

# שטראוס גרופ בע"מ

דוח מעקב | נובמבר 2011

**מחבר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## שטראוס גרופ בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב (סדרות א, ב' ו-ג') שהנפיקה שטראוס גרופ בע"מ ("שטראוס" או "הקבוצה").

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	יתרת ע.ג. במחזור ליום 30.09.11 מיליוני ₪	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.11 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	7460108	03/2005	0.7%	מדד	83	100	2008-2011
ב'	7460140	02/2007	4.1%	מדד	744	868	2014-2018
ג'	7460207	05/2009	משתנה	שקלי	333	332	2011-2013

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במעמדה הבכיר של החברה בענף המזון בישראל, המתבטא בנתחי השוק הגבוהים בשוק המזון והמשקאות, במספר רב של מותגים חזקים ומובילים בכל אחת מקטגוריות הפעילות ובסל מוצרים מגוון ומאוזן. מאפיינים אלו מתבטאים ברווחיות בולטת לטובה בפעילות הליבה בשוק המקומי. החברה מאופיינת בחדשנות שיווקית התורמת לצמיחה פנימית ולגמישות המחירים גם בשוק הישראלי הרווי. המחאה החברתית פגעה במידה מסוימת ברווחי החברה ברבעון השלישי של שנת 2011. אנו מעריכים המשך לחץ מסוים על מחירי המכירה בחלק מהקטגוריות. ביום 27.11.11 הוגשו לשרי האוצר והתמ"ת מסקנות הביניים של הצוות הבין משרדי לבחינת רמת התחרותיות והמחירים בתחום מוצרי הצריכה ("וועדת קדמיי"). המלצות אלו כוללות, בין השאר, התייחסות למגבלות על התרחבות נוספת של יצרניות המזון הגדולות, הגברת הפיקוח על שרשרת הערך בענף המזון, הקלות במכסי ייבוא על מוצרי מזון ואף החלת פיקוח על מחירי מוצרים של יצרנים דומיננטיים, בעלי נתח שוק הגדול מ-50%. יכולת החברה להתמודד עם השלכת המחאה כוללת מחד מותגים חזקים מאוד במגוון רחב של קטגוריות ומוצרים, תנופת חדשנות שיווקית ומאידך, יכולת התייעלות בצד השיווקי והתפעולי. מידרוג תמשיך לבחון את השלכות התפתחויות אלו.

לחברה מעמד חזק גם בפעילות הקפה בשווקים הבינלאומיים באמצעות "שטראוס קפה" (אחזקה של 74.9%), אולם הרווחיות מפעילות זו, המהווה כ-40% מהכנסות החברה במאוחד, הינה מתונה. פעילות הקפה חושפת את רווחיותה ותזרימיה של הקבוצה לתנודתיות של מחירי סחורות הקפה, זאת כאשר גמישות המחיר בשווקים אלו נמוכה יחסית. לחברה פיזור עסקי וגיאוגרפי רחב יחסית ומזה שנים שפעילותה אינה נשענת רק על השוק הישראלי. החברה מרחיבה את שווקי פעילותה בעולם, בשיתוף עם שותפים עסקיים בינלאומיים מובילים (פפסיקו, דנונה, האיר, וירג'ין, TPG) ומפתחת מנועי צמיחה עתידיים. בשנים האחרונות החברה מצויה בתהליך חדירה לשני שווקים חדשים בחו"ל - שוק הממרחים והמטבלים המצוננים בצפון אמריקה (באמצעות סברה) ושוק המים בסין. בשונה מדפוסי פעילותה בעבר, כאשר נהגה החברה להתרחב באמצעות רכישות ומיזוגים של פעילויות מניבות, הרי שבשנים האחרונות החברה, בשיתוף עם שותפים עסקיים בינלאומיים מובילים, חודרת לשווקים חדשים באמצעות הקמת פעילויות מבראשית. כך בהקמת פעילות סברה בצפון אמריקה והקמת פעילות המים בסין בשנה האחרונה. הסיכון באסטרטגיה זו ממותן על ידי ניסיון החברה בהקמת פעילויות חדשות (כגון סברה) וחשיפה ממותנת לפעילות, דרך השותפים. כמו כן, ההשקעה בהקמת הפעילות הינה מדורגת ומדודה.



