



שטראוס גרופ בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוקטובר 2010

מחבר:

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

שטראוס גרופ בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1	דירוג סדרות (א', ב', ג')
------------------	-----	--------------------------

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 לאגרות חוב שהנפיקה שטראוס גרופ בע"מ ("שטראוס" או "הקבוצה"), תוך הותרת אופק דירוג יציב. הדירוג נתמך במעמדה הבכיר של החברה בענף המזון בישראל, המתבטא בנתחי שוק מובילים ויציבים במרבית קטגוריות הפעילות, סל מוצרים מגוון ומאוזן והמשך הרחבתו באמצעות חדשנות שיווקית ופיתוח מנועי צמיחה חדשים בארץ ובחו"ל על-ידי תהליכי מיזוגים ורכישות; הדירוג נתמך ברווחיות טובה ויציבה לאורך זמן, הנסמכת בעיקר על מעמדה העסקי החזק של החברה בשוק המקומי; יחסי הכיסוי של החברה מהירים ונתמכים ברמת מינוף סבירה לצד תזרים מזומנים תפעולי חזק. כנגד, בשיקולי הדירוג נלקחו בחשבון גם גורמי סיכון בפעילות החברה: שטראוס מתקשה להציג צמיחה משמעותית בתחומי הליבה בשוק המקומי, האחראי לכמחצית מהכנסותיה. אף כי החברה השכילה לפתח בהצלחה מנועי צמיחה, ובראשם תחום הקפה שאחראי לחלק גדול מהצמיחה בשנים האחרונות, הרי שהשמירה על רמת הרווחיות הקיימת תוך שימור רמת הצמיחה מהווה להערכתנו אתגר; לחברה חשיפה גבוהה לתנודתיות מחירי סחורות מזון ובעיקר פולי קפה, קקאו וסוכר. בתוך כך יש לציין כי בארבעת הרבעונים האחרונים נהנתה החברה משולי רווח גבוהים נוכח מחירי סחורות נמוכים יחסית, המצויים במגמת עלייה; ההשקעות הרחבות של החברה במיזוגים ורכישות וברכוש קבוע, לצד חלוקת דיבידנדים עקבית פגעו בתזרים החופשי (FCF) בשנים האחרונות. אנו מעריכים עם זאת כי לחברה גמישות פיננסית טובה למחזור החוב הפיננסי.

אופק הדירוג היציב נתמך בתזרימי המזומנים החזקים של החברה, בצפי לשמירה על יחסי כיסוי הולמים של חוב ל-EBITDA עד 2.5 ובגמישות הפיננסית הטובה.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/06/2010	ערך נקוב (מיליוני ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2008-2011	186.7	166.4	מדד	0.7%	03/2005	7460108	א'
2014-2018	828.8	743.6	מדד	4.1%	02/2007	7460140	ב'
2011-2013	495.7	500.0	אין	משתנה	05/2009	7460207	ג'

שטראוס גרופ - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד):

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2009	30.06.2010	
5,156	5,961	6,246	6,373	3,036	3,276	הכנסות
1,945	2,235	2,277	2,375	1,121	1,309	רווח גולמי
416	499	480	559	266	322	רווח תפעולי
23.4%	15.6%	4.8%	2.0%	0.0%	7.9%	שינוי במכירות %
37.7%	37.5%	36.4%	37.3%	36.9%	40.0%	רווח גולמי %
8.1%	8.4%	7.7%	8.8%	8.8%	9.8%	רווח תפעולי %
584	551	676	756	359	432	EBITDA
251	549	713	1,044	1,091	860	יתרות נזילות *
1,184	1,409	1,302	1,750	1,765	1,856	חוב פיננסי ברוטו
4,206	4,988	5,435	6,167	5,781	5,961	סך נכסים במאזן
39.3%	39.4%	49.6%	46.8%	47.3%	44.7%	הון עצמי למאזן
40.5%	40.4%	31.8%	36.7%	38.4%	39.9%	חוב פיננסי ל-Cap
2.0	2.6	1.9	2.3	2.6	2.2	חוב פיננסי ל-EBITDA
3.0	2.6	2.4	2.9	3.3	2.9	חוב פיננסי ל-FFO

