

**שטראוס-עלית בע"מ**

<b>Aa1</b>	<b>דירוג Issue סדרה א'</b>
------------	----------------------------

**שטראוס עלית מתכוונת לגייס חוב בסך 500 מיליון ש"ח באמצעות הנפקת אג"ח סדרה א'. אג"ח צמודות למדד קרן וריבית נושאות ריבית שלא תעלה על 2.5% ועומדות לפירעון ב-6 תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2006-2011.**

**פרופיל החברה**

שטראוס-עלית בע"מ (להלן "החברה") והחברות בשליטתה (כולן יחד: "שטראוס-עלית" או "הקבוצה") הן קבוצת חברות תעשייתיות ומסחריות בתחום המזון והמשקאות הממותגים, הפועלות בעיקר בישראל ובמספר מדינות במרכז ובמזרח אירופה ובברזיל. פעילות הייצור נעשית באמצעות 16 מפעלים מהם 11 בישראל ו- 5 בחו"ל. בנוסף מפעילה הקבוצה 7 מרכזים לוגיסטיים בישראל. לקבוצה מעמד שוק חזק בתחומי פעילות העיקריים שלה, לעיתים עד כדי מעמד מונופול – בשוק המקומי. במסגרת מגמה עולמית ומקומית של שתופי פעולה אסטרטגיים עם תאגידים רב לאומיים, משתפת הקבוצה פעולה עם הקונצרן הצרפתי- "דנונה", הקונצרן האמריקאי "פפסיקו" והחברה האיטלקית "לוואצה". נכון ליום - 1.3.2005 מעסיקה שטראוס-עלית למעלה מ- 6,500 עובדים מהם כ- 4,700 בישראל וכ- 1,800 בחו"ל. יו"ר הדירקטוריון בקבוצה היא גבי עפרה שטראוס, בעלת עניין בחברה. צוות הניהול הבכיר בקבוצה מורכב ממנהלים שכירים. הפעילות בישראל והפעילות הבינלאומית מנוהלות כל אחת באמצעות הנהלה בכירה משלה. לקבוצה הנהלה ראשית מרכזית בה חברים מנהלי הפעילויות בישראל ובחו"ל, סמנכ"ל הכספים וסמנכ"ל השיווק המדווחים למנכ"ל הקבוצה.

