

05/11/2007

הודעה לציבור

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על מתן דירוג סופי של (A/Stable) לאג"ח בסכום של עד 120 מ' ש"ח, שיונפקו ע"י חברת גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש למיחזור חוב קיים עד לסך של 42 מ' ש"ח ולהשקעות חדשות בתחומי פעילותה של החברה בהיקף שלא יעלה על 78 מ' ש"ח. יצוין כי מבנה ההנפקה הנוכחי מהווה שינוי לעומת דו"ח מעלות מיום 06/09/2007 בו נכתב כי סך ההנפקה יעמוד על סכום של עד 150 מ' ש"ח, מזה 84 מ' ש"ח למיחזור חוב ו- 66 מ' ש"ח להשקעות חדשות. להערכת מעלות, אין להקצאה החדשה של תמורת ההנפקה השפעה על הדירוג.

הקרן תפרע בארבעה תשלומים שנתיים שווים בשנים 2011 עד 2014 ועד בכלל. איגרות החוב נושאות ריבית שנתית בשיעור ריבית מירבי של עד 5.1% שתשולם פעמיים בשנה. איגרות החוב צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן. ההנפקה כוללת גם הצעה של כתבי אופציה הניתנים למימוש למניות רגילות.

כמו כן ברצוננו להדגיש כי הדירוג לאגרות החוב נקבע, בין היתר, על סמך מטרות ההנפקה ומדיניותה העסקית והפיננסית של החברה כמפורט בדוח השיקולים העיקריים של מעלות המצ"ב.

5 בנובמבר, 2007

לכבוד

מר גדי טילבור, סמנכ"ל כספים

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

שלום רב,

הנדון: דירוג לאיגרות חוב

הריני להודיעכם כי ועדת הדירוג של דירקטוריון מעלות קבעה דירוג סופי (A/Stable) לאיגרות חוב בסך של עד 120 מ' ש"ח שבכוונת חברת גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ (להלן "גדות ביוכימיה" או "החברה") להנפיק. האג"ח תיפרע בין 2011 ל 2014 ותישא ריבית מירבית שנתית של 5.1% שתשולם בתשלומים חצי שנתיים.

בכוונת החברה לייעד כ- 42 מ' ש"ח מתמורת ההנפקה למיחזור חוב קיים. יתרת תמורת ההנפקה, בסך שלא יעלה על 78 מ' ש"ח, תיועד להשקעות במתקני החברה או להשקעות חדשות בתחומים סינרגטיים או לרכישת פעילויות בתחומי הפעילות של החברה

יודגש כי הדירוג לאגרות החוב נקבע, בין היתר, על סמך תשקיף מדף של החברה מיום 30 במאי, 2007, על סמך הצעת מדף מיום 5.11.2004 וכן על סמך מבנה ההנפקה, מטרת ההנפקה ומדיניותה הפיננסית של החברה כפי שנמסרה למעלות.

במידה ויחולו שינויים במבנה ההנפקה, שומרת לעצמה מעלות את הזכות לדון שנית בנושא ולתקן את הדירוג האמור. אי לכך נבקשכם להודיענו ולהעביר אלינו בכתב כל שינוי במבנה או בתנאי ההנפקה.

אין לנו התנגדות כי תצינו את עיקר האמור במכתבנו זה בדוח הצעת המדף (את השיקולים העיקריים במלואם), בכפוף לאמור לעיל.

מצ"ב שיקולים עיקריים לדירוג.

בברכה

גדי בארי, מ"מ מנכ"ל

העתק:

עמוס ספיר, יו"ר

דורית סלינגר, מנכ"ל

מסמך הקדמה לדירוג

ביום 4 בנובמבר 2007 קבעה ועדת הדירוג של מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ (להלן: "מעלות"), שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, דרוג סופי של (A/Stable) לאגרות החוב המוצעות על פי תשקיף מדף של החברה מיום 30.5.2007 ועל-פי דוח הצעת מדף מחודש נובמבר 2007.

מעלות החלה לפעול בסוף 1991 ובשנת 1994 מעלות הוכרה כחברה מדרגת של ניירות ערך בישראל על פי תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל- תיקון) התשנ"ה 1995.

דירוג התחייבות ספציפית (issue) הינו הערכת הסבירות, שהחברה תשלם את הקרן והריבית של נייר ערך שהנפיקה, בתנאים ובמועדים הנקובים בנייר הערך.