הנסיקה החדה במחירי פולי הקפה שהחלה בחודש יוני 2010 והגיעה לשיאה בחודש מאי 2011, הובילה לשחיקת הרווח הגולמי והתפעולי של שטראוס קפה ושל הקבוצה כולה, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, בהשוואה לתקופה המקבילה, שבה הרווחיות דווקא נהנתה ממגמה של ירידה במחירי הקפה. גורמים נוספים שהכבידו על הרווחיות בשלושת הרבעונים הראשונים של 2011, כללו את השחיקה ברווחיות מגזר "בריאות ואיכות חיים" בישראל, בעקבות מבצעים אינטנסיביים (בעיקר ברבעון השלישי), הוצאות החדירה לשוק הסיני וכן מההפעלה במקביל של שני מפעלים בארה"ב, באופן זמני. אנו מעריכים כי יחול שיפור מסוים ברווח התפעולי בארבעת הרבעונים הקרובים, נוכח מגמת הירידה של מחירי הקפה, החל מחודש יוני 2011, ומימוש היתרונות של המפעל החדש של סברה, אם כי החדירה לשוק הסיני והפעילות החדשה של מרחים ומטבלים מצוננים בעולם, יסיפו להכביד במידה מסוימת על הרווחיות בשנתיים הקרובות.

לחברה תזרימים חזקים ויציבים מפעילות שוטפת על פני זמן. לצד זאת, החברה משקיעה סכומים גבוהים בחידוש ופיתוח קווי הייצור ומתקני הלוגיסטיקה, מעל לגובה הפחת השנתי, גורם המכביד על התזרימים החופשי. אנו צופים המשך השקעות גבוהות בשנה-שנתיים הקרובות, נוכח תוכניות לפיתוח מרכז לוגיסטי חדש בשוהם. בשנים 2008-2010 חילקה החברה, בכל שנה, דיבידנד בסכום של 200 מיליון ש"ח.

החוב הפיננסי המאוחד גדל במהלך השנה האחרונה, עלייה שנבעה בעיקר מגידול בחוב של חברת הקפה בברזיל (שיעור אחזקה משורשר דרך שטראוס קפה של 37.5%) על רקע עלייה במלאי הקפה. רמת המינוף של הקבוצה עלתה, אולם נותרה מתונה יחסית. יחסי כיסוי החוב נשחקו בארבעת הרבעונים האחרונים, על רקע השחיקה ברווח התפעולי והעלייה בחוב. אנו מעריכים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בטווח אופק הדירוג ומצפים כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מיחס חוב ל-EBITDA מותאם של 3.0x, לצורך שמירה על הדירוג הקיים<sup>1</sup>. בבחינת יחסי הכיסוי אנו מייחסים משקל לכך, שהרווח התפעולי מושפע מהוצאות הקשורות בפיתוח שווקי יעד חדשים בחו"ל, באופן התורם לאורך זמן לצמיחה ולביזור ההכנסות, ובהנחה כי משקלן של עלויות אלו יוותר מתון ביחס לתזרימים מפעילויות הליבה.

רמת הנזילות של החברה טובה ונשענת על תזרימי המזומנים התפעוליים החזקים. ליום 30.09.11 לקבוצה יתרות נזילות במאוחד בסך של כ-807 מיליון ש"ח ומזה כ-232 מיליון ש"ח בחברה סולו. אנו מניחים, כי פער המזומנים נובע בעיקר מיתרות מזומנים המצויות בחברת הקפה ומיועדות, להערכתנו, בין היתר, גם להשקעות נוספות בתחומי פעילות הקפה. לחברה מסגרות אשראי פנויות, שאינן חתומות, בסכום העולה על כ-1 מיליארד ₪.

<sup>1</sup> החל מדוח מעקב זה מידרוג מיישמת את מתודולוגיית היוון תשלומי חכירה במדידת יחסי הכיסוי של החברה, בדומה ליתר החברות. יישום מתודולוגיה זו הוביל לעלייה ביחסי הכיסוי בהשוואה למדידה הקודמת, שלא כללה התאמה זו. יחסי הכיסוי ללא התאמה להיוון תשלומי חכירה לשנים 2009, 2010 ולארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-30.9.2011 עמדו על 2.2, 2.3 ו-3.0, בהתאמה.

