

19 בפברואר, 2007

לכבוד

מר אבי בן אסאייג, סמנכ"ל כספים

שטראוס גרופ בע"מ

שלום רב,

הנדון: דירוג לאיגרות חוב

הריני להודיעכם כי ועדת הדירוג של דירקטוריון מעלות קבעה דירוג (AA+/Stable) לאיגרות חוב בסך של עד 1.0 מיליארד שקל שתנפיק שטראוס גרופ בע"מ (להלן "הקבוצה" או "שטראוס").

יודגש כי הדירוג לאגרות החוב נקבע, בין היתר, על סמך מבנה ההנפקה, מטרת ההנפקה וכן מדיניותה הפיננסית של החברה כפי שנמסרה למעלות.

במידה ויחולו שינויים במבנה ההנפקה או בייעוד תמורת ההנפקה, ו/או בקורות אירועים מהותיים בקשר עם החברה, שומרת לעצמה מעלות את הזכות לדון שנית בנושא ולתקן את הדירוג האמור. אי לכך נבקשכם להודיענו על כל שינוי מהותי בקשר עם ההנפקה ו/או החברה.

לאחר שיומצא לנו שטר האג"ח אנו נפרסם את הדירוג הסופי.

לפיכך, מובהר בזאת כי אין לראות בדירוג הראשוני דירוג סופי של אגרות החוב ע"י מעלות.

מצ"ב תמצית השיקולים העיקריים לדירוג.

בברכה

גדי בארי, מ"מ מנכ"ל

העתק:

עמוס ספיר, יו"ר

דורית סלינגר, מנכ"ל

הודעה לעיתונות

שטראוס גרופ בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על מתן דירוג (AA+/Stable) לאג"ח – סדרה "ב", בסכום של עד 1 מיליארד ש"ח, שתנפיק חברת שטראוס גרופ בע"מ (להלן: "הקבוצה" או "שטראוס") בהנפקה למוסדיים. בכוננת החברה לייעד 0.5 מיליארד ש"ח לפירעון חוב בנקאי לזמן קצר, ו- 0.5 מיליארד ש"ח להשקעות אפשריות חדשות בעתיד בתחומי הפעילות של הקבוצה. הדירוג תקף גם לסדרת האג"ח שבמחזור.

הדירוג מסתמך, בין היתר, על מדיניותה העסקית והפיננסית של החברה כמפורט בשיקולים העיקריים לדירוג.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"

רישום למועדון המינוריים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

שיקולים עיקריים לדירוג

שטראוס גרופ בע"מ

האנליסטים לחברה:

אלי כהן

עומר ארז

פברואר 2007

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן התחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.

1. אג"ח במחזור:

מועד פירעון	שיעור הריבית ¹	בסיס הצמדה	ערך במאזן ליום 30.09.06, מ' ש"	מועדי הנפקה	שם הסדרה	דירוג הסדרה
2006-2011	0.7%	מדד	405.2	03/2005	א'	AA+/Stable

2. הנפקת אג"ח חדשה

בכוונתה של חברת שטראוס גרופ בע"מ להנפיק אג"ח בהיקף של עד 1 מיליארד ש". בכוונת הקבוצה לייעד 0.5 מיליארד ש" לפירעון חוב בנקאי לזמן קצר, ו- 0.5 מיליארד ש" להשקעות אפשריות חדשות בעתיד בתחומי הפעילות של הקבוצה.

3. שיקולים עיקריים לדירוג

שטראוס גרופ בע"מ וחברות בשליטתה פועלת בארץ ובחו"ל (בעיקר באירופה, ברזיל וארה"ב) בייצור, מכירה ושיווק של מגוון מוצרי מזון ומשקאות ממותגים. הקבוצה מהווה כיום את קונצרן המזון השני בגודלו בישראל (אחרי "תנובה"). הקבוצה פועלת בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

