



# שטראוס גרופ בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2012

**מחברים:**

עמית ברון, אנליסט  
[amitb@midroog.co.il](mailto:amitb@midroog.co.il)

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

**אנשי קשר:**

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

## שטראוס גרופ בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה שטראוס גרופ בע"מ ("שטראוס" או "הקבוצה"). הדירוג האמור ניתן גם לאגרות חוב בסך של עד 300 מיליון ₪ ערך נקוב שבכונת החברה להנפיק בזמן הקרוב באמצעות סדרה חדשה, אחת או יותר, של אגרות חוב.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20.12.2012. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

### 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 30.09.12 מיליוני ₪	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.12 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	7460140	02/2007	4.1%	מדד	744	886	2014-2018
ג'	7460207	05/2009	משתנה	שקלי	167	166	2013

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמד העסקי החזק של שטראוס בשוק המזון בישראל, אשר אחראי למחצית ממחזור הפעילות המאוחד. לשטראוס מותגים חזקים וותיקים בשוק המקומי, במגוון רחב של קטגוריות מוצר, נתחי שוק מובילים בכל קטגוריות הפעילות וחדשנות שיווקית גבוהה. מאפיינים אלו מתקזזים במידת מה עם קצב צמיחה פנימי מתון המאפיין את ענף המזון והחברה בתוכו. אנו מעריכים כי בדומה לשנת 2012, קצב הצמיחה הריאלי בענף בשנה הקרובה יהיה נמוך. בד בבד, אנו מעריכים כי חלה התחזקות בכוח הצרכני, בין השאר בעקבות המחאה החברתית והצמיחה של הרשתות המזולות, אשר פוגעת במידת מה בגמישות המחיר של החברה ועלולה להערכתנו להוסיף וללחוץ על הרווחיות. ענף המזון בישראל מאופיין ברמת תחרות מתונה יחסית. בשנה החולפת החלה רגולציה לעידוד התחרות בענף, בדמות הורדת חסמי הייבוא וכללים להסדרת היחסים בין היצרנים לקמעונאים. אנו צופים השפעה מתונה מצד הרגולציה על פעילות שטראוס בישראל בטווח הקצר והבינוני.

פעילות הקפה הבינ"ל תורמת לצמיחה משמעותית ולפיזור העסקי של הקבוצה, אולם מאופיינת ברווחיות תנודתית, נוכח חשיפה גבוהה למחירי סחורות הקפה. החברה חיזקה את אחיזתה במדינות הפעילות העיקריות (ברזיל ורוסיה) ואנו צופים צמיחה מתונה יותר בשנים הקרובות. לחברה חשיפה מטבעית המגודרת באופן חלקי.

החברה שומרת לאורך זמן על רווחיות תפעולית בשיעור 7%-8% מהמכירות, המשקללת רווחיות גבוהה ויציבה בשוק המקומי ורווחיות נמוכה יחסית ותנודתית בשוק הקפה הבינ"ל. הרווחיות שופרה בתשעת החודשים הראשונים של 2012, בעיקר בשל הירידה במחירי סחורות הקפה. שיפור זה קוזז בחלקו נוכח שחיקה מסוימת ברווחיות שטראוס ישראל והרחבת פעילות המים בשוק הבינ"ל. אנו צופים המשך שיפור ברווח התפעולי בשנת 2013 בשל הערכתנו להמשך שיפור ברווחיות בפעילות הקפה הבינ"ל נוכח ירידה נוספת במחירי הגלם, צמצום השקעות בפעילות המים הבינלאומית בהשוואה לשנת 2012 וגידול ברווח של פעילות המטבלים בארה"ב. הרווח התפעולי מתורגם לתזרימי מזומנים חזקים ויציבים מפעולות. בד בבד, השקעות הוניות גבוהות וגידול בצרכי הון חוזר הובילו לתזרים חופשי שלילי במרבית השנים האחרונות ולגידול ברמת המינוף. יחסי הכיסוי עלו בין השנים 2010-2011 ונתרו יציבים במהלך שנת 2012. יחסי הכיסוי ליום 30.9.2012 (על בסיס 4 רבעונים אחרונים) שופרו בהשוואה ליחסים ליום 30.9.2011, כאשר בתקופה המקבילה היחסים הושפעו לשלילה מהפגיעה ברווחיות פעילות הקפה. תחזית התזרים הבסיסית שלנו גוזרת יציבות ביחסי הכיסוי בטווח הזמן הקצר והבינוני ברמה של חוב נטו ל-EBITDA 2.0 וחוב נטו ל-FFO 3.0, כאשר בתוך כך אנו מעריכים כי