**שטראוס גרופ - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד):**

2007	2008	2009	2010	30.09.10	30.09.11	
5,961	6,246	6,373	6,855	5,047	5,629	הכנסות
2,235	2,277	2,375	2,593	1,942	1,991	רווח גולמי
499	481	559	586	471	369	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות
293	507	318	302	250	187	רווח נקי*
15.6%	4.8%	2.0%	7.5%	8.4%	11.5%	% שינוי במכירות
37.5%	36.4%	37.3%	37.8%	38.5%	35.4%	% רווח גולמי
8.4%	7.7%	8.8%	8.5%	9.3%	6.6%	% רווח תפעולי
551	676	756	802	635	552	EBITDA
551	533	593	594	461	423	FFO
360	708	564	562	255	272	CapEx
0	200	200	200	200	200	DIV
549	713	1,043	795	926	807	יתרות נזילות
1,409	1,302	1,750	1,925	1,959	2,497	חוב פיננסי ברוטו
4,987	5,435	6,158	6,257	6,167	6,725	סך נכסים במאזן
39.4%	49.6%	46.9%	43.5%	44.0%	39.7%	הון עצמי למאזן
2.9	2.3	2.7	2.8	2.8	3.5	חוב פיננסי ל-EBITDA**
2.9	2.9	3.5	3.8	3.9	4.6	חוב פיננסי ל-FFO**

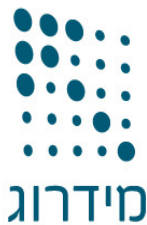
\* הרווח הנקי בשנת 2008 כולל הכנסה אחרת בסך של כ-230 מיליון ש"ח מהנפקת זכויות בחברת הקפה לקרן ההשקעות TPG  
 \*\* מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**פרופיל עסקי חזק מאוד בשוק המקומי המהווה בסיס יציב להתרחבות גלובלית**

שטראוס הינה חברת המזון השנייה בגודלה בישראל, עם נתח שוק של כ-11.3% מסך שוק המזון והמשקאות הקמעונאי בישראל, נכון ליום 30.09.11. הכנסות החברה בארבעת הרבעונים האחרונים שהסתיימו בספטמבר 2011 הסתכמו בכ-7.4 מיליארד ש"ח, כמחצית מכך נובעים ממכירות בשוק המקומי והיתר בחו"ל. נתחי השוק של החברה בישראל נעים בין 70%-30 בקטגוריות המרכזיות, כאשר במרבית קטגוריות הליבה מחזיקה החברה בנתח השוק הגדול בקטגוריה. צמיחת פעילות החברה בישראל מצויה תחת אתגר מתמשך על רקע צמיחה פנימית מתונה, נתחי השוק הגבוהים ממילא ומגבלות על רכישות מהותיות נוספות. לצד זאת, החברה מציגה צמיחה ריאלית מסוימת בפעילות המקומית, המבוססת על חדשנות שיווקית גבוהה. נציין כי, להערכתנו המותגים החזקים של החברה מהווים תחרות חזקה למותגים הפרטיים של רשתות השיווק, במרבית הקטגוריות. בתשעת החודשים הראשונים של 2011 נרשם גידול של כ-7.4% במכירות שני המגזרים העיקריים בישראל - "בריאות ואיכות חיים" ו"תענוג והנאה" (לא כולל את פעילות שטראוס מים ומקס ברנר), בהמשך לצמיחה של כ-2.2% בשנת 2010. צמיחה זו הצטרפה לצמיחה של כ-12.6% וכ-1.1% בפעילות הקפה בארץ ובעולם, בשתי התקופות בהתאמה. צמיחה מהותית נוספת ניתן לראות בפעילות מטבלים וממרחים בינ"ל של 34.3% ו-38%, בשתי התקופות בהתאמה. הצמיחה הגבוהה במכירות בישראל, בתקופה הנסקרת, נובעת ברובה מעלייה כמותית ובחלקה בזכות המבצעים הנרחבים במגזר "בריאות ואיכות חיים" (בעיקר מוצרי החלב) וכן מעליית המחירים.

בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בענף הקפה, באמצעות שטראוס קפה, המהווה כיום כ-49% מהכנסות הקבוצה (מכך, כ-40% בחו"ל ו-9% בישראל), וכוללת ייצור ושיווק מותגים מובילים של קפה טחון וקפה נמס בברזיל (נתח שוק של כ-19.7%), ברוסיה ובמזרח אירופה, לרבות סחר בתחום הקפה בברזיל. במהלך המחצית הראשונה של 2011 רכשה שטראוס קפה את חברת הקפה "פינו גראו" בברזיל ובמהלך הרבעון השלישי את מותג הקפה "אמבסדור"



המשווק באזור רוסיה ושכנותיה. תחום זה מוסיף להוות מנוע צמיחה עבור החברה ותורם לביזור העסקי והגיאוגרפי, אולם הפעילות במגזר זה הגדילה את התנודתיות ברווחיות החברה ובתזרימי המזומנים כתוצאה מהחשיפה למחירי סחורות הקפה.