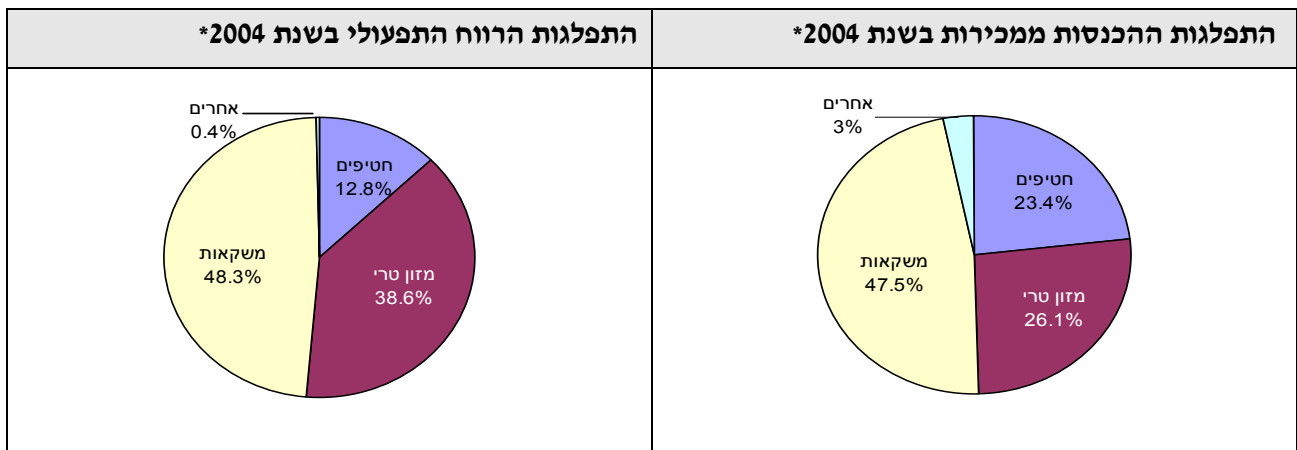
החברה, בשמה הקודם עלית תעשיות בע"מ (להלן: "עלית"), התאגדה בישראל בשנת 1933 ועסקה בייצור, שיווק והפצה של מגוון רב של מוצרי מזון ומשקאות בעיקר בתחום החטיפים (חטיפים מתוקים, טבלאות שוקולד ועוד) ובתחום המשקאות (קפה לסוגיו, משקאות שוקו ועוד). משנת 1973, החברה הינה חברה ציבורית, שמניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. כיום, בעלת השליטה היחידה בה, הינה חברת שטראוס-עלית אחזקות בע"מ (להלן: "שטראוס-עלית אחזקות"), חברה פרטית בבעלות ובשליטת משפחת שטראוס. בחודש מרץ 2004 הושלם תהליך בו מכרה שטראוס-עלית אחזקות לחברה את אחזקותיה בקבוצת שטראוס מזון טרי בע"מ (להלן: "שטראוס מזון טרי"), המורכבת מהחברות שטראוס מחלבות בע"מ ("שטראוס מחלבות") ושטראוס סלטים בע"מ ("שטראוס סלטים"), כנגד הקצאה של מניות החברה לשטראוס-עלית אחזקות. ערב העסקה החזיקה שטראוס-עלית אחזקות בכ- 52% מהון המניות של החברה, ב- 80% מהון המניות של שטראוס מחלבות ובמלוא הבעלות בשטראוס סלטים ולאחריה היא מחזיקה בכ- 74.45% מהון המניות של החברה. לאחר המיזוג הורחב כאמור סל המוצרים של הקבוצה והוא כולל גם מוצרים בתחום המשקאות, בעיקר משקאות קרים (משקאות חלב בטעמים, משקאות פרי ועוד) ובתחום המזון הטרי (יוגורטים, מעדני חלב, סלטים מוכנים וארוזים ועוד).

יהודית רוזנברג-צירט  
אנליסטית בכירה  
[j.r.cirt@midroog.co.il](mailto:j.r.cirt@midroog.co.il)

אביטל בר דיין  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto: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](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 8.3.05. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.



\* נתוני פרופורמה, למכירות ללקוחות חיצוניים, בהנחה שרכישת מניות שטראוס מחלבות ושטראוס סלטים בוצעה ביום 1.1.2003.

מניתוח התוצאות העסקיות המאוחדות של "קבוצת שטראוס עלית ישראל", המרכזת את הפעילות בישראל; קבוצת שטראוס עלית אינטרנשיונל, המרכזת את הפעילות בחו"ל; (תחת ההנחה כי מיזוג מלא עם שטראוס מזון טרי נעשה החל מיום 1.1.2003) לשנים 2004-2003, עולה כי מרבית ההכנסות והרווחיות נובעות מהפעילות מישראל. בשנת 2004 הסתכמו ההכנסות ממכירות בישראל בכ- 2,786 מיליון ₪, לעומת כ- 2,553 מיליון ₪ בשנת 2003, עלייה של כ- 9%. ההכנסות ממכירות בשווקים הבינלאומיים, הסתכמו בשנת 2004 בכ- 905 מיליון ש"ח, לעומת כ- 707 מיליון ש"ח בשנת 2003, עלייה של כ- 28%. חרף העובדה כי בשנת 2003 היוו הכנסות החברה במאוחד מפעילות בחו"ל כ- 22% מסך ההכנסות, תרומתן לרווחיות התפעולית הייתה שלילית (כ- 10%-). בשנת 2004 גדל חלקן היחסי של ההכנסות ממכירות בחו"ל לכ- 25% מסך ההכנסות ותרומתן לרווחיות הייתה חיובית (כ- 9%), זאת כתוצאה ממהלך רה ארגון שכלל שינוי מבני ומעבר למבנה ניהולי אזורי (חמש אשכולות אזוריים: ברזיל, פולין, בלקן, ברית המועצות לשעבר, מדינות יוגוסלביה לשעבר), מתן דגש על פיתוח עסקי הקבוצה באזורים אלו, מכירת פעילות המותג הפרטי בחו"ל, מיזוג מפעלים, הפסקת פעילות במדינות מפסידות בהן לא הושג מעמד תחרותי מוביל, צמצום משמעותי במטה הקבוצה בהולנד והתייעלות תפעולית במדינות השונות.

