סוגי לקוחות בשנת 2005:**



צורך מתמיד בהפגנת חדשנות על מנת לצמוח ולעמוד במגמות השוק, יחד עם העלייה במודעות הציבור לרכיבי המזון ולערכיו התזונתיים, מהווה אתגר רציני ליצרניות המזון המעובד

הצמיחה המתונה והתחרות העזה בשוק המזון דורשים מיצרניות המזון מידה רבה של חדשנות על מנת לשמור על מעמדן בשוק ולשפר את הרווחיות. חדשנות מסוג אחד הינה חדשנות אסטרטגית, הכרוכה בפיתוח והחדרה של קטגוריות חדשניות, של פיתוחים מפתיעים בקטגוריות קיימות או של פנייה לפלחי שוק חדשים. חדשנות זו נדירה יותר ואף מסוכנת יותר. חדשנות מסוג נפוץ יותר הינה נקיטה של מהלכים הגנתיים, אשר הכרחיים כדי לא לאבד נתחי שוק, נוכח טעמים משתנים של הציבור או נוכח חדשנות אסטרטגית מצד מתחרות. חדשנות מסוג זה כרוכה ביכולת לקרוא את תנאי השוק המשתנים ולהגיב עליהם במהירות. היא כרוכה בהוצאות שיווק ומכירה גבוהות, שלא תמיד מסייעות בבניית המותג והדימוי של החברה לטווח הארוך. דוגמה טיפוסית לחדשנות מסוג זה הינה השקת מוצרים שיענו על מגמת הבריאות.

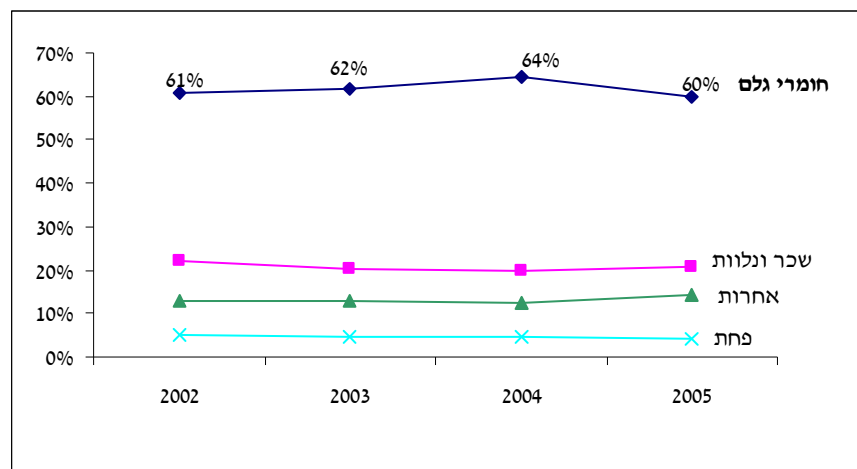
כך, לצד העלייה ברמת החיים והביקוש למזון נוחות מעובד, ניכרת בשנים האחרונות מגמה גוברת של מודעות ציבורית לרכיבים התזונתיים של מזון מעובד, ופגיעה בלגיטימציה של מזון בעל שיעורי שומן גבוהים ורכיבים נוספים הנתפסים כמזיקים, כמו שומן הטראנס או קרבונט. מגמה זו מהווה מזה מספר שנים אתגר טכנולוגי ושיווקי משמעותי עבור חברות מזון בעולם ובישראל, המנסות לפתח ולשווק מוצרים דלי שומן, מלח וסוכר, או, לחילופין, להחדיר מוצרים עתירי ויטמינים, סיבים ושאר מרכיבים הנתפסים בריאותיים. קשה לאמוד את העלות הכלכלית של התפתחות זו, הכוללת מחד אובדן הכנסות ממוצרים קיימים, ומאידך, עלויות פיתוח ושיווק של מוצרים חדשים, אולם היא בוודאי אינה זניחה, ומאיימת על רווחיות החברות ועל נתחי שוק בסגמנטים מסוימים. לאסם יתרון יחסי על פני מתחרותיה בשוק, עקב החיבור למקורות הטכנולוגיה והפיתוחים של נסטלה בעולם בתחום התזונה הנכונה.

