



צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

מעקב ו מרץ 2012

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@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

צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

דירוג סדרות	Baa3	אופק דירוג: שלילי
-------------	------	-------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרות א' ו-1') שהנפיקה צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ ("החברה", "צ'אם") מדירוג Baa1 לדירוג Baa3, תוך הותרת האופק השלילי.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' ני"ע	מועד הנפקה מקורי	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2011 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	3420031	5/2004	*L+2.75%	דולר **	13.4	2012
1	3420049	3/2010	ממשלתי משתנה 0817+5.4%	לא	39	2012-2016

* שיעור הריבית לא יפחת מ-6.5% ולא יעלה על 9.5%
 ** קרן האג"ח והריבית צמודות לשער חליפין מינימאלי של 4.555 ₪ לדולר

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהחלשות מתמשכת בתוצאות התפעוליות של החברה בשני מגזרי הליבה: מגזר מוצרי הביצים ומגזר תוספי המזון, תוך הצגת הפסד תפעולי לרבעון שלישי 2011. חולשה זו מונעת מהחברה לעמוד במידה מספקת ביחסים הפיננסיים הנדרשים לדירוג הקודם. בנוסף, החברה חרגה מהתחזיות לשנת 2011 אשר אמורות היו לבטא שיפור למול שנת 2010.

הורדת הדירוג נובעת אף מרמת הנזילות החלשה בחברה ביחס לצורכי שירות החוב. יתרות הנזילות של החברה (סולו) ליום 30.09.2011 הסתכמו לסך של כ- 215 אלפי דולר. צרכי שירות החוב של החברה סולו (קרן וריבית) לשנה הקרובה נאמדים בכ- 8 מיליון דולר. להערכתנו, שירות החוב נסמך בעיקר על מחזור חוב, דרך מסגרות אשראי בלתי מחייבות ומימוש קרקעות אשר אינן בליבת העסקים של החברה.

החל משנת 2008, ביצעה הקבוצה השקעות בהיקף כולל של כ- 40 מיליון דולר ברכוש קבוע ובהקמת חוות מטילות. ההשקעות הכבדות שבוצעו ע"י הקבוצה עדיין אינן תורמות בהיקפים שהוערכו מלכתחילה ורמת המינוף של הקבוצה נותרה גבוהה ואף היא מעיבה על גמישותה הפיננסית.

לחברה אמות מידה פיננסיות אל מול הבנקים המקומיים ולמול הבנקים המממנים בארה"ב, במסגרתן שועבדו מרבית נכסי החברה לטובת הבנקים והחברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות. בחודש יוני 2011 קיבלה החברה מהבנקים בארה"ב אמות מידה פיננסיות מקלות. נכון למועד זה, החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות במרווח נמוך. יש לציין כי לחברה מערכת יחסים ארוכה ומוכחת למול המערכת הבנקאית.

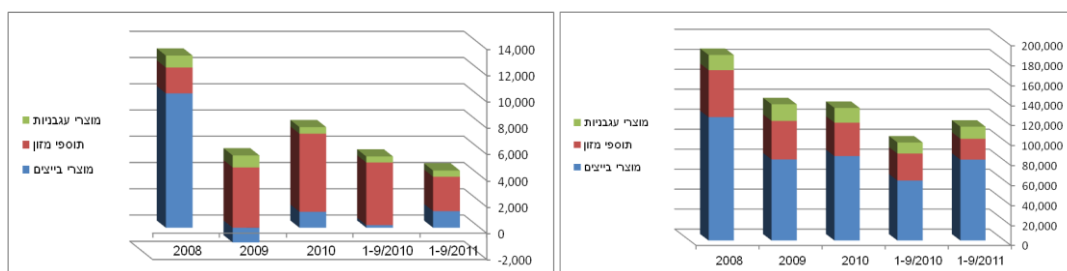
לאורך זמן, החברה מציגה רווחיות נמוכה בשני מגזרי הפעילות, אם כי פעילות תוספי המזון הינה רווחית יותר ואחראית למרבית הרווח התפעולי (כ-60% מהרווח התפעולי לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011). לאורך השנתיים האחרונות מגזר מוצרי הביצים הציג רווחיות תפעולית נמוכה של כ-1.5% ואלו מגזר תוספי המזון הציג רווחיות תפעולית