נתונים פיננסיים עיקריים (במיליון ₪)					
עלית בפועל	עלית בפועל	עלית בפועל	עלית בפועל	שטראוס-עלית פרופורמה <sup>1</sup>	שטראוס-עלית פרופורמה <sup>1</sup>
FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2003	FY 2004
2,218	2,095	2,064	2,362	3,260	3,691
854	891	832	889	1,361	1,505
168	106	114	108	232	308
107	29	-40	-73	13	153
107	10	-56	-81	-47	150
39%	43%	40%	38%	42%	41%
8%	5%	6%	5%	7%	8%
5%	1%	-2%	-3%	0.4%	4%
עלית בפועל	עלית בפועל	עלית בפועל	עלית בפועל	שטראוס-עלית בפועל	
31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	
107	109	55	54	169	
353	393	472	639	556	
954	938	824	708	1,045	
582	567	472	344	333	
1,367	1,390	1,363	1,411	1,884	
1,821	1,833	1,803	1,866	2,691	
18%	20%	23%	17%	12%	
52%	51%	46%	38%	39%	
18%	20%	31%	41%	21%	
1.5	2.7	3.6	5.4	1.3	

<sup>1</sup> התוצאות פרופורמה כוללת את תוצאות שטראוס מזון טרי בהנחה מיזוג מלא בשנת 2003 החל מיום 1.1.2003 ובשנת 2004 החל מיום 1.1.2004.

<sup>2</sup> כולל הפסד מפעולות מופסקות.

<sup>3</sup> כולל חוב פיננסי בגין דיבידנד בסך 151 מיליון ₪ שהוכרז בדצמבר 2004 ושולם ב- 21.1.2005.

מקור: דוחות כספיים מבוקרים של החברה ועיבודי מידורג.

### **פוטנציאל צמיחה מוגבל בשוק המקומי יוביל להרחבת הפעילות הבינלאומית**

מידרוג סבורה כי התוצאות הכספיות של פעילות שטראוס עלית ישראל טובות יחסית לחברות מזון אחרות ונובעות בין היתר מיתרון תחרותי היסטורי של הקבוצה בתחומי פעילות הליבה שלה בשוק המקומי. להערכת מידרוג, פוטנציאל צמיחה נמוך יחסית בפעילות הקבוצה בישראל מוביל את הנהלת הקבוצה לפעול לחיזוק נוכחות הקבוצה בשווקים בחו"ל בהם היא כבר פועלת. בעבר חלק מההשקעות בחו"ל הסבו לחברה הפסדים ולכן מידרוג רואה סיכון מסוים באסטרטגיה זו, אשר עלולה להוביל לפגיעה ברווחיות הקבוצה במקום לשפרה. יחד עם זאת, מידרוג מזהה פוטנציאל צמיחה במדינות בהן פועלת הקבוצה בשל היותן מדינות מתפתחות ונמצאות בתהליך של פיתוח ושיפור כלכלי. בכוונת הנהלת הקבוצה להתמקד בפיתוח הפעילות באזורים בהן היא פועלת כיום ונהנית בהם ממעמד תחרותי איתן.

### **יישום צמיחה חיצונית באמצעות רכישות פעילויות משלימות תוך מיצוי סינרגיות בין מערכים לוגיסטיים וניהוליים**

בשנים האחרונות מתאפיין ענף המזון בישראל ובעולם בחיזוק מעמדם של השחקנים המובילים, בין היתר, באמצעות רכישות ומיזוגים. בשנים האחרונות מיישמת הקבוצה אסטרטגיית התרחבות הכוללת: רכישת יצרניות מזון בינוניות/קטנות בישראל ומינוף נכסיה לשיפור ביצועי החברות הנרכשות ויצירת ערך; יצירת שיתופי פעולה מקומיים וגלובאליים. תהליכי ההתרחבות מלווים בהעמקת הסינרגיה במערכות התפעוליות השונות לרבות מערך המכירה, מערך ההפצה, הלוגיסטיקה, תשתיות המידע, רכש קומודיטיס, רכש משותף של חו"ג, שיווק, רכש מדיה וניהול כספים וניהול כללי.

