



צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

פעולת דירוג ו פברואר 2010

1

מחברת:
עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:
סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	דירוג: Baa1	סדרת אג"ח חדשה
-------------------	-------------	----------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי לאג"ח (סדרה א') שהנפיקה צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ ("החברה", "צ'אם") וכן לסדרת אג"ח חדשה שהחברה שוקלת להנפיק, בסך של עד 40.0 מיליון ₪ ערך נקוב. בסיס ההצמדה של הסדרה החדשה יהיה שקלי והקרן תיפרע בתשלומים שווים בכל אחת מהשנים 2013-2016. מתוך תמורת ההנפקה, ככל שתבצע, ישמשו כ-14.0 מיליון ₪ לפירעון אג"ח סדרה א' במאי 2010, כ-8.0 מיליון ₪ ישמשו לפירעון חוב כלפי בנק בישראל תוך הסרת שעבוד הרובץ על נכס מקרקעין בבעלות החברה והיתרה בסך כ-18.0 מיליון ₪ מיועדת למימון פעילותה השוטפת של החברה המצויה בתנופת השקעות.

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: פעילות בארה"ב בתחום המזון, כספקית תוספי מזון ומוצרי ביצים לחברות מזון גלובליות. מתוך שני תחומי פעילות עיקריים, מכירת מוצרי ביצים תורמת 60%-70% מכלל הכנסות החברה בשנים האחרונות; לאחר שלושה רבעונים בהם דיווחה החברה על תוצאות נמוכות מהתחזיות המוקדמות ניכרת התאוששות החל מהרבעון השלישי של 2009 והצפי הוא לעלייה בתזרימי המזומנים בשנת 2010 ולעלייה נוספת בשנת 2011 כתוצאה מהבשלת ההשקעות לרבות שיפור יעילות הייצור והקטנת עלויות רכישת חומרי גלם. במקביל, עוסקת החברה בהשקת מוצרי ביצים רווחיים יותר; לדברי החברה, קיימים הסכמי מימון חתומים מול בנקים לטובת מרבית ההשקעות שנותרו; פירעונות הקרן בשנים הקרובות מכוסים באופן סביר ביחס לאמדן היקף המקורות מפעילות (FFO), בהתחשב בהצלחת תוכנית ההשקעות; סך ההון העצמי מהווה למעלה מ-30% מסך המאזן; לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.

2

גורמי הסיכון העיקריים בפעילות החברה כוללים: תלות בהמשך קבלת הזמנות מלקוחות עיקריים, בייחוד בתחום תוספי המזון, יחד עם זאת חלקם ותיקים; שולי רווח צרים בתחום אבקות הביצים (קומודיטי); עלייה ברמת הסיכון העסקי והפיננסי לנוכח תוכנית השקעות בהיקף מהותי; להערכתנו, קיימים אתגרי נזילות פיננסית בחברה ברמת הסולו לנוכח מבנה החוב המורכב, על רקע מבנה האחזקות וכתוצאה מריבוי גורמים מממנים. בהקשר זה נציין כי רמת הנזילות ברמת הסולו נתמכת גם בקו אשראי חתום בחברה מוחזקת שיתרת הניצול העדכנית בו הינה בסך מהותי. הגמישות הפיננסית ברמת הסולו נתמכת בבעלות על נכס מקרקעין שישוחרר משעבוד, כאמור לעיל.

הצבת האופק השלילי נובעת מחשש לעלייה ברמת התגודדות המאפיינת את מחירי חומרי הגלם בתחום הביצים ומהעלייה הצפויה ברמת המינוף נוכח יתרת השקעות בהיקף מהותי על פי תוכניות החברה ותזרימי המזומנים הנמוך במהלך שנת 2009; הדירוג עשוי לרדת אם לא יחול שיפור ברמת הנזילות ברמת הסולו או אם תחול האטה ביחסי כיסוי החוב (כולל החלק בחוב של תאגיד מוחזק שהחברה ערבה לו). אופק הדירוג יהיה יציב אם בשנות ההשקעה יחס כיסוי החוב באמצעות ה-EBITDA לא יעלה על 6.0 שנים ובאמצעות ה-FFO לא יעלה על 13.0 שנים.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 15/02/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

שנות פרעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח 30/9/09	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. במיליוני ש"ח 30/9/09	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2012	43	דולר **	*L+2.75%	43	5/2004	3420031	א'

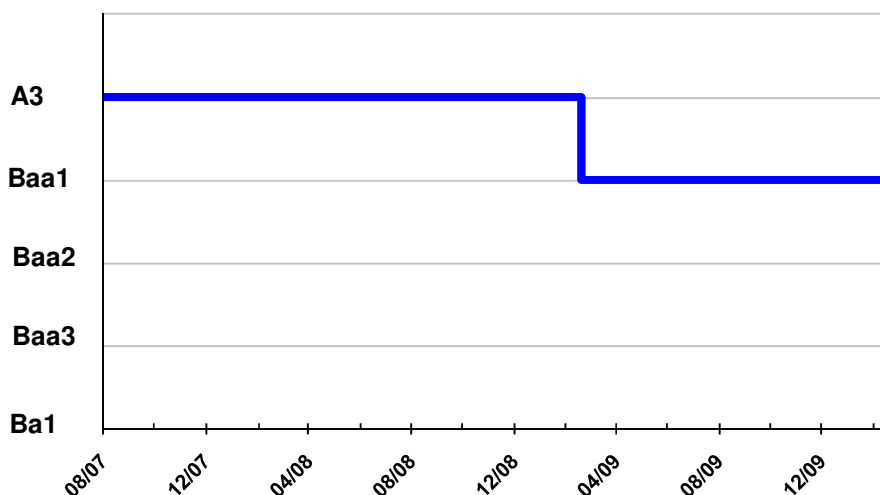
* שיעור הריבית לא יפחת מ-6.5% ולא יעלה על 9.5%
 ** קרן האג"ח והריבית צמודות לשער חליפין מינימאלי של 4.555 ש"ח לדולר

אודות החברה

צ'אם מחזיקה במפעלים בתחום תעשיית המזון, בעיקר בארה"ב, באמצעות שתי חברות בבעלותה המלאה: Primera Foods Corporation ("פרימרה") IFP Inc - I ("IFP"). פרימרה מייצרת בארבעה מפעלים חומרי גלם לתעשיית מוצרי המאפה ופסטה, בתהליך הכולל עיבוד ביצים לאבקה. לקוחותיה ממוקמים בעיקר בארה"ב (90% מההכנסות פרימרה) וביפן ונתח השוק שלה הינו השני בגודלו בארה"ב ובפער ניכר לאחר קונגלומרט המזון Michael Foods (המדורג ע"י מודיס 81). שוק אבקות הביצים בארה"ב הינו תחרותי ובוגר, המושפע ממגמות משתנות במחירי חומרי הגלם ומקונסולידציה בייצור חומרי הגלם. 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 (40.2%) ומשקיעים זרים (28.8%), יו"ר הדירקטוריון הוא מר מיכאל שבי, מנכ"ל החברה הוא מר שי שבי.

3

היסטוריית הדירוג



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 ושוי 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 בציוד, 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 בתזרימי הפעילות 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 מאוד.	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 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: CIC040210040M

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 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.