השיפור ברווח התפעולי יקוזז מצד עלייה מסוימת בחוב הפיננסי נטו נוכח צפי לתזרים חופשי שלילי בעיקר בשל התקדמות ההשקעות במרלו"ג שוהם. חריגה מיחסים אלו לאורך זמן עלולה להוביל לבחינת הדירוג, שכן החברה מצויה בקצה טווח המינוף התואם את הדירוג הנוכחי.

### שטראוס גרופ - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), מיליוני ש"ח<sup>1</sup>:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/11	1-9/12	
6,373	6,855	7,699	5,629	6,079	<b>הכנסות</b>
2,375	2,593	2,677	1,991	2,155	<b>רווח גולמי</b>
559	586	523	369	477	<b>רווח תפעולי לפני הוצאות אחרות</b>
318	302	233	187	269	<b>רווח נקי</b>
2.0%	7.6%	12.3%	11.5%	8.0%	<b>שינוי במכירות %</b>
37.3%	37.8%	34.8%	35.4%	35.4%	<b>רווח גולמי %</b>
8.8%	8.5%	6.8%	6.6%	7.8%	<b>רווח תפעולי %</b>
756	802	742	534	646	<b>EBITDA</b>
593	594	552	406	437	<b>FFO</b>
564	562	372	272	347	<b>CAPEX</b>
200	200	200	200	0	<b>Div</b>
1,043	795	917	807	972	<b>יתרות זילות</b>
1,750	1,923	2,380	2,497	2,585	<b>חוב פיננסי ברוטו</b>
6,158	6,255	6,756	6,725	7,305	<b>סך נכסים במאזן</b>
46.9%	43.5%	39.9%	39.7%	40.0%	<b>הון עצמי למאזן</b>
36.8%	40.4%	45.8%	47.3%	45.7%	<b>חוב פיננסי ל-Cap</b>
2.5	2.6	3.3	3.6	3.1	<b>חוב פיננסי ל-EBITDA</b>
3.2	3.6	4.4	4.8	4.6	<b>חוב פיננסי ל-FFO</b>
1.2	1.7	2.2	2.6	2.1	<b>חוב פיננסי נטו ל-EBITDA</b>
1.6	2.3	2.9	3.4	3.0	<b>חוב פיננסי נטו ל-FFO</b>

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### פרופיל עסקי חזק מאוד בשוק המקומי לצד צמיחה מתונה בו

שטראוס הינה חברת המזון השנייה בגודלה בישראל, עם נתח שוק יציב יחסית של כ-12% מסך שוק המזון והמשקאות הקמעונאי. החברה מחזיקה בישראל סל מוצרים רחב במגוון קטגוריות הנחלקות לשני תחומים עיקריים: "בריאות ואיכות חיים" (כ-24% מסך מכירות החברה וכ-53% מהמכירות בישראל) ו-"תענוג והנאה" (כ-13% וכ-27%, בהתאמה). נתחי השוק של החברה בישראל נעים בין 30%-86% בקטגוריות המרכזיות, כאשר במרבית קטגוריות הליבה מחזיקה החברה בנתח השוק המוביל. לחברה מעמד מוביל גם בתחום קפה נמס וקפה קלוי בישראל (שיעור של כ-8% מסך המכירות וכ-20% מהמכירות בישראל), עם נתחי שוק גבוהים של כ-46% (קפה נמס) ושל כ-78% (קפה טחון וקלוי). צמיחת פעילות החברה בישראל הינה מתונה (שיעור צמיחה נומינלי חמש-שנתי ממוצע של כ-3.5% לשנה), וזאת נוכח הגידול הטבעי המוגבל, נתחי השוק הגבוהים ממילא ומגבלות על רכישות ומיזוגים. חדשנות שיווקית גבוהה והשקעות במיתוג מוסיפות להערכתנו להוות מקור איתן לשמירה על נתחי השוק של שטראוס בישראל בקטגוריות המרכזיות. פעילות החברה בישראל חשופה לרגולציה בתחום החלב (כ-20% מסך מכירות החברה), נוכח מדיניות הממשלה

<sup>1</sup> יחסי הכיסוי בטבלה מחושבים על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים לאחר התאמות לחוב הפיננסי כמפורט בהמשך הדוח.