### **התמקדות במיתוג מוצרים קיימים תוך בידולם ממוצרים מתחרים לצד הרחבה וגיוון של סל המוצרים**

תחרות מתגברת, לחץ מצד רשתות השיווק הקמעונאיות ולקוחות אחרים לצד התייקרות התשומות, מותירים ברשות חברות המזון מספר כלים מצומצם יחסית, אשר בעזרתם יוכלו לשמור על מעמדן בשוק תחרותי זה ועל בידול מותגיהן. חדשנות מוצרים נחשבת לכלי המרכזי למימוש אסטרטגיית בידול זו ולפיכך פועלת הקבוצה, כמו גם מתחרותיה על פיתוח מוצרים חדשים ומשופרים, המתאימים לצרכי הלקוחות, לצד מאמצי שיווק וקידום מכירות יעילים. כך למשל, בשנת 2004 השיקה הקבוצה 80 מוצרים חדשים בתחומי פעילותה השונים ובכוונתה להמשיך בקו דומה גם בעתיד. יחד עם זאת, מתכוונת הקבוצה ליעל את ניהול המותגים בין היתר ע"י צמצום של חלק מהמותגים לרבות ביצוע "מתחת" מותגים לתחומים נוספים (ובכך גם לחזקים).

### **מתן דגש לפיתוח מוצרים ופתרונות למגמות צריכה מתפתחות (בריאות, נוחות ופינוק)**

מודעות חברתית הולכת וגוברת עם אופק ארוך במיוחד, בכל הנוגע לבריאות הגוף, תזונה נכונה והתמודדות עם עודפי משקל, הביאו בשנים האחרונות להתפתחות מואצת של מוצרי מזון בריאים יותר, דלי שומן ופחמימות וכן מוצרים על בסיס טבעי. בד בבד נשמר הצורך במוצרים טעימים ומפנקים אשר גם נוחים לצריכה. על מנת לשמור על חלקה בשוק ואף להרחיבו שמה הקבוצה דגש ומשקיעה מאמצים רבים בפיתוח מוצרים ופתרונות למגמות צריכה מתפתחות. כחלק ממאמצים אלו רכשה הקבוצה את המותגים אנרג'י ויד מרדכי בישראל.

### **ירידה במשקל המכירות לשוק המאורגן מסך מכירות הקבוצה**

בשנים האחרונות ניכרת ירידה בתרומת ההכנסות ממכירות לשוק המאורגן<sup>1</sup> מסך הכנסות הקבוצה, בשל הצמיחה במכירות לשוק הצריכה מחוץ לבית בישראל (Away From Home), גידול במכירות הפעילות בחו"ל וצמיחת המכירות לשוק הפרטי בישראל.

<sup>1</sup> שוק מאורגן - שלוש רשתות השיווק הגדולות בישראל; שוק פרטי - רשתות פרטיות, חנויות מכולת, מינימרקטים וכו'; AFH - מקומות עבודה, בתי קפה, בתי מלון וכו'.

מעמד חזק בשוק המזון הישראלי הנתמך בסל מוצרים מגוון ומאוזן המסייע להפחתת הרגישות למחזוריות הכלכלית במשק; שת"פ אסטרטגיים עם תאגידים בינלאומיים בארץ ובח"ל; מיזוג פעילות מוצרי "שטראוס מזון טרי" תרמה לחוסן הפיננסי של הקבוצה וחזוק המעמד העסקי שלה - להערכת מידרוג, המהלכים האסטרטגיים שיושמו בקבוצה בשנים האחרונות מעידים על יכול אירגונית וניהולית גבוהה; יחסי איתנות פיננסית ויחסי כיסוי טובים בהשוואה לסקטור התעשייה וליצרני מזון בפרט; גמישות פיננסית ונזילות גבוהות.