ממוצעת של כ-14%, תוך הצגת שחיקה ברווחיות התפעולית לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 הציג מגזר מוצרי הביצים גידול משמעותי בהיקף הפעילות וצמיחה בשיעורי הרווחיות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד שהייתה חלשה במיוחד, ואולם, השיפור נבע כולו מתוצאות רבעון ראשון 2011, ואילו ברבעון שני 2011, הציג המגזר חולשה בתוצאות וברבעון שלישי 2011, רשם הפסד תפעולי, בעיקר עקב עלייה חדה במחירי חומרי הגלם אשר לא ניתנת להתאמה למחירי המכירה, מפני שמרבית הסכמי החברה מסתמכים על מחיר מכירה קבוע. חרף השקעות גבוהות שביצעה החברה בשנים האחרונות במגזר מוצרי הביצים, לצורך יצירת יתרונות תחרותיים בייצור ובשיווק, תהליכי ההטמעה של המהלך ארוכים מהצפוי.

מגזר תוספי המזון הציג שחיקה מהותית בתוצאות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בין השאר בשל צמצום היקף הפעילות של לקוח מהותי במגזר זה, אשר היווה כ-30% מסך המכירות של המגזר.

שנת 2011 הייתה אף שנה מאתגרת מבחינת תחילת הפעלתה של חוות המטילות ב-Hawkeye. החברה הציגה הפסד (חלקה) בשותפות של חוות המטילות לתשעת החודשים לשנת 2011, בעיקר עקב הוצאות מימון מוגדלות בהתייחס לעסקת swap, ייקור עלויות הייצור ועלויות שבירה גבוהות.

התפתחות מכירות לפי מגזרי פעילות (אלפי דולר): התפתחות רווח תפעולי לפי מגזרי פעילות (אלפי דולר):

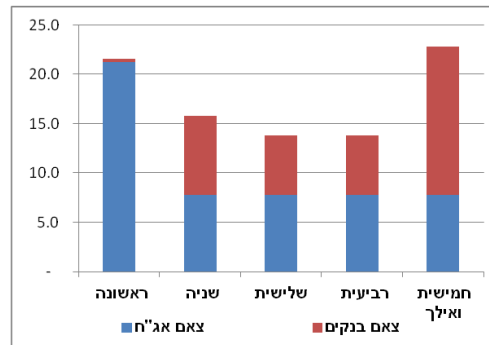


תחזית הדירוג השלילית נותרת עקב הנזילות החלשה, המאפיינת את החברה. אי שיפור בפרמטר זה, בדגש על יכולת ייצור מקורות מפעילות או שיפור משמעותי בגמישות הפינסנית, יוביל להורדה נוספת בדירוג.

צ'אם הינה חברה ותיקה, בעלת ניסיון רב בתחום פעילותה, אוחזת במגוון מוצרים בשווקים בסיסיים, עומדת בתקני איכות גבוהים, בעלת מתקני יצור, שחלקם שודרגו בשנים האחרונות ובסיס לקוחות מפותח. החברה פועלת בתחום המזון בארה"ב, כספקית תוספי מזון ומוצרי ביצים לחברות מזון גלובליות. פרימרה נמנית על אחת משלוש החברות הגדולות בתחומה בארה"ב, ובעלת נתח שוק של 15%. בטווח הזמן הארוך, עשויה החברה להציג שיפור בתוצאות הפעילות, עקב מעבר לייצור מוצרי נוזלי ביצים, בעלי תרומה גבוהה לרווחיות, מיצוי השקעות שבוצעו ועם התאמת מנגנון ההסכמים להסכמי Cost+, המתאימים לסביבה התודתית של חומרי הגלם.

הסיכונים הגלומים בפעילות החברה כוללים: חשיפה אינהרנטית למחירי הסחורות משני צדי המתרס, הכוללים את מחירי התירס והסויה מצד חומר הגלם (כפי שנמדדים דרך מדד ה-Urner Barry) ואת מחירי אבקות הביצים מצד מחירי המכירה, תנודתיות הרווחיות עקב שינויים במחירי חומרי הגלם, רווחיות נמוכה של מגזר מוצרי הביצים ורמת מינוף גבוהה.

