



צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

דוח מעקב שנתי וינואר 2011

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה
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

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרות (Issue)
-------------------	------	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לאגרות החוב שהנפיקה צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ ("החברה", "צ'אם"), תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מהיעדר שיפור של ממש ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה. נזילות החברה נותרה, להערכת מידרוג, חלשה ביחס לצורכי שירות החוב, תוך השענות על מחזור חוב ומסגרות אשראי בלתי חתומות ותזרים חופשי חלש. במהלך השנה האחרונה החברה פעלה למחזור חוב לז"א באמצעות הנפקת אג"ח. החברה פועלת במספר דרכים לשיפור הנזילות אשר צפויים לבוא לידי ביטוי במהלך שנת 2011. יש לציין כי החברה ביצעה בשנים האחרונות השקעות גדולות ברכוש קבוע ובהקמת חוות מטילות. בשנה הקרובה צפוי צמצום בהשקעות ברכוש קבוע שיוביל לשיפור התזרים החופשי. לחברה צרכי הון חוזר תנודתיים, המצויים במתאם גבוה עם מחירי הסחורות כגון התירס והסויה, גורם סיכון אינהרנטי המחליש את הנזילות. חרף צפי לשיפור מסוים ברווחיות ובתזרים החופשי בשנה הקרובה, יכולת החברה להוריד את רמת המינוף בזמן הקרוב מותנית בתנודתיות התזרים מפעילות, בהיקף ההשקעות ובהיקף הדיבידנדים שיחולקו. להערכת מידרוג, גורמים אלו מצויים עדיין ברמת אי ודאות גבוהה המגבירה את סיכון האשראי.

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: פעילות בתחום המזון בארה"ב, כספקית תוספי מזון ומוצרי ביצים לחברות מזון גלובליות. לחברה מערכת יחסים ארוכת שנים עם הלקוחות. החברה הנה יצרנית אבקות הביצים השנייה בגודלה בארה"ב, בעלת נתח שוק של כ- 15%. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 רשמה החברה גידול ברווחיות הגולמית לעומת תשעת החודשים הראשונים לשנת 2009. מידרוג צופה שיפור ברווחיות במהלך הרבעון הרביעי ולתוך שנת 2011 על רקע עונתיות ועל רקע גידול בפעילות החברה כתוצאה מהבשלת ההשקעות, לרבות הקטנת עלויות רכישת חומרי גלם.

הסיכונים הגלומים בפעילות החברה כוללים: חשיפה למחירי הסחורות משני צדי המתרס, הכוללים את מחירי התירס והסויה מצד חומר הגלם ואת מחירי אבקות הביצים מצד מחירי המכירה, תנודתיות הרווחיות עקב שינויים במחירי חומרי הגלם, רווחיות נמוכה של מגזר מוצרי הביצים ורמת מינוף גבוהה.

האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח 30/9/10	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2012	27	דולר **	*L+2.75%	5/2004	3420031	א'
2012-2016	40	לא	ממשלתי משתנה 0817+5.4%	3/2010	3420049	1

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

צ'אם (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר

FY2007	FY2008	FY2009	1-9/2009	1-9/2010	
132,069	183,487	134,537	98,790	97,260	הכנסות
18,099	25,250	13,851	8,865	14,447	רווח גולמי
5,779	10,876	2,007	21	3,763	רווח תפעולי
4,860	5,323	1,484	(39)	1,147	רווח נקי *
13.7%	13.8%	10.3%	8.9%	14.8%	רווח גולמי / הכנסות
4.3%	5.9%	1.49%	0%	3.8%	רווח תפעולי / הכנסות
9,343	15,690	7,899	3,666	8,352	EBITDA
4,987	10,969	9,345	2,740	5,394	FFO
6,940	11,037	13,223	9,992	10,607	Capex
61,384	53,879	62,628	63,386	65,731	חוב פיננסי**
30%	35%	35%	34%	33%	הון עצמי / מאזן
60%	56%	57%	60%	58%	חוב/CAP
6.6	3.4	7.9	16.5	6.1	Debt/EBITDA LTM
12.3	4.9	6.7	11.3	5.6	Debt/FFO LTM
8%	16%	16%	9%	18%	Rcf/Net Debt

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

** כולל ערבות בסך של כ- 10 מיליון דולר לטובת ההשקעה בחוות המטילות

פירוט גורמי מפתח בדירוג

רווחיות תנועתית ובמגמת עלייה ברבעונים האחרונים

רווחיות החברה נובעת משני מגזרים עיקריים: מגזר מוצרי ביצים (כ-60% מסך ההכנסות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010) ומגזר תוספי מזון (כ-27% מסך ההכנסות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010). בשנים האחרונות מגזר מוצרי הביצים אופיין בתנועתיות גבוהה במכירות וברווחיות, בעיקר עקב תנודתיות במחירי סחורות: התירס והסויה וכן מחירי הביצים, כפי שנתפרסם ע"י Urner Barry. המגזר מציג רווחיות נמוכה יחסית לאורך זמן. שוק אבקות הביצים הושפע לשלילה מהמשבר הכלכלי בעולם עם הקטנת הביקושים מצד לקוחות מוסדיים, עם זאת, ניתן לראות התאוששות בשני הרבעונים האחרונים ומחירי אבקות הביצים מצויים במגמת עלייה.