להוזיל את המחירים לצרכן בתחום באמצעות הגדלת מכסות ייבוא וצמצום מכסים. אנו מעריכים כי השפעת התהליך על שטראוס מוגבלת לתחום מעדני החלב שהינם בעלי חיי מדף קצרים יחסית. בתשעת החודשים הראשונים של 2012 נרשמה צמיחה מתונה של 2.8% בפעילות שטראוס בישראל וברבעון השלישי נרשמה צמיחה שלילית של 0.2% (חלקה נובעת מהפער בעיתוי חגי תשרי המשפיע על עיתוי מכירות החג). הצמיחה נבעה בעיקר ממגזר הקפה שרשם צמיחה של כ-7.4% בתשעת החודשים הראשונים של השנה. צמיחה נמוכה אפיינה את כל שוק המזון והמשקאות בישראל בתקופה האמורה - גידול נומינלי של כ-1.2%. אנו מעריכים כי פעילות החברה בישראל תוסיף להתאפיין בצמיחה מתונה. פעילות החברה בישראל מאופיינת ברווחיות גבוהה ויציבה יחסית - בשיעור ממוצע של כ-11% מהמכירות. בשנת 2012 ניכרת עם זאת שחיקה מסוימת ברמת הרווחיות, בעיקר בתחום "בריאות ואיכות חיים". אנו מעריכים כי חלה שחיקה מסוימת בגמישות המחיר של שטראוס, ברקע חיזוק הכוח התחרותי הצרכני בישראל והתחזקות הרשתות המוזלות. לאור זאת, אנו מעריכים לחץ מסוים על הרווחיות של שטראוס בישראל.

**שטראוס גרופ: התפלגות הכנסות, רווח ורווחיות לפי מגזרי פעילות**

התפלגות מכירות	התפלגות רווח מגזרי	שיעור צמיחה 1-9/2012	% רווח תפעולי * 1-9/2012	% רווח תפעולי ממוצע * 2010-2011
24%	32%	2.3%	10.3%	12.0%
12%	17%	0.6%	10.9%	9.0%
9%	13%	7.4%	11.9%	11.9%
42%	34%	11.7%	6.2%	6.4%
6%	7%	33.1%	9.1%	9.3%
7%	(3)%	3.3%	(4.6)%	(3.0)%
<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.0%</b>

\* שיעורי הרווחיות מתייחסים לתוצאות דיווח מגזרי - לפני הוצאות שלא יוחסו והוצאות/הכנסות אחרות

**מנועי צמיחה חזקים בשוק הבינ"ל - קפה וחמוס**

פעילות קבוצת שטראוס בשווקים הבינלאומיים נפרשת על שלושה תחומים עיקריים: תחום הקפה הוותיק, תחום הממרחים והמטבלים (חמוס בעיקר) שזכה לתנופה בשנתיים האחרונות ותחום המים שמצוי כיום בשלבי פיתוח וגובה עלויות נוכח השקעות בחדירה לשווקים חדשים. פעילות הקפה מתרכזת בעיקר בשוק הברזילאי (כ-50% ממכירות הקפה בחו"ל<sup>2</sup>) והרוסי (כ-20%). בשנים האחרונות מדורגת חברת הקפה של שטראוס כרביעית בגודלה בעולם (במונחי רכש פולי קפה). בשני השווקים המרכזיים מחזיקה החברה נתחי שוק בולטים ובמגמת עלייה: כ-20% בקטגוריית הקפה הקלוי בברזיל וכ-14% בקטגוריית הקפה הנמס ברוסיה. מכירות הקבוצה במדינות אלו הציגו בחלקן צמיחה דו-ספרתית גבוהה בשנים האחרונות, חלקה הגדול באמצעות רכישות של מותגי קפה בשווקים המקומיים והעברתם לייצור עצמאי של הקבוצה. ביתר מדינות הפעילות בחו"ל ובעיקר באזור מרכז-מזרח אירופה (פולין, סרביה ורומניה) מתמודדת הקבוצה עם תנאי שוק ממותנים ומעמד עסקי חלש יותר המקשים על הצמיחה. בתוך כך, בשנים האחרונות רשמה החברה מחיקת מוניטין ורכוש בלתי-מוחשי בהיקף משמעותי בגין הפעילות בסרביה וכן סגרה את הפעילות בבולגריה.