מאידך, מידורג מעריכה כי המשך ההחלשות בתנאים העסקיים במערב אירופה יוביל להעמקת הנוכחות של חברות מזון רב לאומיות, באזורים בהם פועלת הקבוצה תוך הגברת האיום על מעמדה; פוטנציאל צמיחה מוגבל בשוק המקומי מוביל להשקעות בשווקים הבינלאומיים בעיקר בתחום הקפה הקלוי; תלות, אם כי הדדית, במספר מצומצם של רשתות שיווק קמעונאיות בישראל; צורך בשמירה על איכות גבוהה של מוצרים הינה תנאי הכרחי לפעילות בענף המזון; אסטרטגיית שימור נתח שוק וערכי מותג המחייבת השקעה מתמדת בפיתוח מוצרים חדשים ובתמיכה שיווקית בקיימים; התבססות בתהליך הייצור על חו"ג שהינם קומודטיס וחשיפה מטבעית; עודפים לחלוקה כדיבינדנד בהיקפים מהותיים.

## חוזקות

### **מעמד חזק בשוק המזון הישראלי הנתמך בסל מוצרים מגוון ומאוזן המסייע להפחתת הרגישות למחזוריות הכלכלית במשק**

ענף המזון והמשקאות בישראל הינו ענף תחרותי בו פועלות מספר מצומצם יחסית של חברות מזון גדולות, בעלות איתנות פיננסית חזקה, הפועלות בייצור וייבוא, שיווק והפצה של מותגים מתחרים למותגי הקבוצה. הקבוצה הינה אחת השחקניות המובילות בשוק המזון בישראל. יתרונה בא לידי ביטוי במוניטין רב שנים, מותגים חזקים ואף במגוון הרחב של המוצרים אותם היא מייצרת ומשווקת, התורמים לשימור ערכי המותג שלה בקרב הלקוחות; לשיפור מעמדה בכל הנוגע לתנאי התקשרות מול ספקים; לניצול יעיל יותר של יתרונות סינרגטיים ויתרונות לגודל ולאיוון בין פעילות הקבוצה למחזוריות בפעילות הכלכלית במשק. להערכת מידרוג, שילוב הפעילות של "שטראוס מזון טרי" עם פעילות המזון ההיסטורית של הקבוצה, עשוי לתרום לשיפור האיזון בפעילות הקבוצה בעתות מיתון, אז תיתכן פגיעה ברמות הביקושים למוצרי פינוק והנאה כדוגמת דברי מתיקה. להערכת מידרוג, המיזוג בין "שטראוס מזון טרי" לבין עלית, יצר קבוצה בעלת סל מגוון עוד יותר של מוצרים ויצירת פתח ליישום מהלכים של התייעלות תוך חסכון בעלויות.

**להלן, דוגמאות לנתחי שוק של מותגי הקבוצה המשקפים את חוזקם היחסי בשוק המקומי ובשווקים הבינלאומיים לשנת 2004:**

תחום	קווי מוצרים	מדינה	נתח שוק	תרומה להכנסות הקבוצה
חטיפים	טבלאות שוקולד	ישראל	74% (מונופול)	גבוהה
	חטיפים מתוקים	ישראל	50%	גבוהה
מזון טרי	יוגורטים	ישראל	59%	גבוהה
	מעדני חלב	ישראל	72% (מונופול)	גבוהה
	ירקות ארוזים	ישראל	75%	נמוכה
משקאות	קפה קלוי	ישראל	78% (מונופול)	גבוהה
	קפה נמס	ישראל	60%	גבוהה
	משקאות חלב	ישראל	63%	גבוהה
	קפה קלוי	רומניה	52%	גבוהה