- 1. תחום החטיפים** (מהווה כ- 18% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 8.8% מהרווח התפעולי שלה) - פיתוח, ייצור, מכירה, שיווק והפצה של חטיפים מתוקים, חטיפי דגנים, טבלאות שוקולד, ממרחים מתוקים, סוכריות, מסטיקים, עוגיות, ביסקוויטים, ופלים, עוגות וחטיפים מלוחים.
- 2. תחום המזון הטרי** (מהווה כ- 25% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 45% מהרווח התפעולי שלה) - פיתוח, ייצור, מכירה, שיווק והפצה של יוגורטים, מעדני חלב, גבינות רכות, סלטים מוכנים וארוזים, מוצרי פסטה טריים וירקות חתוכים.
- 3. תחום המשקאות** (מהווה כ- 52% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 50% מהרווח התפעולי שלה) - פיתוח, ייצור, מכירה, שיווק והפצה של קפה לסוגיו, אבקות שוקו ואבקות משקה נוספות ומשקאות חלב בטעמים. מכירה והפצה של מוצרי קפה אספרסו שאינם מתוצרת הקבוצה ("לוואצה"), וכן מכירה והפצה של מוצרי קפה נמס, מיצים טבעיים ומיצים אספטיים וחלב עמיד.
- 4. אחרים** - לקבוצה מספר תחומי פעילות נוספים, אשר אינם מהותיים לפעילותה של הקבוצה. תחומים אלה כוללים: פעילות בתחום הדבש תחת המותג "יד מרדכי"; מכירת חו"ג ומוצרי ביניים לתעשיית המזון; ייצור ומכירה של מוצרי שוקולד "מקס ברנר" והפעלת "Chocolate Bars" בארץ ובחו"ל.

¹ התשלום בגין האג"ח עומד על 0.7%, בתוספת האופציה עומד תשלום הריבית על שיעור של 3.5%.

עיקר פעילותה של הקבוצה בתחומי החטיפים והמזון הטרי הינה בישראל. בתחום המשקאות פועלת הקבוצה בישראל, במדינות מזרח ומרכז אירופה ובברזיל. הקבוצה מעסיקה כ- 8,650 עובדים מהם כ- 3,750 בחו"ל. מקורן של כ- 62% מהכנסות הקבוצה בישראל וכ- 38% בחו"ל, בעיקר בברזיל, פולין, רומניה וסרביה.

דירוג האג"ח מתבסס בעיקר על מעמדה התחרותי האיתן של הקבוצה, כפי שבא לידי ביטוי בבעלות על מותגים חזקים בכל תחומי פעילותה; משאביה הכספיים של הקבוצה המאפשרים לה לתמוך במותגים מבחינה שיווקית; שליטתה של הקבוצה בשוק הישראלי בתחומי הקפה, מעדני החלב וטבלאות השוקולד; ניצול סינרגיות בין תחומי הפעילות; פעילותה של הקבוצה בענפים הנהנים מביקושים יציבים; הסכמיה של הקבוצה עם חברות בינלאומיות גדולות; שיפור ברווחיות פעילות הקבוצה בחו"ל; גידול בפעילות בתחום "Away From Home- "AFH"; הצלחתו של המיזוג בין שטראוס ועלית; יחסי כיסוי החוב הטובים של הקבוצה. גורמים אלה מתקזזים בחלקם ע"י הגורמים הבאים: עיקר פעילותה של הקבוצה בחו"ל הינה במדינות המדורגות בדירוג אשראי נמוך מישראל; שוקי הפעילות של הקבוצה בחו"ל מאופיינים בתחרות מול חברות בינלאומיות גדולות; התגברות התחרות בענף המזון והמשקאות בישראל, בין היתר מצד מותגים פרטיים ("private labels"); התגברות כוחן של רשתות השיווק הגדולות, במיוחד לאחר רכישתה של קלאבמרקט ע"י שופרסל.

בנוסף, דירוג האג"ח מתבסס על כוונת הקבוצה לעמוד בטווח הקצר- בינוני על שיעורי מינוף², נטו, שלא יעלו על 40%, ועל יחס של חוב, נטו, ל- EBITDA שלא יעלה על 1.75.