גורמי סיכון פיננסיים

חומרי הגלם מהווים מרכיב מרכזי בתשומות הייצור, והקבוצה חשופה להתייקרויות ותנודתיות במחיריהם

חומרי הגלם מהווים מרכיב מרכזי בהוצאות הייצור של הקבוצה, ואף רשמו עלייה בין השנים 2002-2004, ככל הנראה בשל התייעלות בקווי הייצור, שהובילה לירידה יחסית בחלקן של הוצאות השכר וכן בשל שינוי בתמהיל המוצרים. בשנת 2005 היוו חומרי הגלם 60% מעלות הייצור של המוצרים מייצור עצמי, לעומת 64% בשנת 2004. הירידה בעלות חומרי הגלם הינה פועל יוצא של עלייה בעלות מוצרים אחרים, הנרכשים מספקי התוצרת הקנויה ובעיקר התוספת של עוף טוב, כאמור, כתוצאה ממכירת חלקה של אסם בחברה. להלן התפלגות עלות המכר בייצור

עצמי בין השנים 2002-2005:



חלק מחומרי הגלם שרוכשת הקבוצה הינם קומודיטיס שמחירים מושפע מתנודות מחירים בשווקי הקומודיטיס בבורסות העולם, מתנודות בשערי חליפין וכן משינויים במזג אויר. ראוי לציין כי מאחר ומדובר בשינויי מחיר גלובליים, המשפיעים על הענף כולו (בארץ ובחו"ל), מחירי המכירות לצרכנים וללקוחות מתעדכנים בהתאם. להלן

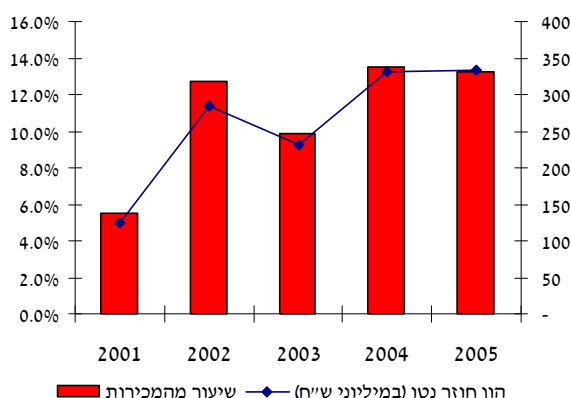
פירוט חו"ג עיקריים על פי תחומי פעילות:

תחום פעילות	חו"ג עיקריים	תלות בספק
חטיפים ומאפה	קמח, שמן, חמאת בוטנים, סוכר	אין
מזון בטמפרטורת החדר	קמח, ירקות, שמן, סוכר	אין
מזון מצונן	טחינה, חומס, ירקות, שמן	אין
מזון קפוא	אלבומין, תוצרי חלב	אין

לחברה יש הסכם עם נסטלה, המאפשר לה לעשות שימוש בשירותי מרכז הרכש של נסטלה בתאילנד, המתמחה באיתור ספקי חומרי גלם ואריזות בעולם, תוך כדי קביעת מחירים המתבססים על היתרונות לגודל של נסטלה. הקבוצה מסתייעת בשלב זה בעיקר ברכש של סוכר.

על פני השנים, ניכרת תנודתיות בצרכי ההון החוזר ובשיעורם מהמכירות, המשפיעים על תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת

קבוצת אסם (מאוחד): הון חוזר וחלקם במכירות



בשנת 2004 רשמה הקבוצה עלייה חדה בצרכי ההון החוזר לעומת שנת 2003 (כ-100 מיליון ש"ח) אשר נבעה הן מעלייה ביתרת הלקוחות והן מירידה ביתרת הספקים. בשנת 2005 לא נרשמה עלייה בצרכי הון חוזר והם עמדו על שיעור של כ-13.3%, בדומה לשנת 2004, זאת על אף עלייה ביתרת הלקוחות והחייבים, מאחר שבמקביל נרשמה עלייה ביתרת ספקים. הגידול בצרכי ההון החוזר מעבר לגידול במכירות, פגע בתזרימי המזומנים של הקבוצה מפעילות שוטפת בייחוד בשנים 2002 ו-2004. על פני השנים, ניכרת תנודתיות בצרכי ההון החוזר ובשיעורם מהמכירות.