<sup>2</sup> השיעור מתייחס לחלקה של שטראוס קפה במכירות חברת הקפה בברזיל, העומד על 50% ועולה באיחוד יחסי לשטראוס קפה, כאשר האחרונה מוחזקת 75% בידי החברה ו-25% (בשרשור) בידי קרן ההשקעות TPG ומאוחדת במלואה.



אנו מעריכים כי הפעילויות הנותרות באזור מרכז-מזרח אירופה הינן יציבות מבחינה תזרימית. רווחיות פעילות הקפה בחו"ל נמוכה יחסית לפעילות הקפה בישראל (כ-6.0% רווח תפעולי מגזרי בממוצע בשנים האחרונות), אולם היא תורמת כשליש מהרווח התפעולי של הקבוצה. הפעילות מאופיינת בחשיפה גבוהה למחירי חומרי הגלם וכתוצאה מכך לתנודתיות ברווח ובתזרים המזומנים דרך עלות המלאי. במהלך שנת 2012 ניכרת ירידה מתמשכת במחירי הקפה שהובילה לשיפור הרווחיות, לירידה בצורכי ההון החוזר ושיפור התזרים מפעילות שוטפת.

פעילות החברה בתחום הממרחים והמטבלים בחו"ל באמצעות סברה (50% מתרכזת כיום בצפון אמריקה (ארה"ב וקנדה) ומציגה צמיחה גבוהה (מעל 30%) בשלוש השנים האחרונות (גידול של כ-100 מיליון ש"ח חלק הקבוצה בתשעת החודשים הראשונים של 2012). מכירות התחום עדיין מהוות מרכיב נמוך יחסית בסך מכירות הקבוצה (6%), אולם מציגות שיפור ברווחיות, נוכח הגידול החד במכירות וכן השלמת ההטמעה של מפעל הסלטים החדש בוויירג'יניה. החברה מנסה להרחיב את ההצלחה בצפון אמריקה גם לאזורים נוספים (מקסיקו ואוסטרליה). אנו מעריכים המשך צמיחה ושיפור הרווחיות בטווח הבינוני.

הכניסה לפעילות המים בסין במיזם משותף עם תאגיד מכשירי החשמל הסיני HAIER מצויה בשלבי חדירה זו השנה השנייה, ולהערכתנו הוסיפה להכביד על תוצאות הקבוצה גם בשנה זו. בשנת 2012 החל גם מיזם המים באנגליה בשיתוף עם וירג'ין ואף הוא נושא עליונות. אנו מעריכים המשך השקעות במגזר זה גם בשנת 2013, אם כי בעוצמה פחותה מזו של שנת 2012.

#### **תזרים חופשי שלילי על רקע השקעות הוניות גבוהות צפוי להימשך גם בשנה הקרובה**

החברה מייצרת לאורך זמן תזרים חזק מפעילות. בשלוש השנים האחרונות הציגה החברה תזרים EBITDA ממוצע של כ-800 מיליון ש"ח (כ-850 מיליון ש"ח בארבעת הרבעונים שעד 30.9.2012) ותזרים מפעולות FFO סביב 600 מיליון ש"ח (כ-580 מיליון ש"ח). לצד זאת החברה רשמה בשנים האחרונות השקעות גבוהות בהון חוזר ובפיתוח הפעילות. החברה השקיעה ביחד עם פפסיקו בהקמת מפעל סלטים חדש בוויירג'יניה (כ-70 מיליון דולר, חלקה של החברה כמחצית מכך). בשנת 2012 החלה החברה בהקמת המרכז הלוגיסטי בשוהם בהשקעה כוללת של כ-350 מיליון ש"ח. המועד המשוער לסיום ההקמה ותחילת ההפעלה הינו מחצית שנת 2014. בנוסף, בשנים 2010-2012 ביצעה שטראוס קפה השקעות מואצות ברכישת מותגים, חברות ואמצעי ייצור, בעיקר ברוסיה ובברזיל. הצמיחה הגבוהה בפעילות הקפה הובילה גם להשקעות גבוהות בצורכי ההון החוזר. אלו התעצמו בשנים 2010-2011 נוכח העלייה החדה במחירי הקפה. ההשקעות בפעילות הקפה הבינלאומית מומנו בעיקר מכספי הנפקת ההון שבוצעה בשטראוס קפה בשנת 2008. גורמים אלו הובילו לתזרים חופשי שלילי משמעותי במרבית השנים האחרונות, שהובילו לגידול בחוב ברוטו ונטו. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 שופר התזרים החופשי נוכח ירידה בצורכי ההון החוזר ולאחר שהחברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה בגין שנת 2011. בתקופה האמורה חילקה חברה בת דיבידנדים לבעלי המניות בסך של כ-174 מיליון ש"ח, מכך חלקה של החברה כ-130 מיליון ש"ח. ברבעון הרביעי של שנת 2012 חילקה שטראוס לבעלי מניותיה דיבידנד בסך של כ-140 מיליון ש"ח - סכום דומה לתמורה שקיבלה החברה ממכירה של מקרקעין בגבעתיים.