להלן התפתחויות עיקריות בקבוצה בתקופה האחרונה (ע"פ סדר כרונולוגי יורד):

- שינוי שם הקבוצה- בינואר 2007 הודיעה הקבוצה על מיתוג מחדש ושינוי שמה ל"שטראוס גרופ".
- אישור הצו המוסכם בנושא "קדבורי"- בינואר 2007 אישר בית הדין להגבלים עסקיים את הצו המוסכם בנושא קדבורי. הצו כולל התחייבויות של הקבוצה לפעילות מול סיטונאים וקמעונאים ביחס למוצרים מתחרים, וכן תשלום קנס בסך של 5 מ' ש.
- רכישת השליטה בחברת "קופי טו גו שיווק (1997) בע"מ" (להלן: "קופי טו גו")- בנובמבר 2006 מימשה שטראוס- עלית אופציה לרכישת 24% ממניות קופי טו גו, בתמורה ל- 2.1 מ' ש, אשר הביאה את הקבוצה לאחזקה של 50% ממניות קופי טו גו.
- מכירת "מגרש ליבר"- באוגוסט 2006 חתמה שטראוס- עלית על הסכם למכירת חלקה (50%) ב"מגרש ליבר" בתמורה לכ- 8 מ' \$. רווח ההון, נטו, שנבע לקבוצה הסתכם בכ- 20 מ' ש.
- גיוס הון בלונדון- ביוני 2006 החליטה שטראוס- עלית לדחות את גיוס ההון שתוכנן בלונדון, בהתאם להודעתה ממרץ 2006, וזאת לנוכח הערכתה כי התנאים בשוקי ההון בעולם אינם נוחים. טרם נקבע אם ומתי יתבצע הגיוס הנ"ל.
- מכירת מתחם עלית בר"ג- במרץ 2006 חתמה שטראוס- עלית על הסכם למכירת מתחם עלית בר"ג בתמורה ל- 44 מ' \$. רווח ההון מהעסקה, נטו, שהוכר ב- 2006 הינו כ- 127 מ' ש.

² שיעורי מינוף לעניין זה- יחס החוב הפיננסי, בניכוי תיק נזיל, ל- CAP (חוב בתוספת הון עצמי וזכויות מיעוט).

- **השקעה בברזיל** - בדצמבר 2005 נחתמו סדרה של הסכמים בין שטראוס – עלית לבין משפחת לימה מברזיל, וחברות בשליטתה, שמטרתם מיזוג פעילויות הצדדים בברזיל בדרך של הקמת תאגיד משותף: Santa Clara Participacoes S.A (להלן: "ELSAC"), אשר יוחזק ע"י הצדדים בחלקים שווים. עלית העבירה ל- ELSAC את כל אחזקותיה ב- Tres Coracoes (שווי שוק של כ- 76.5 מ' ריאל ברזילאי³) והזרימה מזומנים בהיקף של 139 מ' ריאל (דהיינו כ- 60 מ' \$). משפ' לימה וחברה בבעלותה, העבירו ל- ELSAC את כל מניותיהן בחברת Santa Clara ובחברות הבנות שלה, תוך קבלת 138.4 מ' ריאל מהחברה המשותפת. כל אחד מהצדדים העמיד ל- ELSAC הלוואה בהיקף של כ- 10 מ' ריאל. לקבוצה לא נבע רווח או הפסד מהעסקה.

סיכון ענפי

להערכת מעלות רמת הסיכון הענפי המשוקללת של הקבוצה נמוכה מהממוצע וזאת בשל יציבות הביקוש בענף המזון והמשקאות; חסמי הכניסה לענף (בין היתר- חשיבותם של מותגים בחלק ניכר מתחומי הפעילות, צורך בהקמה ואחזקה של מערכת לוגיסטית המיועדת גם למוצרים בקירור); יכולתן של החברות בענף לגלגל את מרבית עליית מחירי חו"ג אל הלקוח; איתנותם הפיננסית של הלקוחות העיקריים בענף. מנגד, יש לציין את התגברות התחרות בענף בישראל מצד יבוא ואת התחרותיות המאפיינת את שוקי הפעילות של הקבוצה בחו"ל; מגמת התחזקותן של רשתות השיווק הגדולות (בעיקר שופרסל) ואת התחזקות מגמת המותגים הפרטיים.