## **שת"פ אסטרטגיים עם תאגידים בינלאומיים במטרה לשמר את יחסי הכוחות בשוק המזון המקומי**

כפי שכבר צויין, חלק מחוסנה העסקי והפיננסי של הקבוצה נובע מהיתרון לגודל ממנו היא נהנית בשוק המזון המקומי במשך שנים רבות. בשנים האחרונות ניכרת מגמה ברורה של התחזקות מתחרים מקומיים מרכזיים, כתוצאה ממהלכים של שיתופי פעולה אסטרטגיים בינם לבין תאגידים בינלאומיים, כדוגמת "אסס-נסטלה", "יונילבר-תלמה" ועוד. שינויים מבניים אלו, באים לידי ביטוי בעיקר בכל הקשור ליכולת היצרניות המקומיות להציע ללקוחותיהן מגוון רחב ועשיר של מותגים מקומיים ובינלאומיים לרבות בתחומי פעילות שלא זהו עם פעילות החברות לפני אותם שיתופי פעולה. גם לקבוצה, שת"פ אסטרטגיים עם חברות מזון ומשקאות בינלאומיות מובילות: שיתוף פעולה בתחום מוצרי החלב עם חברת "דנונה" (Compagine Gervais Danone S.A), שיתוף פעולה עם חברת "פפסיקו" (Pepsico Inc) בתחום החטיפים המלוחים ועם החברה האיטלקית "לוואצה" (Luigi Lavazza S.P.A) בתחום הקפה הקלוי פרימיום.

### **תהליכי הטמעת המיזוג בין עלית תעשיית לטראוס מזון טרי**

להערכת מידרוג, תהליך העברת הפעילות המשפחתית של משפחת שטראוס בתחום מוצרי החלב והסלטים בוצע ללא פגיעה בקו העסקי והאסטרטגי אשר מנחה את הקבוצה וללא פגיעה בתוצאות העסקיות. מידרוג רואה בחיוב את המהלך אשר תרם לחיזוק הפעילות של עלית הן בהיבט העסקי והן בהיבט הפיננסי לאור הפרופיל הפיננסי החזק של שטראוס מחלבות. מידרוג מעריכה כי מהלך זה ביחד עם ההצלחה בחיזוק מעמדה של הקבוצה בשוק המקומי מעידים על יכולת ארגונית וניהולית גבוהה.

### **יחסי איתנות פיננסית ויחסי כיסוי טובים בהשוואה לסקטור התעשייה וליצרני מזון בפרט**

להערכת מידרוג, האיתנות הפיננסית של הקבוצה, כפי שבאה לידי ביטוי במספר יחסים פיננסיים, טובה בהשוואה לאיתנות הפיננסית של חברות דומות הפועלות בענף המזון והמשקאות בישראל ובעולם. המיזוג עם שטראוס מזון טרי ושיפור הריווחיות בשנת 2004 תרמו לשיפור יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי. נכון ליום - 31.12.2004 עומד יחס ההון העצמי למאזן על כ- 39% ויחס החוב הפיננסי ל- CAP עומד על כ- 21% ומעיד על איתנות פיננסית גבוהה. יחס החוב הפיננסי נטו לרווח התפעולי עומד על 1.3 ומצביע על יכולת כיסוי חוב גבוהה. מידרוג מעריכה כי גיוס חוב נוסף בסך של 500 מיליון ₪, יביא לשחיקה ביחסי הכיסוי הטובים, אם כי לא במידה אשר תשנה את המיצוב החיובי של האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי.

### **גמישות פיננסית ונזילות גבוהה**

לקבוצה עתודות מקרקעין עודפות באזורים מרכזיים הניתנות לפיתוח ולמימוש בעתיד, אשר אינם משועבדים. להערכת מידרוג, איכות המקרקעין של הקבוצה ויתרות המזומנים הגבוהות שלה, משפרות את רמת הגמישות הפיננסית.

