

15 ספטמבר 2010

## גדות תעשיות ביוכימיה

### אשרור דירוג 'ilBBB'; תחזית הדירוג שלילית

אנליסט אשראי ראשי: עופר עמיר [ofer\\_amir@standardandpoors.com](mailto:ofer_amir@standardandpoors.com)  
 אנליסט אשראי משני: אלעד זלסקו [elad\\_jelasko@standardandpoors.com](mailto:elad_jelasko@standardandpoors.com)

#### תמצית

- החברה ממשיכה לפעול במינוף גבוה ויחסי כיסוי נמוכים במקביל לנזילות חלשה, אשר מתבטאת בצורך לגייס מקורות מימון חדשים על מנת שהחברה תוכל לעמוד בכל התחייבויותיה התפעוליות והפיננסיות.
- אנו מאשרים את הדירוג 'ilBBB' של גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ, העוסקת בייצור ושיווק פרוקטוזה, חומצת לימון מלחים ומוצרים נוספים לתעשיית המזון הפרמצבטיקה והדטרגנטים ובייצור ושיווק תוספים תזונתיים.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את נזילותה החלשה של החברה ואת המינוף הגבוה בו היא פועלת, כאמור.

#### פעולת הדירוג

ב- 15 בספטמבר 2010, אישרה Standard & Poor's Maalot את דירוג 'ilBBB' של גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ, העוסקת בייצור ושיווק פרוקטוזה, חומצת לימון מלחים ומוצרים נוספים לתעשיית המזון הפרמצבטיקה והדטרגנטים ובייצור ושיווק תוספים תזונתיים. תחזית הדירוג שלילית.

#### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג משקף את פעילותה של החברה ברמת מינוף גבוהה כפי שמתבטא ביחסי הכיסוי הנמוכים. בנתוני 12 החודשים שהסתיימו ב- 30 ביוני 2010, עמדו יחסי הכיסוי המתואמים על חוב ל- EBITDA של 9.2x ו- FFO לחוב של 3.9% בלבד ויחס החוב ל- CAP עמד על שיעור של כ- 60%. הפרופיל הפיננסי הושפע לרעה גם כתוצאה מירידה ברווח וברווחיות הגולמיים בשנת 2010. הרווח הגולמי במחצית הראשונה של 2010 הסתכם לכ- 13 מיליון \$ בהשוואה לכ- 15.9 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד ושיעור הרווח הגולמי ירד ל- 18.1% בהשוואה ל- 21.9%. במקביל ירד גם שיעור ה- EBITDA להכנסות ל- 8.6% בהשוואה ל- 11.1% בשנת 2009. הירידה נובעת בעיקר מירידה בהיקף המכירות ובמחירי המכירה וכן מעלייה במחירי הסוכר שהינו חומר הגלם העיקרי של החברה. בנוסף, ברבעון השני החברה הכירה לראשונה בהכנסות ממכירת חומצת לימון אשר יוצרה במפעלה בסין כאשר המפעל ייצר בתפוקה חלקית בלבד. בשל היקף הייצור הנמוך, עלויות הייצור בסין היו גבוהות יחסית והשפיעו לרעה על הרווח

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

עמוד 1 מתוך 3

הגולמי. החברה צופה גידול ניכר בהכנסות ושיפור ברווחיות כתוצאה מהגעת המפעל לכושר ייצור מרבי (כ- 60 אלף טון בשנה) הצפוי לתרום משמעותית להכנסות החברה החל משנת 2011.

בנוסף משקף הדירוג גם את התנודתיות ברווחיות החברה הנובעת מכך שלחלק מהמוצרים הסופיים אותם מייצרת גדות, חומצות ומלחי לימון וחומרי הגלם לתעשיית תוספי המזון, מאפיינים של "commodity" והנם מושפעים בצורה ניכרת מהתנודתיות במחירי חומרי גלם (בעיקר סוכר ואנרגיה). מנגד, לחברה מוצרי ערך, כמו למשל פרוקטוזה גבישית, המאופיינים ברווחיות גבוהה יחסית המאפשרת גמישות תפעולית רבה יותר. בנוסף, מעמדה התחרותי של גדות בשוק הפרוקטוזה באירופה, מקטין, גם כן, במידה מסוימת את הסיכון העסקי. כמו כן, החברה מקטינה את חשיפתה לתנודתיות במחירי חומרי הגלם, על ידי גידור חלקי של מחירי הסוכר ועל ידי התקשרות בחוזים עם ספקי סוכר במחירים קבועים מראש וכן באמצעות הבעלות המשותפת עם Tate & Lyle על מפעל לזיקוק סוכר, אשר כיום מספק כ- 80% מתצרוכת הסוכר של החברה. עם זאת, למרות הגורמים הממתנים, תחום הפרוקטוזה ספג את הירידה המרכזית ברווחיות התפעולית ב 2010.