סימולי הדירוג זהים לאלו של Standard & Poor's אולם התייחסות הדירוגים של שתי החברות הן לסביבת השוואה שונה. הדירוג הניתן ע"י מעלות מבטא הערכה לסיכון אשראי של גופים והתחייבויות ספציפיות בישראל. כלומר, דירוג מעלות הוא הערכת סיכון האשראי של התחייבות ספציפית (issue) או של היכולת הכוללת של מנפיק לפרוע את כל התחייבויותיו (issuer) וזאת באופן יחסי למנפיקים אחרים בישראל מבלי להתייחס לסיכון המדינה. לפיכך, החברות/ הגופים האיתנים ביותר בישראל ידורגו בדירוג ברמה הגבוהה ביותר AAA. יש לציין כי התחייבויות בעלות דירוג AAA, AA, A ו- BBB נכללות ב"דרגת השקעה" (Investment Grade) כלומר, הן בעלות סיכון נמוך דיו לצורכי השקעה. התחייבויות בעלות דירוג של BB ומטה נחשבות ל"השקעה ספקולטיבית". להלן הגדרות סולם הדירוג לאגרות חוב ב"דרגת השקעה":

AAA התחייבות בעלת רמת הסיכון הנמוכה ביותר. למנפיק יכולת מעולה לפרוע את התשלומים בגין ההתחייבות בהשוואה למנפיקים ישראלים אחרים.

AA יכולת המנפיק לפרוע את התשלומים בגין ההתחייבות היא הרבה מעבר לממוצע בהשוואה למנפיקים ישראלים אחרים.

A יכולת המנפיק לפרוע את התשלומים בגין ההתחייבות היא מעבר לממוצע בהשוואה למנפיקים ישראלים אחרים.

BBB יכולת המנפיק לפרוע את התשלומים בגין ההתחייבות היא ממוצעת בהשוואה למנפיקים ישראלים אחרים. דרגות ביניים: ניתן להוסיף סימני (+) או (-) לדירוגים מ-AA ועד CCC כדי לציין את הדירוג הפנימי בכל קטגוריה.

במהלך חודש נובמבר 2006 החלה מעלות לפרסם "תחזית דירוג" (Rating Outlook) לכל אחד מדירוגי מעלות לסדרות האג"ח (Issue Rating) ודירוגי המנפיק לטווח ארוך (Issuer Rating), זאת, בהתאם למתודולוגיה ולנוהלי הפרסום הנהוגים על ידי Standard & Poor's, שותפתה האסטרטגית של מעלות.

לתחזית הדירוג שלוש רמות: positive, stable, negative.

מעלות רואה בהוספת תחזית הדירוג מידע נוסף למשקיע ולחברות בקשר להתפתחויות הצפויות בדירוג וכן מכשיר המגביר את השקיפות בשוק ואת שכלולו.

דירוג אשראי מתייחס ליכולת החברה לעמוד בפירעון התחייבויותיה בהיקף ובמועד שנקבעו. בהתאם, תחזית הדירוג מתייחסת למגוון האירועים והפרמטרים הנוגעים בהתפתחות דירוג החברה בטווח של השנתיים הקרובות, הן במימד העסקי והן במימד הפיננסי.

מובן מהאמור לעיל, שההתפתחויות המוצגות בתחזית הדירוג **אינן מעידות על שינוי צפוי בדירוג החברה/הסדרות הספציפיות וכן אין בהן להעיד על ביצועיה הכספיים או העסקיים של החברה בעתיד**. בנוסף, מעלות מציינת כי ייתכנו שינויי דירוג על רקע התפתחויות חדשות שלא נצפו קודם לכן בתחזית הדירוג.

שיקולים עיקריים לדירוג

גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ

האנליסט לחברה:

עומר ארז

נובמבר 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. הנפקת אג"ח חדשה

בכוונת חברת גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ (להלן: "גדות ביוכימיה" או "החברה") להנפיק אג"ח ציבורי בהיקף של עד 120 מ' ש"ח, בהתבסס על תשקיף מדף מיום 30 במאי, 2007 ודוח הצעת מדף מ- 5.11.2007. בכוונת החברה לייעד עד 42 מ' ש"ח מתמורת ההנפקה למיחזור חוב קיים. יתרת תמורת ההנפקה, בסך שלא יעלה על 78 מ' ש"ח, תיועד להשקעות במתקני החברה או לרכישת חברות או פעילויות חדשות בתחומי הפעילות של החברה.