### מנועי צמיחה חזקים

בנוסף לפעילות הקפה הבינלאומית, המהווה מנוע צמיחה משמעותי ומוכח עבור שטראוס, הרחיבה החברה בשנים האחרונות את פעילותה הגלובלית לשווקי יעד חדשים תוך מינוף ידע קיים, חדשנות שיווקית וקשרים עסקיים עם שותפים בינלאומיים מובילים בתחומם. שני המיזמים הבולטים בתחום זה כוללים את סברה (50%) ושטראוס מים (87%).

סברה הינה חברה משותפת של שטראוס ושל פפסיקו העולמית בחלקים שווים, הפועלת בפיתוח ייצור ושיווק של חומס וסלטים מצוננים ים תיכוניים ברחבי ארה"ב. מכירות סברה (100%) הסתכמו בכ-576 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, צמיחה של כ-34% בהשוואה לתקופה המקבילה. חלקה של שטראוס במכירות סברה מהווה כ-5% מסך הכנסות הקבוצה. נתח השוק של סברה בקטגוריית הממרחים והמטבלים המצוננים בארה"ב נאמד על ידי החברה בכ-54%, נכון לתשעת החודשים הראשונים של 2011. במהלך שנת 2011 הגיעו שטראוס ופפסיקו להסכמה על הרחבת פעילות זו לשווקים בינלאומיים מרכזיים נוספים. בשנה החולפת ביצעה סברה השקעות מהותיות בהקמת מפעל ייצור חדש ומתקדם בארה"ב.

שטראוס מים פועלת בתחום הפיתוח, הייצור והשיווק של מערכות טיהור, סינון, חימום וקירור של מי שתייה לשוק הביתי ומחוץ לבית. שטראוס מים פועלת כיום בעיקר בישראל, באמצעות המותג "תמי 4", שפעילותו נרכשה על ידי הקבוצה בשנת 2009. מכירות שטראוס מים בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכמו בכ-305 מיליון ש"ח והיוו כ-5.4% מסך הכנסות הקבוצה. במהלך 2011 השיקה שטראוס מים פעילות בסין במסגרת מיזם משותף עם ענקית האלקטרוניקה הסינית HAIER. המיזם מצוי בשלב התחלתי במספר ערים מרכזיות בסין. החדירה לסין, אשר החלה ברבעון השני של השנה, כרוכה בהוצאות לבניית תשתית שיווק, מכירות והפצה אשר צפויות להימשך גם בשנתיים הקרובות, לפני שהפעילות תחל להציג תרומה מהותית.

לאחרונה הודיעה שטראוס על השקת מיזם נוסף בתחום המים, בשיתוף עם קבוצת וירג'ין הבינ"ל, לשיווק, מכירה ושירות של שטראוס מים באנגליה ואירלנד, עם אופציה להתרחבות למדינות נוספות ובכללן צרפת, אוסטרליה ודרא"פ.

### התנודתיות במחירי הקפה משפיעה על הרווחיות - צפי לשיפור ברבעונים הקרובים

בשנים האחרונות רשמו מחירי פולי הקפה תנודתיות חריפה. מסוף שנת 2008 מחיר הקפה היה במגמת ירידה חזקה, לאחר עליית מחירים קיצונית בתחילת אותה שנה. מגמה זו הביאה את המחירים לשפל במהלך הרבעונים הראשונים של 2010. החל מחודש יוני 2010 אופיינו מחירי הקפה בעלייה חדה של עשרות אחוזים, תוך זמן קצר. נתון זה, בשילוב הקושי להעלות מחירים ברוב השווקים, בתנאים מאקרו כלכליים קשים, הביא לפגיעה ברווחיות החברה בפעילות הקפה, חרף צמיחה של כ-12.6% במחזור ההכנסות של המגזר במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2011. כתוצאה מכך, שיעור הרווחיות התפעולית במגזר עמד על כ-6.4% בתקופה הנסקרת, לעומת כ-8.3% בתקופה המקבילה. יצוין עוד, כי התקופה המקבילה אופיינה במגמה של ירידה במחירי הקפה שהשפיעה לטובה על הרווחיות. ירידת מחירי הקפה, החל מיוני 2011, אמורה לשפר את רווחיות המגזר, בעיקר החל מרבעון ראשון 2012, עקב מאפייני ניהול המלאי בחברת הקפה.