ענף המזון והמשקאות הינו ענף המושפע מתנאים מאקרו כלכליים ומאופיין בתחרותיות בארץ ובעולם. בשנים האחרונות קיימת בעולם מגמה של קונסולידציה ומיזוג בין ספקי מזון ומשקאות כדוגמת קראפט-נאביסקו ויוניליוור- בסטפוד. מגמה זו באה לידי ביטוי גם בארץ במיזוגים של שטראוס עם עלית וכן במיזוג בין טרה לחברה המרכזית למשקאות קלים. כמו כן, ניתן לציין שיתוף פעולה בין החברה המרכזית למשקאות עם מי עדן. תהליכי הקונסולידציה בישראל הביאו ליצירתן של חמש קבוצות מזון ומשקאות מובילות: תנובה, שטראוס-עלית, אסם-נסטלה, החברה המרכזית למשקאות קלים ויוניליוור.

במקביל, ניכרת התחזקותן של רשתות השיווק בארץ ובעולם, מגמה אשר התחזקה בישראל לאחר קריסת רשת קלאב מרקט ורכישתה ע"י שופרסל.

להערכת S&P קיימים מספר גורמי הצלחה קריטיים בענף: בעלות על מותגים מובילים בעלי נתחי שוק מהותיים; משאבים כספיים המאפשרים תמיכה במותגים; שמירה על עלויות תפעוליות ברמה נמוכה לצורך שמירה על מחירי מכירה תחרותיים; חדשנות במוצרים, המונעת תחרות מצד מותגים פרטיים.

להערכת S&P, בשנים האחרונות ניכרת מגמת גידול בצריכת מזון ומשקאות מחוץ לבית, הכוללת בעיקר בתי מלון, מסעדות ובתי קפה, מקומות עבודה ומכונות אוטומטיות. מגמה זו בולטת במיוחד בשווקים מתפתחים.

³ נכון ל- 31.12.2005 שע"ח של \$ 1 היה 2.33 ריאל.

למרות ששוקי המזון והמשקאות בארץ ובעולם נהנים מיציבות בביקוש (ובעיקר מוצרים ממותגים), הענף עשוי לעמוד בפני קיטון בשיעורי הרווחיות, הנובעים משיעורי צמיחה נמוכים ומירידת מחירים, בעיקר בשווקים מתפתחים. כמו כן, הענף סובל מתחרות מצד מותגים פרטיים הנמכרים במחירים מוזלים. שיעורי החדירה של המותגים הפרטיים גבוהים במיוחד באירופה. החברות אשר נפגעות בצורה הקשה ביותר מכניסתם של מותגים פרטיים לרשתות השייווק, הם חברות השורה השנייה בענף, אשר אינן נהנות ממותגים חזקים כשל החברות המובילות, ונאלצות להתחרות מול המותגים הפרטיים במחירים נמוכים. גורם נוסף המהווה איום על תעשיית המזון המסורתית, הוא מגמת המעבר למזון בריאות, הדורש פיתוח והתאמה של מוצרים מצד השחקנים הפועלים בענף.

סיכון עסקי

להערכת מעלות מיצובה העסקי הכולל של הקבוצה גבוה מהמוצע וזאת בשל בעלותה על מותגים חזקים בכל תחומי פעילותה; משאביה הכספיים של הקבוצה המאפשרים לה לתמוך במותגים מבחינה שיווקית ולפתח מותגים חדשים; שליטתה של הקבוצה בשוק הישראלי בתחומי הקפה, מעדני החלב וטבלאות השוקולד; שיפור ברווחיות פעילות הקבוצה בחו"ל; ניצול סינרגיות בין תחומי הפעילות בעיקר במערכים לוגיסטיים, משאבים ניהוליים ורכישת חו"ג; הסכמיה של הקבוצה עם חברות בינלאומיות גדולות (פפסיקו⁴, דנונה⁵, לואאצה) המחזקים את מעמדה התחרותי; גידול בפעילות בתחום ה-AFH. מנגד, החברה מציגה גידול בחלקה של הפעילות בחו"ל מסך הפעילות, בעיקר במדינות המדורגות ברמת סיכון גבוהה מזו של ישראל, המאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים יותר.