הדירוג מתבסס, בין היתר, על כוונת החברה לשמור על יחסים פיננסיים כמפורט להלן: חוב, נטו¹, ל- CAP², נטו, לא יעלה על 55%; יחס החוב, נטו, ל- EBITDA לא יעלה על כ- 4 בטווח המייד, ולא יעלה על 3.5 החל מתום שנת 2008; שמירה על נכסים לא משועבדים (רכוש קבוע) בהיקף של לפחות 60% מסך הרכוש הקבוע של החברה.

2. שיקולים עיקריים לדירוג

כללי

גדות ביוכימיה היא חברה ציבורית, אשר מנייתה נסחרת בבורסה לני"ע בת"א. כ- 64% ממניותיה מוחזקות ע"י חברת דלק השקעות ונכסים בע"מ וכ- 23% מוחזקים ע"י בתי זיקוק לנפט בע"מ³ (להלן: "בז"ן"). החברה עוסקת במספר תחומי פעילות עיקריים:

- תחום הפרוקטוזה- ייצור, שיווק ומכירת פרוקטוזה גבישית. פרוקטוזה גבישית הינה "ממתיק פרמיום" המכיל פחות קלוריות מסוכר, והיא משמשת כח"ג בתעשיית המזון, ובעיקר בענפי הממתקים, ריבות, גלידות, עוגיות ומוצרי מאפה. בנוסף, משמשת הפרוקטוזה הגבישית כחומר גלם בייצור תחליף סוכר.
- תחום חומצת לימון ומלחים- ייצור חומצת לימון ומלחים. חומצת לימון טהורה היא החומצה הנפוצה ביותר בתעשיית המזון (בעיקר בייצור משקאות קלים) וכן משמשת ח"ג בתעשיית הדטרגנטים ובתעשיות הפרמצבטיקה. מלחי חומצת לימון משמשים כתוסף לתעשיית המזון, דטרגנטים ולמוצרי טבע וויטמינים.
- החל מתום הרבעון השני של שנת 2007 פועלת החברה בתחום רכיבים לתעשיית תוספי התזונה באמצעות החברה האמריקאית PharmLine Holding Corp, אשר נרכשה ע"י גדות ביוכימיה ביוני, 2007. (גדות מחזיקה ב- 85% מהון המניות).

במחצית הראשונה של שנת 2007 היווה תחום הפרוקטוזה כ- 56% מסך ההכנסות ותחום חומצת הלימון היווה כ- 44% מסך ההכנסות. בשנים 2004-2006 היווה תחום הפרוקטוזה כ- 40% מההכנסות ותחום חומצת הלימון היווה כ- 60% מההכנסות.

¹ חוב נטו- חוב בניכוי מזומנים ושווה מזומנים.

² CAP- הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) בתוספת חוב פיננסי.

³ התחייבויותיה מדורגות ע"י מעלות בדירוג (AA).

להלן הכנסות החברה בהתפלגות ע"פ תחומי הפעילות⁴ (א' ש"ח):

סה"כ	התאמות	% מסה"כ	פרוקטוזה	% מסה"כ	חומצת לימון	
1-6/2007						
187,312		56%	105,396	44%	81,916	הכנסות
-6%			36%		-33%	% שינוי בהכנסות
16,809	-3,177		23,372		-3,386	רווח תפעולי
9%			22%		-4%	% רווח תפעולי
1-6/2006						
199,149		39%	77,479	61%	121,670	הכנסות
NA			NA		NA	% שינוי בהכנסות
36,993	-1,633		23,512		15,114	רווח תפעולי
19%			30%		12%	% רווח תפעולי
2006						
366,194		40%	148,291	60%	217,903	הכנסות
-2%			4%		-7%	% שינוי בהכנסות
54,934	-4,550		46,933		12,551	רווח תפעולי
15%			32%		6%	% רווח תפעולי
2005						
375,267		38%	141,992	62%	233,275	הכנסות
NA			NA		NA	% שינוי בהכנסות
68,649	-2,543		44,877		26,315	רווח תפעולי
18%			32%		11%	% רווח תפעולי

- מהטבלה שלעיל ניתן לראות כי עיקר התרומה לרווחיות החברה הינה של תחום הפרוקטוזה, כפי שבאה לידי ביטוי בשיעורי הרווחיות של כל אחד מתחומי הפעילות.
- הקיטון בחלקו של תחום חומצת הלימון במחצית הראשונה של שנת 2007 נובע בעיקר מהפחתת מכירת חומצת לימון ללקוחות המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים, וכן משינוי בהגדרת תחומי הפעילות.
- הקיטון בשיעורי הרווחיות במחצית הראשונה של שנת 2007 ובשנת 2006 נובע בעיקר מעלייה במחירי חו"ג (סוכר) והאנרגיה.