אנו מעריכים כי בשנים הקרובות רמת ההשקעות שאינן שוטפות תוסיף להיות גבוהה יחסית ותוביל לתזרים חופשי שלילי (קרי - עלייה בחוב הפיננסי נטו), בעיקר בשל הקמת המרכז הלוגיסטי בשוהם.

#### **עלייה ברמת המינוף הובילה להאטה מסוימת ביחסי הכיסוי בשנתיים האחרונות**

כאמור לעיל, בשנים 2011-2012 חל גידול בחוב הפיננסי המאוחד, חלקו הופנה לכיסוי הגרעון בתזרים החופשי וחלקו לגידול ביתרות הנזילות. יחס החוב הפיננסי לקאפ עלה משיעור של כ-40% בסוף 2010 לשיעור של כ-46% בסוף 2011 ומאז נותר יציב בשיעור זה. יחס חוב נטו לקאפ נטו עלה משיעור של כ-28% בסוף 2010 לשיעור של כ-34% בסוף 2011 ונותר יציב מאז. למרות הגידול בחוב, השיפור שחל ברווח ובתזרים התפעולי במהלך שנת 2012 הוביל לשיפור יחסי



הכיסוי, עם חוב נטו ל-EBITDA של כ-2.1 ליום 30.9.2012 לעומת כ-2.6 ליום 30.9.2011 וכ-1.7 בסוף 2010 (הכיסוי ברוטו באותן תקופות עמד על 3.1, 3.6 ו-2.6, בהתאמה) וחוב נטו ל-FFO של 3.0 ליום 30.9.2012 לעומת כ-3.4 ליום 30.9.2011 ו-2.3 בסוף שנת 2010<sup>3</sup>. תחזית התזרים הבסיסית שלנו תומכת בשמירה על יחסי הכיסוי הנוכחיים אולם במרווח צפוף יחסית, כאשר מחד אנו צופים המשך שיפור בתזרימים התפעוליים ומאיך עלייה מסוימת בחוב נטו. בהקשר זה נציין כי עד כה נהגנו למדוד את יחסי הכיסוי של שטראוס על בסיס החוב ברוטו, בעיקר מכיוון שיתרות המזומנים העיקריות בקבוצה היו מצויות בשטראוס קפה, ויעדו להשקעות בתחום הפעילות. במהלך השנים 2011-2012 עיבתה החברה את יתרות הנזילות ברמת הסולו, נוכח גיוס אשראי לטווח ארוך בישראל וקבלת דיבידנדים מחברה בת, בד בבד עם קיטון ביתרות הנזילות בחברת הקפה. להבנתנו, לחברה מדיניות של שמירה על יתרות נזילות (סולו) מהותיות לאורך זמן, בשונה מהעבר, ולכן שונתה המדידה מבסיס ברוטו לבסיס נטו.

#### **נזילות וגמישות פיננסית גבוהות**

החברה נותרה בהערכתנו כבעלת גמישות פיננסית גבוהה מאוד בעיקר נוכח תזרימי מזומנים חזקים מפעילות, מינוף מתון ונגישות גבוהה למקורות מימון בישראל ובעולם. נזילות החברה שופרה מאוד בשנה החולפת בעיקר בשל גיוסי אשראי לטווח ארוך שבוצעו בישראל ברמת החברה סולו ושימשו לעיבוי יתרות המזומנים. יתרות הנזילות מושקעות באפיקים סולידיים מאוד ובעיקר פיקדונות בבנקים.