בשנים האחרונות החברה ביצעה מהלכים לשיפור מעמדה בשרשרת הערך בענף ייצור אבקות הביצים, שעבר שינויים מבניים שהתבטאו בתהליכי קונסולידציה אנכית בין החברות בענף בארה"ב. מהלכים אלו כללו צמצום מפעלים מפסידים, הקמת שותפות לגידול מטילות וכניסה לשווקים חדשים, ביניהם שוק נזלי הביצים. במהלך תשעת החודשים הראשונים לשנת 2010 הציגה החברה גידול ברווחיות התפעולית למול התקופה המקבילה, הנובע בעיקרו מגידול ברווחיות תפעולית מגזר תוספי המזון וממעבר מהפסד לרווח תפעולי במגזר מוצרי הביצים.

רווחיות תחום הביצים צפויה להשתפר בשנת 2011 הודות לגידול בתרומה ממוצרי נזלי ביצים, ולנוכח תחילת הפעלת המפעל באיווה. ההשקעות בחוות המטילות צפויות להוביל להוזלת עלות חומרי הגלם, תוך הרחבת השליטה על ייצור חומרי הגלם (ביצים) ולתרומה ל-EBITDA בטווח הזמן הקצר. זאת ועוד, החברה מסיימת תהליך לצמצום מספר אתרי הייצור וריכוזם בקרבת מקורות חומרי הגלם (תירס). פרימרה נמנית על אחת משלוש החברות הגדולות בתחומה בארה"ב, אולם נתח השוק שלה הינו בפער ניכר לאחר קונגלומרט המזון Michael Foods (המדורג ע"י מודיס B1).



שוק אבקות הביצים בארה"ב הינו תחרותי ובוגר, צומח בקצבים איטיים ומושפע ממגמות משתנות במחירי חומרי הגלם ומקונסולידציה בייצור חומרי הגלם.

החברה ניצבת בסימנה של תוכנית השקעות רחבה וצפויה להקטין במידה משמעותית את ההשקעות

במהלך השנים 2007-2010, השקיעה החברה סך של כ- 42 מיליון דולר ברכוש קבוע ובשפותיות. מתוך סכום זה, סך של כ- 10 מיליון דולר השקעה בשותפות להקמת חוות מטילות. השקעות נוספות במגזר הביצים כללו הוספת תפוקות ייצור באלטורה עקב סגירת שני אתרי ייצור ואיחודם לאתר אחד, השקעה בקו מוצרים חדש בתחום נזלי הביצים בסך כולל של כ-20 מיליון דולר וכן השקעות בסך של כ- 8 מיליון דולר בתחום תוספי המזון, כשעיקרו השקעות בקווי אריזה (STICK PACK). השקעות אלו הובילו לגידול החוב הפיננסי תוך הצגת תזרים חופשי שלילי לאורך זמן. החברה מצפה להורדה ניכרת בהיקף ההשקעות ברכוש הקבוע בשנה הקרובה, עם סיום תוכנית ההשקעות. יש לציין כי חלק מקווי הייצור החדשים פועלים בתפוקה חלקית, בחלקו הדבר נובע מהרחבת כושר הייצור עבור צמיחה עתידית. בשנת 2011 צופה החברה לגידול בתפוקה, נוכח אינטגרציה עם המפעל החדש בברייט.