דירוג האג"ח מתבסס בעיקר על מעמדה התחרותי הגבוה של החברה בשוק הפרוקטוזה ובשוק מלחי חומצת הלימון; ניצול סינרגיות בין תחומי הפעילות הקיימים של החברה; רכישת פעילויות חדשות שהינן משלימות לתחומי הפעילות הקיימים; לקוחות החברה הם חברות בינלאומיות בעלות איתנות פיננסית; חסמי הכניסה הגבוהים לתחומי הפעילות של החברה, הבאים לידי ביטוי בעיקר בידע טכנולוגי ובניסיון; פוטנציאל שוק גלובאלי; צמיחה בתחומי הפעילות של החברה, הנובעת מעלייה ברמת החיים בעולם, ובעיקר באזור מז' אסיה; הנהלה איכותית בעלת ותק וניסיון בתחומי הפעילות של החברה. גורמים אלה מתקזזים בחלקם ע"י הגורמים הבאים: חוסר ודאות ביחס להשפעת משטר הסוכר באירופה על שוק הפרוקטוזה; תחרות חריפה מצד יצרנים סינים בתחום חומצת הלימון, הבאה לידי ביטוי בשחיקה נמשכת ברווחיות בתחום זה, עד לכדי הפסד תפעולי במחצית הראשונה של שנת 2007 (עם זאת, החברה הקימה מיזם משותף להקמת

⁴ לפירוט נוסף ראה הניתוח הפיננסי בהמשך הדוח.

מפעל ליצור חומצת לימון בסין על מנת להחליף את הייצור בישראל); חשיפה גבוהה לתנודתיות במחירי הסוכר והאנרגיה, גמישות תפעולית נמוכה.

ניתוח הסיכון הענפי

להערכת מעלות, רמת הסיכון בענפי הפעילות של החברה נמוכה מעט מהמוצע. הגורמים המשפיעים לחיוב על תחומי הפעילות הם: חסמי כניסה גבוהים (השקעות הוניות משמעותיות, ידע וטכנולוגיה); עודף ביקוש בשוק הפרוקטוזה הגבישית; פוטנציאל שוק גלובאלי; צמיחה המושפעת מעלייה ברמת החיים העולמית; השפעה חיובית של שוק מוצרי מזון בפלח הפרמיום הנמצא בצמיחה; התקשרות ארוכת טווח עם לקוחות בתחום מלחי חומצת הלימון המיוחדים עקב התאמה ספציפית של מוצרים ללקוח. גורמים אלה מתקזזים בחלקם ע"י הגורמים הבאים: התגברות התחרות מצד יצרנים סינים בתחום חומצת הלימון; עודף היצע בשוק חומצת הלימון; חשיפה לתנודתיות במחירי הסוכר והאנרגיה; חוסר ודאות ביחס להשפעת משטר הסוכר באירופה.

חומר הגלם העיקרי בו נעשה שימוש בשני תחומי הפעילות של החברה הוא הסוכר הלבן (לשם המחשה- בשנת 2006 הסתכמה עלות הסוכר הלבן בכ- 18% ממחזור המכירות של גדות ביוכימיה). סוכר הינו commodity ומחירו נקבע בשווקים בינלאומיים. בשנים 2002-2006 חלה עלייה בשיעור של למעלה מ- 100% במחירי הסוכר המאופיינים בתנודתיות רבה לאורך השנים (לשם המחשה, מחירי הסוכר ביוני 2006 היו גבוהים בשיעור של כ- 80% לעומת תחילת 2005, ומאז חלה ירידה במחירי הסוכר בשיעור של כ- 28%). לתנודתיות במחירי הסוכר הלבן בשווקים בעולם השפעה מהותית על תוצאות הפעילות של החברות בענף הפרוקטוזה ובענף חומצת הלימון.