תחום החטיפים (מהווה כ- 18% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 8.8% מהרווח התפעולי שלה) - את מרבית המוצרים בתחום החטיפים משווקת הקבוצה תחת מותג העל של "עלית", ותחת מותגים נוספים ("פסק זמן", "מקופלת" וכד'). בתחום החטיפים הקבוצה נהנית ממותגים חזקים, המגובים בשיווק ובפרסום אינטנסיביים, וכן מהסכם עם חברת "פפסיקו". רוב מוצרי הקבוצה בתחום החטיפים מיוצרים בישראל, וחלקם הקטן מיובא ממדינות שונות באירופה ובארה"ב (בעיקר חלק מהסוכריות וחלק מחטיפי הדגנים). עיקר מכירות הקבוצה בתחום החטיפים הינו בישראל. בנוסף, החברה מייצאת מוצרי חטיפים לחו"ל, בעיקר לשוק הכשר בארה"ב ומערב אירופה. המתחרים העיקריים של הקבוצה בתחום החטיפים הם: "אסם נסטלה", "יונילבר" ו"ליימן שליסל". בנוסף, קיימת תחרות מצד מוצרים מיובאים שאינם ממותגים, המאופיינים במחיר זול יותר ומצד מותגים פרטיים של רשתות השייווק. בנוסף לתחרות מצד מתחרים, חשופה הקבוצה למוצרים תחליפיים, בעיקר "חטיפי בריאות". הקבוצה מתמודדת עם תחרות זו בעיקר באמצעות פיתוח מוצרים ממותגים הפונים לצורך זה, בעיקר באמצעות המותג "אנרג'י". היקף המכירות בתחום החטיפים גדל במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2006 בהשוואה לתקופה המקבילה ב- 2005, תוך שמירה על שיעור הרווח התפעולי. יחד עם זאת, יש לציין כי בתשעת החודשים הראשונים של 2006 חל קיטון בנתח השוק של הקבוצה בחלק מהמוצרים בתחום החטיפים, לעומת התקופה המקבילה ב- 2005.

⁴ חברת PepsiCo Inc. האמריקאית מדורגת בדירוג (A+/Stable) ע"י S&P.

⁵ חברת Compagnie Gervais Danone S.A. הצרפתית מדורגת בדירוג (A+/Stable) ע"י S&P.

תחום המזון הטרי (מהווה כ- 25% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 45% מהרווח התפעולי שלה) - בתחום המזון הטרי הקבוצה נהנית ממותג חזק ("שטראוס") וממותגים חזקים ברמת המוצרים השונים, וכן משיתוף פעולה עם מותג בינלאומי ("דנונה"). היכרות הצרכנים עם המותג מהותית בתחום המזון הטרי, לאור החשיבות שמייחסים הצרכנים לאמינות היצרן ברכישת מוצרים טריים. בנוסף לקבוצה יכולת תפעולית ולוגיסטית המאפשרת את האחסון וההפצה של המוצרים בקירור. הקבוצה רואה במגמת מיתוג המוצרים בתחום המזון הטרי הזדמנות עסקית, למינוף יכולותיה וניסיונה בתחום המוצרים הממותגים. מוצרי המזון הטרי בקבוצה נמכרים תחת המותג "שטראוס" עם מותגים ספציפיים נוספים (כגון: "דנונה", "מילקי" וכד'). יש לציין, כי המוצרים הממותגים מאופיינים בשיעורי רווח גבוהים יותר. הקבוצה שומרת על יציבות בנתחי השוק בהם היא מחזיקה, תוך הובלה במרבית המוצרים בתחום הפעילות, והחזקה בנתחי שוק משמעותיים במוצרים האחרים. המתחרות העיקריות של הקבוצה הן חברות תנובה וטרה (אשר עשויה לשפר את מעמדה התחרותי לאור השותפות עם החברה המרכזית למשקאות קלים). בתחום הסלטים המתחרה העיקרית של שטראוס היא חברת אסם.