#### **אופק הדירוג**

##### **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- פגיעה במעמדה העסקי של החברה בישראל שתוביל לירידה מהותית בנתחי השוק ו/או פגיעה ברווח התפעולי.
- אי שמירה לאורך זמן על יחס חוב נטו ל-EBITDA שעד 2.0 ויחס חוב נטו ל-FFO שעד 3.0. יחסי הכיסוי נמדדים בהתאמות כמפורט לעיל.

#### **דוחות קשורים**

- שטראוס גרופ - דוח מעקב שנתי, נובמבר 2011.
- "מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.

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

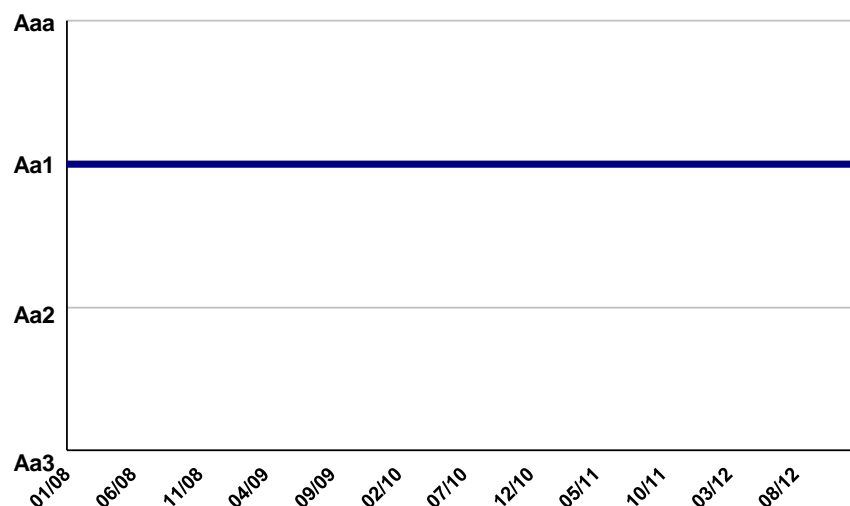
תאריך הדוח: 20.12.2012

<sup>3</sup> יחסי הכיסוי מוצגים לאחר ההתאמות כדלקמן: (1) הוספת היוון תשלומי שכירות לחוב הפיננסי ברוטו ונטו לפי סכום שכירות שנתית של כ-80 מיליון ₪ (שנת 2012) ומכפיל 5.8. (2) נטרול הסכומים הבאים מהחוב הפיננסי ברוטו ונטו: יתרת הלוואת שותפים לסברה בסך של כ-60 מיליון ₪ ליום 30.9.2012; חלק החברה ביתרת חוב העומד כנגד מלאי קפה ירוק בפעילות הסחר בברזיל שהינו נכס שחיר ומוגדר בסך של כ-90 מיליון ₪ ליום 30.9.2012. (3) נטרול מה-FFO של הפרשה למס בגין מכירת מקרקעין כארוע חד פעמי.

## 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 (דנונה מחזיקה 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, בברזיל (50%), במדינות יוגוסלביה לשעבר, ברומניה, בפולין ובמדינות ברה"מ לשעבר. בנוסף לשני תחומי הפעילות העיקריים, פועלת החברה בשוק הממרחים והמטבלים המצוננים בארה"ב וקנדה באמצעות חברת סברה (שותפות 50% עם תאגיד PepsiCo העולמי) ובאוסטרליה ומקסיקו באמצעות חברת אובלה (שותפות 50% עם תאגיד PepsiCo העולמי). בנוסף, החברה בעלים של כ-88% בחברת שטראוס מים, שבה נמצאות, בין היתר, פעילויות "תמי 4", שותפות (50%) בסין עם חברת HAIER ושותפות בינ"ל עם חברת וירג'ין. כמו כן, פעילות ייצור וקמעונאות של שוקולד פרימיום באמצעות Max Brenner.

## היסטוריית דירוג



הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>
	<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 מאד.
	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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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



דו"ח מספר: CIS051212000M

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") 2012.

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 במישורין 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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.