בפעילות בישראל נרשמה ירידה ברווח התפעולי במגזר "בריאות ואיכות חיים", שעבר משיעור רווחיות מגזרי של כ-12.6% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010, לשיעור רווחיות של כ-11.1% בתקופה הנוכחית (הפגיעה העיקרית נרשמה ברבעון השלישי של השנה, שבו עמד שיעור הרווחיות במגזר על כ-11.9% לעומת שיעור של כ-14.5% ברבעון



המקביל). הירידה מוסברת במבצעי מכירות מאסיביים שננקטו, על רקע המחאה החברתית, שפרצה במהלך הרבעון השלישי והשפיעה בעיקר על תחום מוצרי החלב. יש לציין, כי המבצעים הובילו לגידול כמותי במכירות, כך שבסך הכול הפגיעה בתרומה הכספית של מגזר זה הייתה מתונה יותר. במגזר "תענוג והנאה" נרשמה יציבות ברווחיות.

גורמים נוספים שהכבידו על הרווחיות בתקופה הנסקרת כוללים את תחילת פעילות מיזם המים המסוננים בסין, אשר הובילה להוצאות חדירה במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה וצפוי להוסיף ולתרום הוצאות גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. כמו כן, במהלך 2010-2011 הקבוצה הגדילה את כושר הייצור של סברה על ידי הקמת מפעל חדש בוירג'יניה שהחל לפעול במהלך 2010, במקביל למפעל הישן. מהלך זה פגע ברווחיות מגזר הממרחים והמטבלים המצוננים, בעיקר במהלך הרבעון הראשון של 2011. במגזר זה גם מוצגים, החל מרבעון שלישי 2011, נתוני הפעילות המשותפת החדשה עם פפסיקו ברחבי העולם, בה צפויות השקעות גבוהות במכירה ושיווק, במהלך השנה הקרובה. אנו מעריכים כי ברבעונים הקרובים תוסיף החברה לרשום קצב צמיחה גבוה בהכנסות, בעיקר הודות לפעילות הקפה הבינ"ל וסברה. כמו כן, מידרוג צפה שיפור מהותי ברווחיות מגזר הקפה, בעקבות ירידת מחיר הקפה, וכן בפעילות הממרחים והמטבלים המצוננים בארה"ב, נוכח השלמת שינויים תפעוליים. מנגד, שיפור זה יקוזז בחלקו נוכח המשך החדירה לסין בתחום המים וכן תחילת פיתוח פעילות הממרחים והמטבלים המצוננים בעולם, והמים באירופה, אשר צפויים להמשיך ולהכביד על ההוצאות ועל רווחיות הקבוצה.

#### **השקעות הוניות גבוהות בשיפור קווי הייצור וברכישות פעילות**

בשנים האחרונות רשמה החברה השקעות ברכישת פעילויות בארץ ובחו"ל, הגדולה שבהן הייתה תנה תעשיות בע"מ ("תמי 4") בשנת 2009 תמורת סך של כ-300 מיליון ש"ח. במקביל מוסיפה שטראוס קפה לפעול לרכישת מותגים ופעילויות בתחום הקפה בשווקי היעד השונים ובעיקר ברוסיה ובברזיל. בנוסף, ביצעה הקבוצה השקעות מהותיות ברכוש קבוע, העיקרית שבהן הינה השקעתה של סברה בהקמת המפעל החדש לסלטים בוירג'יניה, ארה"ב בסך כולל של כ-68 מיליון דולר, חלקה של החברה מחצית מכך. ההשקעות מומנו מהתזרימים השוטפים של הקבוצה, מהשקעות שותפים ומגידול בחוב הפיננסי. החברה ממשיכה באסטרטגיה של צמיחה דרך פיתוח פעילויות חדשות באמצעות שותפים גלובליים מובילים. לאסטרטגיה זו מאפיינים עסקיים ופיננסיים שונים, בהשוואה לעסקי הליבה, אולם היקפיה מתונים ביחס לתזרימים השוטפים מפעילות הליבה. כמו כן, הסיכון ממותן באמצעות החבירה לשותפים מובילים בעלי ניסיון בינלאומי רב, ערוצי שיווק והפצה מפותחים במדינות היעד וכיסים עמוקים. בנוסף, החברה צפויה במהלך השנים הקרובות להשקיע סכומים מהותיים בפיתוח מרכז לוגיסטי חדש בשוהם. אנו צופים שהרגישות בתזרים המזומנים החופשי תישמר גם במהלך השנים הקרובות.