## **גורמי סיכון עסקיים**

### **פוטנציאל הצמיחה של הקבוצה בעולם עלול להיפגע מהרעה בתנאי הסביבה העסקית**

פוטנציאל צמיחה מוגבל בשוק המקומי, המהווה מקור לכ- 75% מסך הכנסות הקבוצה ולכ- 91% מהרווחיות התפעולית, לצד התגברות התחרות כאמור לעיל, יוצרים אי וודאות באשר ליכולת הקבוצה לשמר קצבי צמיחה גבוהים, הנובעים מפעילותה בשוק המקומי. להערכת מידרוג, מצב זה יחייב את הנהלת הקבוצה להעמיק את המיקוד בפעילות הבינ"ל. בשנים האחרונות הסבה הפעילות הבינלאומית לקבוצה הפסדים ולאחרונה נקטה הנהלתה במספר צעדים התייעלות כאמור לעיל. השינויים הובילו למעבר לרווחיות תפעולית בשנת 2004. מידרוג מעריכה כי למרות השיפור קיימת רמה מסוימת של אי וודאות באשר לביצועי הקבוצה בעתיד בשווקים אלה בין היתר כתוצאה מתהליכים כלכליים בענף המזון האירופאי. בפרט, מידרוג מציינת את ההרעה בתנאי הסביבה העסקית במערב אירופה אשר עלולה לעודד העמקת הנוכחות של חברות מזון רב לאומיות במרכז ומזרח אירופה.

בנוסף, הפעילות בשווקים המתעוררים של מרכז ומזרח אירופה וברזיל, חשופה לסיכונים המאפיינים מדינות אלו, לרבות: רגישות המשטרים לשינויים פוליטיים ומדיניים העלולים להשפיע על המצב הכלכלי במדינות אלו; שינויים בשע"ח של המטבעות המקומיים, ביחס לדולר ולאירו; חוסר יציבות כלכלית פיסקאלית ושינויים תכופים בחקיקה כלכלית; שיעורי אינפלציה וריבית גבוהים יחסית בחלק מן המדינות; חשיפה למתחרים בינלאומיים גדולים שנמצאים או עשויים להיכנס לתחרות במדינות אלו. מאידך, לשווקים המתעוררים פוטנציאל צמיחה ושיפור במצב הכלכלי המהווה הזדמנות לקבוצה.

## **המשך החלשות התנאים העסקיים במערב אירופה עלול להשפיע על פוטנציאל הצמיחה של הקבוצה בחו"ל**

להערכת Moody's תעמוד שנת 2005 בסימן המשך החלשות בתנאים הסביבתיים העסקיים של חברות הפועלות בענף המזון באירופה בעיקר במערבה. חברות המזון והמשקאות באירופה מתמודדות עם לחץ על המרווחים הפיננסיים, הנובע גם ממדיניות השקעות מוגזמת בבניית מותגים עם תרומה שולית נמוכה ומהתגברות כוחן של רשתות השיווק הקמעונאיות בין היתר באמצעות מיזוגים. לאור האמור לעיל מעריכה Moody's כי תעמיק הנוכחות של חברות מזון רב לאומיות במרכז ובמזרח אירופה. מידרוג רואה בתהליך זה איום אפשרי על מעמדה של הקבוצה ועל יישום אסטרטגית הצמיחה באזורים אלו.

## **במטרה לשמר את מעמדה בשוק נדרשת הקבוצה לחדשנות מתמדת הכוללת גם פיתוח מוצרים חדשים, תמיכה במותגים קיימים ופיתוח קטגוריות**

מידרוג מעריכה כי עוצמתם הפיננסית של השחקניות המובילות בענף המזון והמשקאות בישראל מאפשרת רמת תחרות גבוהה וניסיונות מתמשכים לתפיסת נתחי שוק מהמתחרים. משום כך נדרשת הקבוצה להפניית מאמצים כספיים מתמידים לחדשנות ופיתוח מוצרים חדשים ולתמיכה במוצרים קיימים. למאפיינים אלו השלכה על התוצאות הכספיות של הקבוצה בפרט על רמת הרווחיות וכן על יכולת הניהול של תיק מוצרים כה נרחב.

## **שמירה על איכות גבוהה של מוצרים הינה תנאי הכרחי לפעילות בענף המזון**

כל פגיעה במוניטין מוצרי החברה, עלולה להשפיע מהותית על רווחיות החברה.