כחלק מאסטרטגיית הצמיחה של גדות התרחבה בשנים האחרונות פעילות הייצור לאזורים גיאוגרפיים נוספים, אסיה וצפון אמריקה, זאת באמצעות הקמת המפעל לחומצת לימון בסין וכן באמצעות רכישת Pharmline Inc, הפועלת בצפון אמריקה. תעשיית תוספי המזון בה פועלת Pharmline מאופיינת בתחרות גבוהה ובשיעורי רווחיות נמוכים יחסית ואף הפסד. יחד עם זאת, שוק זה מאופיין בשיעורי צמיחה גבוהים יחסית של כמעט 10% לשנה. זאת להערכת החברה, סיכון הפעילות בשוק זה צפוי לקטון יחד עם התגבשות החקיקה בתחום, מה שעשוי להביא לקטון במספר המתחרים ולשיפור בשולי הרווחיות.

## נזילות

להערכתנו נזילותה של גדות 'חלשה'. הערכה זו מתבססת על העובדה כי לחברה כיום צרכי מימון העולים על מקורותיה. על מנת שתוכל לממן את כל צרכיה, הכוללים פרעון חוב לזמן ארוך, מחזור חוב לזמן קצר והשקעות להן היא מחויבת, צריכה גדות לגייס חוב נוסף בהיקף של לפחות 10 מיליון \$, לא כולל פרעון החוב לזמן קצר בהיקף של כ- 27 מיליון \$, אשר לפי הנחת החברה ימוחזר או יוסב להלוואות לזמן ארוך.

נכון ל- 30 ביוני 2010 היו בידי החברה מזומנים והשקעות לזמן קצר בהיקף של כ- 6 מיליון \$ בנוסף קיבלה החברה ביולי 2010 הלוואה מחברת הראל בסך של כ- 15 מיליון \$. מנגד לחברה צפויות במחצית השנייה של 2010 חלויות גבוהות של חוב לזמן ארוך, הוצאות ריבית והשקעות בהיקף של כ- 29 מיליון \$, לא כולל החוב לזמן קצר. על מנת להשיג מקורות מימון חדשים פועלת החברה לגייס חוב לזמן ארוך.

בהקשר זה יצוין, כי דלק השקעות ונכסים בע"מ (בעלת השליטה 64%) ובתי זיקוק לנפט בע"מ (23%) הודיעו לחברה כי במידה שיחסרו לה מקורות כספיים כדי לעמוד בהתחייבויותיה, הם יפעלו לסייע לחברה בהעמדת מקורות מימון בהיקף שלא יעלה על 18 מיליון \$, בהתאם לחלקן היחסי בהחזקות בחברה.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את נזילותה החלשה של החברה ואת הצורך שלה בהשגת מקורות נוספים על מנת שתוכל לממן את כל צרכיה התפעוליים ולעמוד בכל התחייבויותיה הפיננסיות בשנים הקרובות, כפי שמפורט לעיל. כמו כן, משקפת תחזית הדירוג את מינופה הגבוה של החברה, אשר כאמור מתבטא ביחסי כיסוי חוב נמוכים. אנו נשקול הורדת דירוג במידה והחברה לא תשיג מקורות מימון בהיקף מספיק ובלו"ז התואם את צרכיה וכן אם לא תושג ירידה ברמת המינוף ושיפור ביחסי הכיסוי.

אנו נשנה את תחזית הדירוג ליציבה, אם וכאשר תהיה בידי החברה נזילות מספקת, אשר תוכל לממן את כל צרכיה העתידיים של החברה לשנים הבאות עם מרווח ביטחון הולם במקביל לשיפור קבוע ביחסי כיסוי החוב.

## רשימת דירוגים

דירוג נוכחי	גדות תעשיות ביוכימיה
ilBBB-/Negative	סדרה י
ilBBB-	

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

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל S&P Maalot 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 ל S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, 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.