<u>12.01</u>	<u>12.02</u>	<u>12.03</u>	<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	יחסים תפעוליים:
5.5%	12.7%	9.8%	13.5%	13.3%	הון חוזר נטו / מכירות
1.78	2.09	2.14	2.25	2.35	יחס שוטף
1.49	1.74	1.76	1.79	1.92	יחס מהיר
65.76	71.76	70.71	68.99	70.98	ימי לקוחות
148.01	118.30	130.86	111.80	118.59	ימי ספקים (כולל זכאים אחרים)
51.28	53.92	54.19	53.81	51.62	ימי מלאי

ימי האשראי (לקוחות ומלאי) של הקבוצה בשנתיים האחרונות דומים לאלו של המתחרה שטראוס-עלית, אולם בהשוואה לחברות הבינלאומיות בולטים לרעה צרכי ההון החוזר הגבוהים של החברות הישראליות, בהם גם ימי אשראי לקוחות. בבחינת יחסי הנזילות (יחס שוטף ומהיר) בולטת לטובה אסם, אשר שומרת על יחסים גבוהים לאורך השנים ואף גבוהים משאר החברות הבינלאומיות.

יחסי יעילות תפעולית בחברות מזון בישראל ובעולם (ממוצע שנים 2003-2005)						
<u>אסם</u>	<u>שטראוס-עלית</u>	<u>נסטלה</u>	<u>קראפט</u>	<u>פפסיקו</u>	<u>דנונה*</u>	
12.2%	12.9%	7.9%	3.4%	(1.2)%	(5.9)%	הון חוזר תפעולי / מכירות
2.3	1.1	1.2	1.0	1.2	1.3	יחס שוטף
1.8	0.8	1.0	0.6	1.0	1.1	יחס מהיר
70.2	63.2	53.4	42.0	37.4	46.1	מספר ימי אשראי לקוחות
53.2	65.8	72.6	61.2	42.4	34.7	מספר ימי מלאי

* נתוני 06/2005 בגילום שנתי

אשראי ללקוחות אינו מבוטח בחלקו הקטן

מכירות הקבוצה מתבצעות ברובן באשראי, כאשר כ-70% מיתרת החוב מבוטח במסגרת ביטוח אשראי, 15% בביטחונות שונים כגון ערבויות בנקאיות, בעוד היתרה (15%) אינה מבוטחת, למעט ביטחונות אישיים ועל כן נתונה בסיכון. הסיכון העיקרי נובע מכך שהאשראי ללקוחות בשוק הקמעונאי המאורגן ובעיקר רשתות המזון הגדולות אינו מבוטח בחלקו, וזאת כתוצאה ממגבלות חברת ביטוח האשראי אשר מאשרת ביטוח אשראי עבור מלוא החוב. על סמך הנהלת הקבוצה, מדיניות האשראי הינה שמרנית, זאת מכיוון שהקבוצה מקבלת בטחונות ממרבית לקוחותיה, וכן תנאי האשראי של הלקוחות נקבעים כפונקציה של גודל לקוח ורמת ביטחונות. לקבוצה כללי חיתום עצמיים לבחינת איתנות לקוחותיה, המנוהלים על ידי עובד החברה האחראי לנושא. בנוסף, הקבוצה נוהגת בגישה שמרנית גם בהפרשות לחובות שלדעת ההנהלה גבייתם מוטלת בספק, וכן חובות מסופקים, שלהערכת ההנהלה אין סיכוי לגבותם, נמחקים מספרי החברה. בנושא קלאב מרקט, הקבוצה מדווחת כי נקטה במספר אמצעים שנועדו לצמצם את ההפסד, וכן דאגה להגדיל בשנים האחרונות את ההפרשה לחומ"ס בגין קלאבמרקט באופן הדרגתי, תוך צמצום מכירות והקטנת החשיפה. ראוי לציין כי אסם הינה חברת המזון היחידה שהציגה ירידה בהוצאות לחומ"ס בשנת 2005 לעומת שנת 2004, על אף נפילת קלאב מרקט.

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת או מחייבת והיא נוהגת לקבוע את סכומי הדיבידנד כפונקציה של עודפי הנזילות ותזרימי המזומנים, תוך התחשבות בתוכניות השקעה עתידיות. בפועל, חילקה הקבוצה בשנים האחרונות בממוצע כ-100% מהרווח השנתי כדיבידנד. נכון ליום 31.12.2005 לחברה יתרת עודפים הראויים לחלוקה בסך של כ-505 מיליוני ש"ח.