תחום המשקאות (מהווה כ- 52% מסך ההכנסות של הקבוצה וכ- 50% מהרווח התפעולי שלה) - מוצרי הקבוצה בתחום המשקאות נמכרים תחת שלושה מותגים עיקריים: "עלית קפה" (מוצרי הקפה ואבקות השתייה החמה); "טבתה" (משקאות החלב); "פרימור" (מיצים טבעיים ואספטיים). יש לציין כי כל מוצרי הקבוצה בתחום המשקאות נתמכים במוותגים חזקים ומוכרים. בנוסף למוצרים אלה, הקבוצה מפצה קפה תחת המותג "ג'ייקובס" וקפה אספרסו תחת המותג "ליוואצה". על מנת לתת מענה למגמת הגידול בצריכה מחוץ לבית הרחיבה הקבוצה את תחומי פעילותה גם לפיתוח מערכות אספקה ממוכנות הכוללות מכונות ביתיות, מכונות אספרסו ומכונות ממכר אוטומטיות. במסגרת פעילות ה-AFH נרכשו בדצמבר 2005 זכויות היבוא, השיווק וההפצה של מכונות הקפה הנוזלי של חברת "Douwe Egberts"⁶ ההולנדית, אשר משווקות בעיקר לבתי מלון ולשוק המוסדי. המתחרים העיקריים של הקבוצה בקטגוריית המשקאות החמים הם אסם-נסטלה (בקפה נמס) ו"לנדוור" (בקפה קלוי וטחון). בקטגוריית המשקאות הקרים המתחרים העיקריים של הקבוצה הם תנובה, החברה המרכזית למשקאות קלים וחברת (כולל טרה) וטמפו.

פעילות בינלאומית - פעילותה הבינלאומית של הקבוצה תורמת כ- 38% מהכנסות הקבוצה וכ- 26% מהרווח התפעולי שלה. הפעילות בחו"ל מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של הקבוצה בכלל, ובתחום המשקאות בפרט. בכוונת הקבוצה להתפתח בתחום הקפה בשווקים מתפתחים, בעיקר מרכז ומזרח אירופה וברזיל, באמצעות מיזוגים ורכישות. בשנים 2006 ו- 2005 צמחה פעילות הקבוצה בשיעורים של 66% ו- 26.5% בהתאמה. הצמיחה בפעילות בחו"ל נובעת הן מגידול אורגני והן מרכישת פעילויות. מטה הפעילות הבינלאומית ממוקם בהולנד. הפעילות הבינלאומית מנוהלת באמצעות חמישה אשכולות אזוריים: אשכול מדינות הבלקן (רומניה) - בה מחזיקה הקבוצה בנתח שוק של כ- 42%, ובולגריה); אשכול פולין (לקבוצה נתח שוק של כ- 19%); אשכול מדינות יוגוסלביה לשעבר (הקבוצה מחזיקה בנתח שוק של כ- 34% בסרביה ושל כ- 24% בבוסניה); אשכול מדינות חבר העמים לשעבר (אוקראינה) - בה מחזיקה הקבוצה

⁶ אחת מספקי הקפה בתחום ה-AFH הגדולים בעולם, משתייכת לקבוצת Sara Lee, המדרגת בדירוג של (BBB+/Stable) ע"י S&P.

בנתח שוק של כ- 24%, ורוסיה); ואשכול ברזיל (נתח השוק של הקבוצה בברזיל הוא כ- 11%). בראש כל אשכול אזורי עומד מטה הנהלה נפרד, הכולל מנהל אשכול ומנהלי שיווק, כספים, תפעול ומשאבי אנוש. הקבוצה מתמקדת בפעילות במדינות מתפתחות, בהן היא מזהה יכולת להגיע למעמד דומיננטי. פעילות הקבוצה בחו"ל מתבצעת בחלק מהמדינות תחת המותג "Elite Café", ובחלק מהמדינות תחת מותגים מובילים מקומיים. בשנת 2006 חלה צמיחה משמעותית בפעילות הקבוצה בחו"ל. יש לציין כי בתשעת החודשים הראשונים של 2006 חל קיטון בשיעורי הרווח מפעילותה של הקבוצה בחו"ל, לעומת התקופה המקבילה בשנת 2005, כתוצאה מממיזוג הפעילות בברזיל ועליית מחירי קפה ירוק. עיקר הצמיחה הינה בברזיל ובפולין, והיא נובעת בין היתר מרכישות ומיזוגים שבצעה החברה. כ- 86% מפעילות הקבוצה בחו"ל הינה בברזיל, פולין, רומניה וסרביה.