צאם (סולו): לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (במיליוני ש"ח) *



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים, בסך של כ-18 מיליון ש"ח ליום 30.09.11

צאם (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר

2007FY	2008FY	2009FY	2010FY	1-9 2010	1-9 2011	
132,069	183,487	134,537	131,156	97,260	112,139	הכנסות
18,099	25,250	13,851	20,206	14,447	13,674	רווח גולמי
5,779	10,876	2,007	5,436	3,763	2,592	רווח תפעולי
4,860	5,323	1,484	1,088	208-	10	רווח נקי *
13.7%	13.8%	10.3%	15.4%	14.9%	12.2%	רווח גולמי/הכנסות
4.4%	5.9%	1.5%	4.1%	3.9%	2.3%	רווח תפעולי/הכנסות
9,343	18,371	7,899	11,598	8,352	7,421	EBITDA
4,987	10,969	9,345	11,542	2,495	5,713	FFO
6,940	11,037	8,135	7,306	6,097	1,922	Capex
61,384	53,879	62,628	70,812	65,731	70,277	חוב פיננסי**
30.0%	35.0%	35.3%	32.6%	32.6%	31.7%	הון עצמי/ מאזן
59.7%	55.8%	52.2%	53.2%	52.9%	54.2%	חוב/CAP
6.6	3.4	7.9	6.1	5.8	6.6	Debt/EBITDA LTM
12.3	4.9	6.7	6.1	5.6	6.0	Debt/FFO LTM

* כולל רווח מפעילות מופסקת, בסך של כ-3,968 אלפי דולר, בשנת 2008

** יתרת החוב הפיננסי כוללת ערבות בסך של כ-10 מיליון דולר לטובת ההשקעה בחוות המטילות

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג

- שיפור ברמת הנזילות למול צרכי שירות החוב והצגת תזרים חיובי מפעילות חופשית
- שיפור נמשך ברווחיות התפעולית
- הורדת רמת המינוף

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

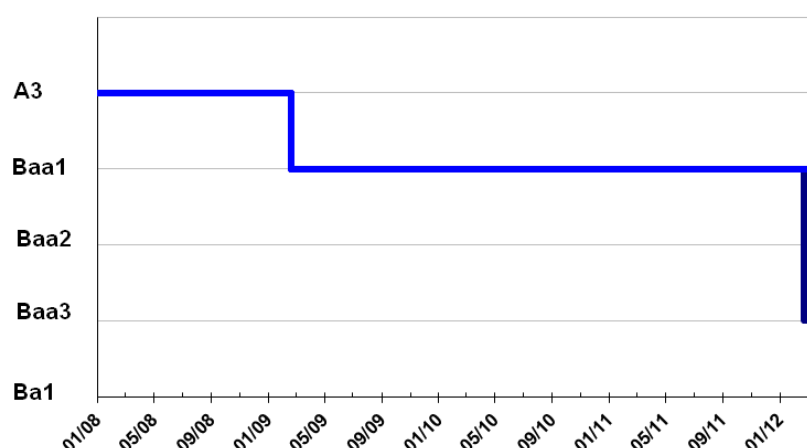
- אי שיפור משמעותי ברמת הנזילות בחברה
- המשך הצגת רווחיות חלשה ותנודתית

אודות החברה

צ'אם מחזיקה במפעלים בתחום תעשיית המזון, בעיקר בארה"ב, באמצעות שתי חברות בבעלותה המלאה: Primera Foods Corporation ("פרימרה") ו-IFP Inc ("IFP"). פרימרה מייצרת בארבעה מפעלים חומרי גלם לתעשיית מוצרי המזון, בתהליך הכולל עיבוד ביצים לאבקה. לקוחותיה ממוקמים בעיקר בארה"ב (80% מהכנסות פרימרה). IFP עוסקת בעיבוד ופיתוח רכיבי מזון לתוספי מזון, כגון אבקות שתייה וכן מספקת שירותי ייצור במיקור חוץ ליצרני מזון גלובליים, באמצעות שני מפעלים, תוך תחרות עם עשרות יצרנים. צ'אם מעורבת גם בפעילות ייצור אבקות ירקות ומוצרי ביצים בישראל ובתורכיה. מניות החברה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלי השליטה בחברה כוללים את בני משפחת שבי (41%) ומשקיעים זרים (30%), יו"ר הדירקטוריון הוא מר מיכאל שבי, מנכ"ל החברה הוא מר שי שבי.

5

היסטוריית הדירוג





דוחות קשורים

דוח מעקב קודם - דוח מעקב ינואר 2011

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 11.03.2012

רשימת 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 + 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 שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים 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 מאוד.	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 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") 2012.

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 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 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. 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.