* ליום 30/6/2010 כ-606 מיליון ש"ח מסך היתרות הנזילות נובעות משטראוס קפה ומייעודות להשקעה בתחום פעילות זה בלבד.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

פרופיל עסקי חזק בשילוב צמיחה בפעילויות חדשות מאזנים את האתגרים בשוק המקומי

שטראוס הינה בין יצרניות המזון הגדולות בישראל, עם הכנסות של כ-6.6 מיליארד ש"ח לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביוני 2010. נכון לסוף התקופה הנסקרת, היא מחזיקה בכ-11.4% מסך שוק המזון והמשקאות בשוק הקמעונאי בישראל. נתחי השוק של החברה בישראל נעים בין 20%-70% בקטגוריות השונות. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה הגלובלית, באמצעות שטראוס קפה (שיעור אחזקה של 75%) וסברה (50%) הפועלת בתחום הממרחים המצוננים בצפון אמריקה. כמחצית מהכנסות הקבוצה נובעות מפעילות שטראוס קפה הפועלת ב-11 מדינות ברחבי העולם, כאשר מנועי הצמיחה העיקריים הינם ברזיל ורוסיה. פעילות החברה בצפון אמריקה עדיין קטנה יחסית אך מאופיינת במגמת צמיחה נוכח גידול בביקושים. במהלך השנה החולפת הקבוצה הגדילה את כושר הייצור של סברה על-ידי הקמת מפעל חדש בוירג'יניה שהחל לפעול במחצית השנה במקביל למפעל הישן. לאחרונה הודיעה הנהלת שטראוס על רכישת עסקי סלסה מצוננים ומטבלים אחרים בתמורה לכ-33 מיליון דולר (חלקה של החברה 16.5 מיליון \$ - 50%). בשנת 2009 העמיקה שטראוס את פעילותה בתחום המים על-ידי רכישת תנה תעשיות בע"מ (תמי 4) באמצעות חברת הבת שטראוס מים. הרכישה נועדה להרחיב את נקודות המפגש של הקבוצה עם הצרכן הסופי ובשילוב עם טכנולוגיות שפותחו ב-H2Q לבנות תשתית לפעילות שטראוס בארץ ובעולם. פעילות החברה בארץ ובחו"ל נעשית בחלקה ביחד עם שותפים עסקיים מובילים בתחומם, ובראשם דנונה העולמית ופפסיקו.

צמיחת הפעילות בישראל מצויה תחת אתגר מתמשך על רקע מאפייני הענף ושיעורי החדירה הגבוהים. פעילות הליבה של הקבוצה בישראל בשנת 2009 אופיינה בשחיקה של כ-2% בהכנסות לעומת התקופה המקבילה נוכח המצב הכלכלי במשק, התגברות התחרות והתמקדות החברה בפיתוח פעילויות חדשות. במחצית הראשונה של שנת 2010 נרשם גידול של כ-1.3% במכירות בישראל (זאת ללא הגידול שנבע מהאיחוד לראשונה של תמי 4). להערכתנו, הגידול הפנימי בישראל היה נמוך מקצב גידול השוק.

לצד זאת, החברה מתמודדת בשנים האחרונות עם הגברת הריכוזיות ברשתות השיווק המאורגנות (שתי הרשתות הגדולות מהוות כ-16% ממכירות החברה), התחזקות רשתות הדיסקאונט והתחזקות משמעותית בחדירת המותג הפרטי. להערכתנו, עד כה החברה לא סבלה מתחרות חריפה מצד המותג הפרטי, זאת נוכח האבולוציה של התפתחות על פני קטגוריות בסיסיות בהן שטראוס אינה שחקנית משמעותית. ככל שתגבר חדירת המוצר הפרטי, לצד התפתחות הסדרנות העצמית ברשתות, התחרות מצד זה תהפוך אפקטיבית יותר. להערכתנו, סל המותגים הרחב ומובילות השוק במרבית הקטגוריות מסתנים סיכונים אלו. יחד עם זאת, להערכתנו התמודדות זו צפויה לדרוש מהחברה קצב הוצאה גבוה יותר במיתוג ובשמירה על חדשנות שיווקית גבוהה.