סיכון פיננסי

להערכת מעלות רמת הסיכון הפיננסי של החברה נמוכה מהממוצע. הגורמים המשפיעים לחיוב על מיצובה הפיננסי של החברה הם בעיקר תזרים המזומנים ויחסי כיסוי החוב של החברה, וכן שיעורי הצמיחה הגבוהים במכירות הקבוצה.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 חל גידול בשיעור של 24.4% במכירות לעומת התקופה המקבילה ב- 2005. עיקר הצמיחה נובעת מגידול בשיעור של 76% במכירות הפעילות הבינלאומית (בהשוואה לגידול בשיעור של 35% בשנת 2005 לעומת 2004). הצמיחה האורגנית של הפעילות הבינלאומית, בנטרול השפעת מיזוגים ורכישות, הינה בשיעור של 17.7%. יש לציין, כי גם בתשעת החודשים הראשונים של 2006 וגם בשנת 2005, חלה צמיחה בכל תחומי הפעילות של הקבוצה. השחיקה בשיעור של 2.5% ברווח הגולמי במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2006 נובעת בעיקר משינוי בתמהיל הפעילות של הקבוצה. בתמהיל הנוכחי מהווה הפעילות הבינלאומית, המאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים יותר, כ- 38% ממכירות הקבוצה, בהשוואה ל- 27% בתשעת החודשים הראשונים של 2005. עיקר השחיקה בפעילות הבינלאומית נובע מאיחוד לראשונה של הפעילות בברזיל, בה שיעורי הרווחיות נמוכים בהשוואה לכלל הפעילות הבינלאומית. השיפור בשיעור הרווח התפעולי בתשעת החודשים הראשונים של 2006 בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2005 (8.6% לעומת 8.3% בהתאמה), נובע מההפרשה בגין חובות קלאב מרקט ב- 2005. בנטרול ההפרשה בגין קלאב מרקט היווה הרווח התפעולי בתקופה 1-9/2005 כ- 9.4% מהמכירות. הגידול בהוצאות המימון בתקופה 1-9/2006 בהשוואה ל- 1-9/2005 נובע מהגידול בהיקף האשראי של הקבוצה, אשר נועד למימון התרחבות הקבוצה בחו"ל.

נכון ל- 30.09.2006 החוב הפיננסי ברוטו של הקבוצה עומד על כ- 1.3 מיליארד ₪ בהשוואה ל- 1.3 מיליארד ₪ ול- 0.6 מיליארד ₪ ב- 31.12.2005 וב- 31.12.2004 בהתאמה. הגידול בחוב הפיננסי נועד למימון רכישת הפעילויות בחו"ל. נכון ל- 30.09.2006 שיעור החוב ל- CAP עומד על 45.5% בהשוואה ל- 48.2% ב- 31.12.2005, שיעור החוב ל- CAP, נטו, נכון ל- 30.09.2006 עומד על 40% בהשוואה ל- 44% ב- 31.12.2005. יש לציין כי שיעורי המינוף, נטו, המקובלים בקרב חברות בענף המזון בעולם הינם בשיעור של כ- 48%. הקבוצה חתומה מול המערכת הבנקאית על מספר תניות פיננסיות: שעבוד שוטף שלילי; ההון העצמי לא יפחת מ- 30% מסך המאזן; הקבוצה לא תבצע השקעות

בחברות אשר מטרותן שונה ממטרות הקבוצה, במידה וסכום ההשקעה גבוה מ- 50% מההון העצמי. הקבוצה עומדת בהתחייבויותיה כלפי הבנקים.

השיפור בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת בתשעת החודשים הראשונים של 2006 לעומת התקופה המקבילה ב- 2005 נובע בעיקר מהשיפור ברווח הנקי. לקבוצה אין מדיניות דיבידנד רשמית. יחד עם זאת, בשנתיים האחרונות הקבוצה הציגה מדיניות דיבידנד אגרסיבית, כפי שבאה לידי ביטוי בחלוקה של דיבידנד בסכומים של כ- 270 מ' ש"ח וכ- 180 מ' ש"ח בשנים 2006 ו- 2005 בהתאמה. חלוקת הדיבידנד ב- 2006 נתמכה ברווחי הון חד פעמיים, נטו, של כ- 147 מיליון ש"ח שנבעו לקבוצה ממכירת נכסי נדלן.