## **לקבוצת שלושה לקוחות עיקריים**

עפ"י נתוני הקבוצה, שלושת רשתות המזון הגדולות תורמות 36% מסך ההכנסות ממכירות הקבוצה בישראל. מידרוג מעריכה כי בשל מעמדה של הקבוצה בשוק המזון ניתן להגדיר כי התלות הינה הדדית במידה מסוימת. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי ניכרת השלכה בין מצבם העסקי והפיננסי של רשתות השיווק על הסכמי הסחר עם הקבוצה. כמו כן מעריכה מידרוג כי בשנים האחרונות, חל מפנה שלילי בתוואי ההתפתחות של רשתות השיווק המובילות בישראל. התפתחויות אלו ביחד עם החלפת השליטה במרבית הרשתות עלולה להמשיך ולפגוע בתנאי הסחר עם הקבוצה.

## **גורמי סיכון פיננסיים**

### **התבססות בתהליך הייצור על חו"ג שהינם קומודיטיס ונרכשים במט"ח**

חומרי הגלם מהווים רכיב מהותי במוצרי הקבוצה. חלק גדול מחו"ג אלו הינם קומודיטיס, אותם רוכשת הקבוצה באירופה והם מאופיינים בסחירותם גבוהה ולפיכך בתנודתיות תכופה במחירי השוק. כך למשל, מסקירת שוק המזון הבינ"ל עולה כי בשנת 2004 נרשמה עליה חדה במחירי פולי הסויה, חלב, שמן צמחי ואחרים, אשר הביאה לשחיקה מהותית ברווחיות חברות המזון. העדר יכולת להעמיס את ההתייקרות על הלקוחות הסופיים, בהם רשתות קמעונאיות חזקות כגון: Wal Mart אילצו את חברות המזון לספוג לעיתים את מלוא ההתייקרות. גורם סיכון נוסף גלום בעובדה כי מחירי הסחורות נקוב במט"ח, ולפיכך מגביר את החשיפה המטבעית של הקבוצה. עיקר החשיפה נובעת מרכישת הקפה הירוק בדולר, המהווה מרכיב מהותי בתשומות הייצור של עלית אינטרנשיונל ומרכישת ח"ג נוספים בעיקר באירו. החברה נוהגת להתגונן מפני גורמי סיכון אלה באמצעים מקובלים, בין היתר, באמצעות אחזקה של תיק התחייבויות לז"א בשיעורי ריבית קבועים ומשתנים ובמטבעות שונים ובאמצעות עסקאות גידור בנגזרים פיננסיים (אופציות, עסקאות עתידיות).

### **עודפים לחלוקה בהיקפים מהותיים**

לחברה יתרת עודפים לחלוקה בסך של 333 מליון ש"ח. טרם המיזוג, נהגה עלית לחלק דיבידנד לבעלי המניות מידי שנה כמו גם שטראוס מחלבות. מידרוג מעריכה כי מדיניות חלוקת הדיבידנד תימשך גם לאחר המיזוג (בשנת 2004 הכריזה הקבוצה על חלוקת 151 מיליוני ש"ח לבעלי מניותיה). חלוקה אגרסיבית של דיבידנד, במידה ותתקיים, עלולה לפגוע במיצוב הפיננסי הטוב של הקבוצה כיום.

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הצלחה והעמקת הפעילות בעולם אשר תתרום לגידול מהותי בהיקף הפעילות ובשיעורי הרווחיות
- שיפור מהותי בפרופיל הפיננסי בעקבות ייצור תזרימי מזומנים חזקים אשר יאפשרו צמצום החוב הפיננסי

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- יישום מדיניות דיבידנד באופן שיחליש את יכולת פירעון אג"ח נשוא הדירוג
- פגיעה במוניטין ובמעמד המוביל של הקבוצה בענף בישראל
- תביעות בהיקפים משמעותיים לרבות תובענות ייצוגיות אשר עלולות לפגוע באיתנות הפיננסית של הקבוצה
- אי עמידה בתקנים בתחום איכות הסביבה ומשרדי הבריאות

**הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים**

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) ( הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים בזכות
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברטו בציד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הוגנת שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.



<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	<p>Aaa</p>	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	<p>Aa</p>	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה הבינונית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	<p>A</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	<p>Baa</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידין מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	<p>Ba</p>	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	<p>B</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	<p>Caa</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	<p>Ca</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	<p>C</p>	

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.

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"). 2005

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוננו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.