המכירות בתחום פעילות הקפה בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של 2010 הושפעו בעיקר מהמצב המאקרו כלכלי במדינות גוש האירו המהוות כ-43% מסך המכירות בתחום. מדינות מזרח אירופה הפגינו חולשה בולטת. במחצית הראשונה של 2010 צמחו הכנסות הקבוצה בתחום פעילות הקפה בכ-1%, ובנטרול השפעת המטבע קטנו המכירות בכ-1.6%.

חשיפה לתנודתיות במחירי חומרי הגלם

התוצאות העסקיות של הקבוצה במהלך התקופה הנסקרת הושפעו משני גורמים עיקריים: מציאות מאקרו כלכלית ותנודתיות במחירי חומרי הגלם.

לאורך השנים ניכרת שחיקה מסוימת ברווחיות הגולמית, מרמה של כ-41.5% בשנת 2003 לרמה של כ-36.4% בשנת 2008, אשר הושפעה בעיקר מעליית מחירי חומרי הגלם. הירידה במחירי חומרי הגלם במהלך שנת 2009 שנמשכה גם במהלך המחצית הראשונה של 2010 תרמה לשיפור משמעותי ברווחיות לרמה של 40.0%. יש לציין כי החל מחודש יוני 2010 אופיינו מחירי סחורות המזון במגמת עלייה נוכח השפעות האקלים ונזקי טבע ברחבי העולם. מגמה זו צפויה לבוא



לידי ביטוי בשולי הרווח של החברה ברבעונים הקרובים. הרווחיות התפעולית מושפעת מחד מתנודתיות ברווחיות הגולמית ומאיך ממאמצים פנימיים להתייעלות תפעולית. בתוך כך ניכרת ברבעונים האחרונים עלייה בשיעור הוצאות המכירה והשיווק מסך ההכנסות.

התזרים החופשי מושפע מהשקעות ברכוש קבוע ומרכישת פעילויות

בשנים האחרונות ביצעה הקבוצה השקעות מהותיות ברכוש קבוע ביניהן הקמת המפעל החדש לחומס בוירג'יניה (ארה"ב). בנוסף, בשנים 2008-2009 רשמה החברה השקעות גם ברכישת פעילויות בארץ ובחו"ל, כגון: תנה תעשיות בע"מ (תמי"4) ופעילויות ומותגי הקפה במזרח אירופה. ההשקעות מומנו מהתזרימים השוטפים של הקבוצה, מהשקעות שותפים ומגידול בחוב הפיננסי. אנו צופים שבמהלך השנים הקרובות החברה תמשיך בהתרחבות באמצעות רכישת פעילויות. בנוסף, החברה צפויה במהלך השנים הקרובות להשקיע סכום מהותי בפיתוח מרכז לוגיסטי חדש בשוהם. בעקבות זאת אנו צופים שהרגישות בתזרים המזומנים החופשי תשמר גם במהלך השנים הקרובות.

יחסי כיסוי טובים ורמת נזילות נמוכה יחסית לרמת החוב

היקף החוב הפיננסי ברוטו במאוחד ליום 30/06/2010 הסתכם בכ-1,856 מיליון ש"ח, מרביתו באג"ח. החוב גדל בעיקר על רקע הגידול בהיקפי ההשקעות ההוניות בשנים 2008-2009. כמו כן, במחצית הראשונה של 2010 נטלה הקבוצה הלוואה דולרית בהיקף של כ-68 מיליון \$ לצורך גידור חשיפה מאזנית של הקבוצה לשערי החליפין בעקבות השקעתה בהקמת מפעל החדש בארה"ב; חרף הגידול בחוב הפיננסי, יחסי הכיסוי נותרו טובים, נוכח תזרימים שוטפים חזקים. יתרות הנזילות של הקבוצה סולו ליום 30/6/2010 בניטרול יתרות נזילות של חברת הקפה, המיועדות להשקעות בתחום פעילות זה בלבד, הסתכמו בכ-194 מיליון \$ בלבד.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדה משמעותית ברמת החוב והצגת יחסי כיסוי נמוכים משמעותית מהקיים לאורך זמן