יחסי כיסוי החוב הנוכחיים של הקבוצה טובים בהרבה מהמוצע, אם כי חלה הרעה מסוימת בתשעת החודשים הראשונים של 2006. יחסי כיסוי החוב, נטו, של הקבוצה באמצעות ה- EBITDA וה- FFO בתשעת החודשים הראשונים של 2006 עומדים על 1.6 ו- 2.5 בהתאמה, בהשוואה ל- 1.5 ו- 1.8 בתקופה המקבילה ב- 2005. ההרעה ביחסי כיסוי החוב של הקבוצה נובעת מהגידול בחוב הפיננסי של החברה. יחסי כיסוי החוב, נטו, המקובלים בקרב חברות בענף המזון בעולם הינם כ- 2.6 (חוב ל- EBITDA) ו- 3.7 (חוב ל- FFO).

תחזית דירוג: יציבה (Outlook: Stable)

תחזית הדירוג היציבה ניתנה לחברה בהתבסס על הערכת מעלות כי הקבוצה תשמור על מעמדה העסקי המוביל בישראל; המשך מגמת ההתחזקות במעמדה העסקי של הקבוצה במדינות הפעילות בחו"ל; שמירה על שיעורי המינוף ויחס כיסוי החוב כפי שפורטו לעיל. מנגד, פיתוח אגרסיבי של פעילויות, אשר יהוו חלק מהותי מפעילות הקבוצה, במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות מאלה של ישראל ובתחומים בהם מעמדה העסקי של הקבוצה נמוך, תוך שחיקת היחסים הפיננסיים, עשויים להשפיע לשלילה על הדירוג.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים מתוך דוחות כספיים של הקבוצה⁷:

א' ש	2006-1-9	2005	2004
הכנסות			
הכנסות	3,844,774	4,177,783	3,391,419
שיעור שינוי	24.4%	23.2%	NA
רווח גולמי	1,443,604	1,659,878	1,381,065
% רווח גולמי	37.5%	39.7%	40.7%
רווח תפעולי	331,098	328,715	281,356
% רווח תפעולי	8.6%	7.9%	8.3%
הוצאות מימון	32,120	32,429	21,520
רווח נקי	303,047	168,466	141,309
% רווח נקי	7.9%	4.0%	4.2%
Ebitda להכנסות	11.9%	12.2%	12.6%
Ebitda ל-CAP	22.2%	19.3%	24.0%
איתנות			
סך מאזן	3,850,599	3,752,970	2,691,144
הון עצמי (כולל זכויות המיעוט)	1,496,146	1,365,557	1,226,656
הון עצמי למאזן	38.9%	36.4%	45.6%
חוב פיננסי	1,251,091	1,269,061	551,591
חוב למאזן	32.5%	33.8%	20.5%
חוב נטו	997,071	1,068,325	382,517
חוב ל-CAP	45.5%	48.2%	31.0%
חוב ל-CAP, נטו	40.0%	43.9%	23.8%
נזילות			
תיק נזיל	254,020	200,736	169,074
תיק נזיל למאזן	6.6%	5.3%	6.3%
הון חוזר	211,897	75,493	101,587
יחס שוטף	1.13	1.05	1.08
תזרים ויחסי כיסוי			
Ebitda	457,767	508,716	426,137
חוב ל-Ebitda	2.0	2.5	1.3
חוב, נטו, ל-Ebitda	1.6	2.1	0.9
תזרים שוטף	216,612	280,304	277,072
FFO	299,664	412,858	309,118
מימון/מימון+FFO	10.3	13.7	15.4
חוב ל-FFO	3.1	3.1	1.8
חוב, נטו, ל-FFO	2.5	2.6	1.2

⁷ הנתונים הינם על בסיס דוחות כספיים כפי לשנת 2005 ול-1-9/2006, שבוקרו/ סוקרו ע"י משרד רו"ח סומך חייקין.