#### **יחסי הכיסוי המהירים מצויים בשחיקה איטית**

היקף החוב הפיננסי ברוטו במאוחד ליום 30.09.11 הסתכם בכ-2,497 מיליון ש"ח, מרביתו לזמן ארוך. החוב גדל במידה מהותית בשנים 2009 ו-2010, בעיקר על רקע הגידול בהיקפי ההשקעות ההוניות וחלוקת דיבידנדים. העלייה בחוב בשנת 2011 נבעה בעיקר מהחברה הבת שטראוס קפה, נוכח עלייה במלאי הקפה בברזיל. בנוסף, החברה נטלה הלוואות לזמן ארוך ממוסדות פיננסיים בישראל, לצורכי מחזור חוב. העלייה בחוב הפיננסי לצד שחיקת הרווח התפעולי הובילה לשחיקה נוספת ביחסי הכיסוי, בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.11 יש לציין, כי בבחינת יחסי הכיסוי, מידרוג מנכה מהחוב הפיננסי הלוואות שנלקחו על ידי החברה וכנגדן לחברה יתרות מזומנים המיועדות לשירות החוב. יחס כיסוי חוב מתואם ל-EBITDA עלה מ-2.8x, ליום 30.09.10, ליחס כיסוי של 3.5x, נכון ליום 30.09.11. אנו צופים שיפור ביחסי הכיסוי בטווח של 4 רבעונים, נוכח תזרים חזק עונתית ברבעון הרביעי של השנה, ירידה במלאי הקפה וכן שיפור מסוים ברווח התפעולי.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הקטנה משמעותית של רמת החוב והצגת יחסי כיסוי נמוכים משמעותית מהקיים לאורך זמן

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור יחס חוב מותאם חכירה ל-EBITDA ל-3.0x
- חלוקת דיבידנד נרחבת אשר יהיה בה להחליש את יכולת פירעון התחייבויות החברה

### דוחות מתודולוגיים

דוח מעקב שנתי - [מעקב שנתי אוקטובר 2010](#)

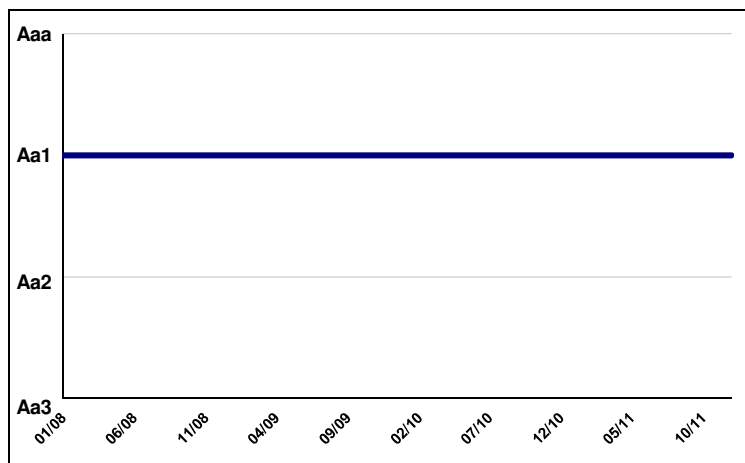
["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## אודות החברה

שטראוס גרופ הינה חברה ציבורית הנשלטת ע"י משפחת שטראוס, באמצעות שטראוס אחזקות בע"מ שבבעלותה. החברה פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים: "שטראוס ישראל" - תחום המרכז את פעילות המזון והמשקאות שאינם קפה בישראל. תחום זה נחלק לשני מגזרי פעילות: "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 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, וזאת לאחר מהלך בשנת 2008 בו מכרה כ-25.1% מהחברה לקרן ההשקעות הבינלאומית TPG. החברה פעילה בישראל, ברזיל (שם היא פעילה גם כספק של קפה ירוק ותירס), מדינות יוגוסלביה לשעבר, רומניה, פולין ומדינות ברה"מ לשעבר. בנוסף לשני תחומי הפעילות העיקריים, פועלת החברה בשוק הממרחים והמטבלים המצוננים בארה"ב ובאירופה באמצעות חברת סברה (שותפות עם תאגיד PepsiCo העולמי). בנוסף, החברה בעלים של כ-87% בחברת שטראוס מים, שבה נמצאות, בין היתר, פעילויות "תמי 4", שותפות בסין עם חברת HAIER ושותפות בינ"ל עם חברת וירג'ין. כמו כן, פעילות ייצור וקמעונאות של שוקולד פרימיום באמצעות Max Brenner.

## היסטוריית דירוג





**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://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](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו 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.