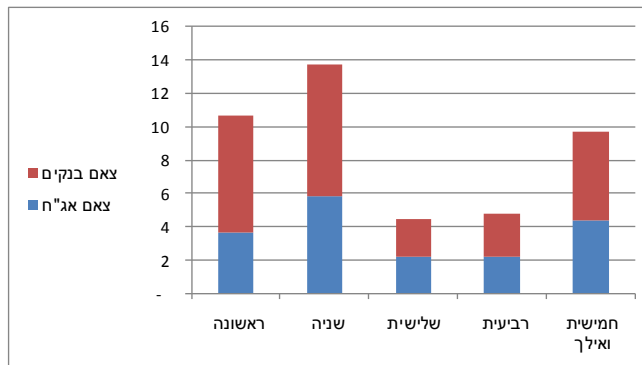
רמת מינוף גבוהה

החוב הפיננסי של החברה במאוחד ליום 30.09.2010 הסתכם לסך של כ- 56 מיליון דולר, המורכב מ- 18 מיליון דולר אג"ח והיתר - הלוואות בנקאיות. כמו כן, החברה ערבה להלוואה בנקאית שנטלה השותפות בחוות המטילות בסך של 10 מיליון דולר. החברה הציגה שיפור ביחסי הכיסוי בארבעת הרבעונים האחרונים נוכח השיפור ברווח התפעולי. מידרוג מצפה לשיפור נוסף ביחסי הכיסוי בארבעת הרבעונים הבאים, אולם קיים קושי להעריך את עוצמתו ואת המידה בה החברה תוכל לשמר לאורך זמן יחס כיסוי נמוך מ-5.5.

נזילות חלשה הנסמכת בעיקרה על מיחזור חוב ומסגרות אשראי

רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה ביחס לצורכי שירות החוב והחברה נשענת במידה רבה על מחזור חוב פיננסי. היתרות הנזילות החופשיות בחברה (מאוחד) מסתכמות לסך של כ- 2 מיליון דולר ליום 30.09.2010. צרכי פירעון קרן החוב לז"א בשנים 2011 ו- 2012 מסתכמים בכ- 11 מיליון דולר וכ- 14 מיליון דולר בהתאמה, מכך כ- 4 מיליון דולר וכ- 6 מיליון דולר פירעון קרן אג"ח בכל אחת מהשנים, בהתאמה תזרים המזומנים מפעילות שוטפת לתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2010 הסתכם ב כ- 7 מיליון דולר לעומת סך של כ- 11 מיליון דולר לתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי צרכי ההון החוזר מצויים במתאם גבוה עם מחירי הסחורות, כדוגמת הסויה והתירס, גורם סיכון אינהרנטי המחליש את הנזילות. לחברה, ביחד עם החברות הבנות, מסגרות אשראי פנויות בסך של כ- 15 מיליון דולר, כמחציתן בחברה בישראל (המסגרות אינן חתומות) והיתר בחברה הבת בחו"ל (מסגרות חתומות). החברה (במאוחד) נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות בקשר עם סך ההון העצמי ושיעורו מסך המאזן וחוב פיננסי נטו ל- EBITDA. ליום 30.9.2010 החברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות במרווח מספק. יש לציין כי החזרי מס חד פעמיים, הנובעים מהטבות מס בארה"ב בגין השקעות, צפויים לתרום לשיפור בנזילות בשנה הקרובה. יחד עם מידרוג מעריכה כי החברה תוסיף להתמודד עם רמת נזילות נמוכה.

צאם (מאוחד): לוח סילוקין לתשלומי קרן חוב ז"א (במיליוני דולר) *



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק ואון קולים, בסך של כ-10 מיליון דולר ליום 30.9.2010

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג

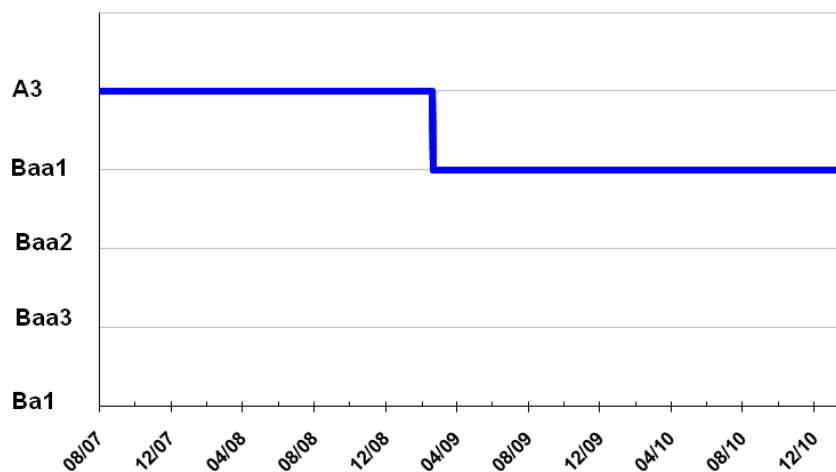
- שיפור ברמת הנזילות למול צרכי שירות החוב והצגת תזרים חיובי מפעילות חופשית
- שיפור נמשך ברווחיות התפעולית
- הורדת רמת המינוף

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

- אי שיפור משמעותי ברמת הנזילות בחברה
- ירידה בשיעור הון עצמי (חשבונאי) לסך מאזן מתחת ל- 30%
- אי שיפור מתמשך ביחס החוב הפיננסי ל- EBITDA לרמת של 5.5 שנים

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.



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 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 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") 2011.

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.