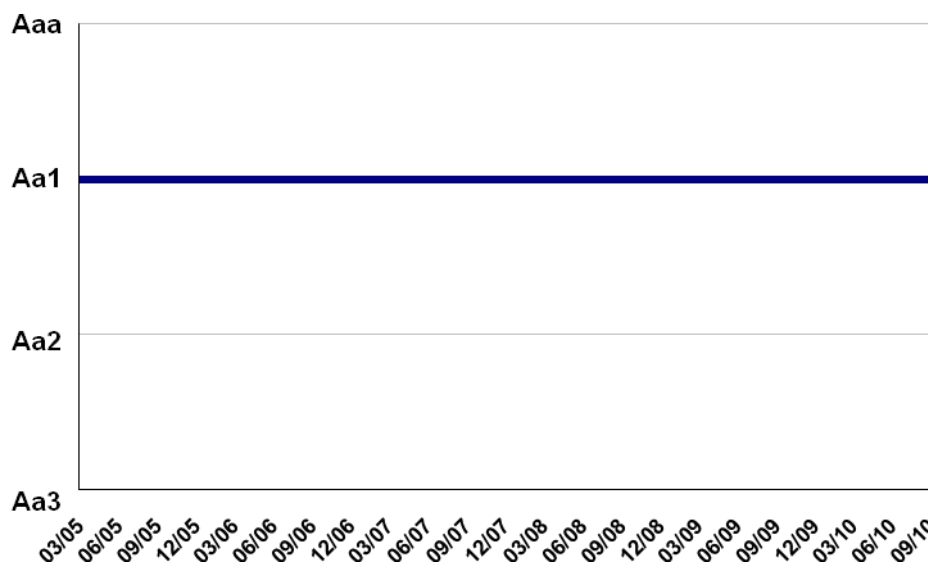
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה בתזרימי המזומנים ו/או עלייה ברמת המינוף באופן שיוביל לחריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב ל-EBITDA של 2.5
- חלוקת דיבידנד נרחבת אשר יהיה בה להחליש את יכולת פירעון התחייבויות החברה

אודות החברה

שטראוס גרופ הינה חברה ציבורית הנשלטת ע"י משפחת שטראוס, באמצעות שטראוס אחזקות בע"מ שבבעלותה. החברה פועלת בשני מגזרי פעילות עיקריים: "שטראוס ישראל" - מגזר המרכז את פעילות המזון והמשקאות שאינם קפה בישראל. מגזר זה נחלק לשני תחומי מוצרים: "בריאות ואיכות חיים" - מוצרי חלב, סלטים ואחרים; "תענוג והנאה" - ממתקים, מאפים, ומלוחים. פעילות החלב ומוצרי החלב של המגזר מוחזקת בשותפות עם תאגיד דנונה העולמי (20% מחברת "שטראוס בריאות בע"מ"). שטראוס בריאות שותפה שווה עם קיבוץ יטבתה במחלבות יטבתה. פעילות החטיפים המלוחים מוחזקת בשותפות שווה עם תאגיד PepsiCo העולמי. "שטראוס קפה" - חברה בת העוסקת בפעילות הקפה הבינלאומית והישראלית של שטראוס. שטראוס מחזיקה כ-74.9%, מהחברה כאשר במהלך שנת 2008 מכרה כ-25.1% מהחברה לקרן ההשקעות הבינלאומית TPG. החברה פעילה בישראל, ברזיל (שם היא פעילה גם כספק של קפה ירוק ותיירס), מדינות יוגוסלביה לשעבר, רומניה, פולין ומדינות ברה"מ לשעבר. בנוסף לשני המגזרים העיקריים, פועלת החברה בשוק הסלטים בחו"ל באמצעות חברת Sabra Dipping Company LLC (החל ממרץ 2008 - בעלות, שווה בשווה, עם תאגיד PepsiCo העולמי), בשוק הייצור והקמעונאות של שוקולד פרימיום באמצעות Max Brenner, וכן החברה בעלים של כ-87% בחברת שטראוס מים, הפועלת בתחום המים, שבמהלך שנת 2009 רכשה את חברת תנה תעשיות (תמי 4).

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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר: CIS51010000M

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 פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.