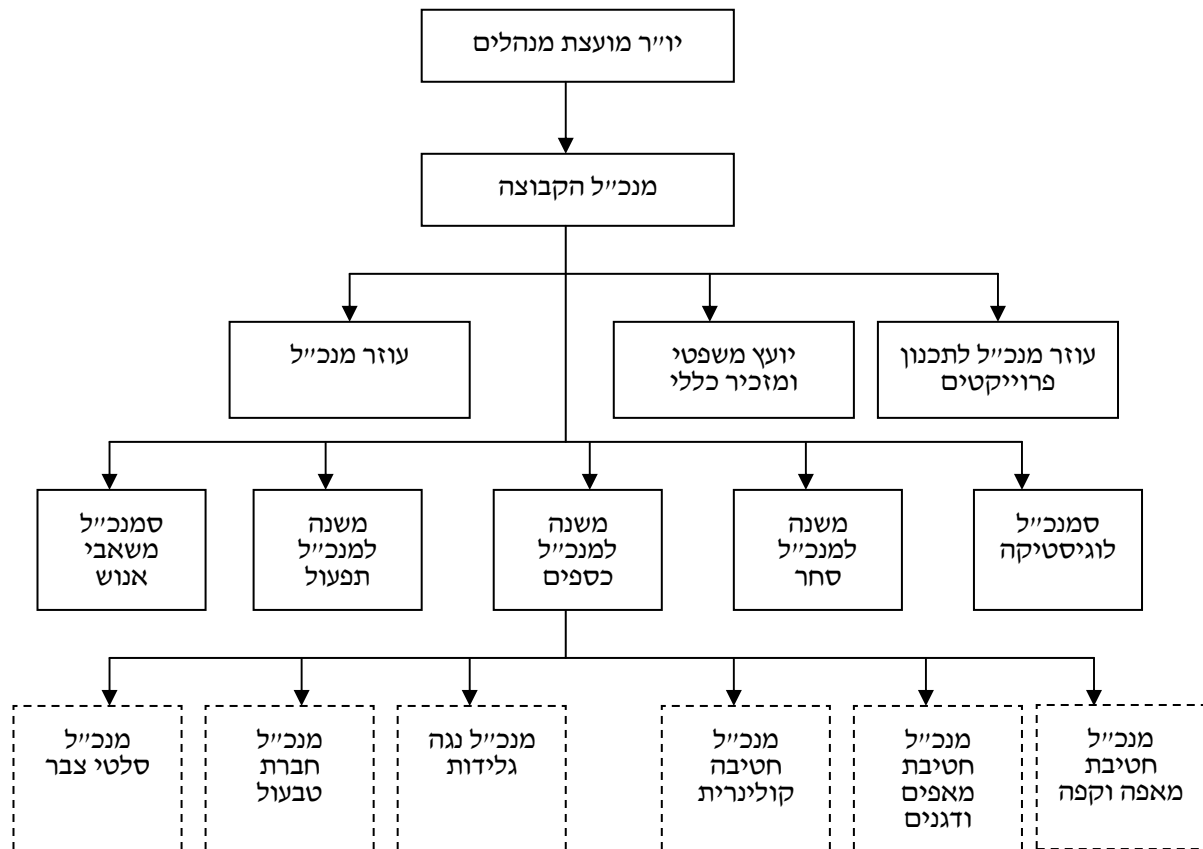
שנה	סכום הדיבידנד ששולם* (מיליוני ש"ח)	רווח נקי לסוף שנה
2005	71.3	177.2
2004	139.5	192.8
2003	156.1	133.4
2002	157.9	123.6
2001	174.0	132.0

* כולל דיבידנדים ששולמו לבעלי מיעוט

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים להשפיע להורדת הדירוג:

- איבוד נתחי שוק והעדר נוכחות בקטגוריות חדשות
- שחיקה ברווחיות וירידה מהותית ביחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי
- פגיעה קשה באיכות המוצרים הסופיים אשר עלולה לפגוע במוניטין ובמכירות ותחשוף את הקבוצה לתביעות מצד צרכנים



סולם דירוג ISUUER

דרגת השקעה	Aaa	למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של מנפיקים אלו.
	Aa	המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגות Aaa. מנפיקה המדורגות בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגות Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגות Aaa.
	A	למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	המנפיקה נחשבות כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעמידה מובטח. מנפיקות השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.
	Ca	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידתה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.
	C	מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

מידורג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa על מנת לדרג את החברות בכל אחת מקטגוריות. המשתנה '1' מציין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה הן משתייכות, המצוינות באותיות. המשתנה '2' מציין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינות באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

דוח מספר : OSM010206000M

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"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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 צריכים 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. 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.