משטר הסוכר באירופה

לצורך הגנה על החקלאות במדינות האיחוד האירופי, נוקט האיחוד במדיניות הידועה כ"משטר הסוכר" ("sugar regime"). החל מה- 1.7.2007 נכנסו לתוקף תקנות חדשות, אשר אמורות להפחית את כמויות הסוכר המיוצרות באירופה ולהביא לירידת מחירי הסוכר באירופה באופן משמעותי. הרפורמה בשוק הסוכר באירופה אמורה ליצור מסגרת כלכלית יעילה המאזנת בין הביקושים האמיתיים בשוק להיצע. הרפורמה במשטר הסוכר כוללת, בין היתר, ביטול מכסות ייצור; שינוי מבנה המיסוי על סוכר; שינוי מנגנון הסיוע למגדלי סלק סוכר וליצרני הסוכר; הענקת תמריצים ליותר על מכסות ייצור. להערכת מעלות, השינויים במשטר הסוכר עשויים לגרום לירידה במחירי הסוכר באירופה, וכתוצאה מכך גם לשחיקה במחירים ולקטון בביקוש לפרוקטוזה הגבישית. הפרוקטוזה משמשת באירופה לייצור תערובות כתחליף זול לסוכר שמחירו הוחזק באופן מלאכותי מעל מחיר השוק.

שוק הפרוקטוזה הגבישית

הפרוקטוזה הגבישית משמשת לשני שימושים עיקריים:

- **ממתיק פרמיום**- הפרוקטוזה הגבישית (ידועה גם כ"סוכר פירות") מאופיינת בטעם מתוק יותר מסוכר, והיא משמשת כממתיק פרמיום בתעשיית המזון, ובעיקר בענפי הממתקים, ריבות, עוגיות ומוצרי מאפה וגלידות.

- **חומר גלם בייצור תחליף סוכר** - סוכר לבן מורכב משני מרכיבים: גלוקוזה ופרוקטוזה. השיטה הנפוצה בעולם לייצור תחליף סוכר הינה באמצעות תהליך כימי ההופך חלק מן הגלוקוזה לפרוקטוזה. דרך נוספת לייצור תחליף סוכר, מקובלת באירופה בלבד, והיא מתבססת על ערוב גלוקוזה עם פרוקטוזה גבישית.

בשלושים השנים האחרונות חל בארה"ב קיטון מתמיד בצריכת סוכר במקביל לגידול בצריכת ממתקים אחרים. מבין הממתקים האחרים, מהווה שוק הפרוקטוזה הגבישית כ- 67%. בשנתיים האחרונות קיימת סטגנציה בשוק הפרוקטוזה הגבישית בארה"ב עקב מגבלת היצע.

להערכת החברה היקפו של שוק הפרוקטוזה הגבישית באירופה עומד כיום על כ- 175 מ' אירו. כ- 60% מהפרוקטוזה הגבישית באירופה (המיוצרת והמיובאת) משמשת כממתיק פרמיום ויתרת הכמות משמשת לייצור תחליף סוכר. שוק הפרוקטוזה הגבישית באירופה צמח בשנים 2002-2006 בשיעור שנתי ממוצע של כ- 10% (בדומה לעולם). הצמיחה בשוק הפרוקטוזה הגבישית נובעת מצמיחה בשוק הפרמיום. עם זאת, להערכת מעלות, שינוי במשטר הסוכר באירופה, עשוי למתן את היקפי הצמיחה עקב שחיקה בהיקף שוק התערובות (פרוקטוזה גבישית המיועדת לייצור תחליף סוכר). יש לציין כי מחיר הפרוקטוזה לצורך המתקת המזון גבוה בכ- 20%-10% מהמחיר לשוק התערובות.

פרוקטוזה גבישית מיוצרת בעיקר בארה"ב (58% מהייצור העולמי), ישראל (19%), תורכיה (12%) ומערב אירופה (10%). השחקנים העיקריים בשוק הפרוקטוזה העולמי הם: Danisco Sweeteners⁵ (מדנמרק) ו- Amylum (מטורקיה), הפועלות בעיקר באירופה, וכן החברות האמריקאיות ADM ו- Tate & Lyle Investments Limited⁶ ("T&L"), אשר אינן פועלות באופן מהותי באירופה, הן בשל המכסים הנובעים מ"משטר הסוכר" והן בשל העובדה שהפרוקטוזה המיוצרת על ידם מבוססת על יבולים שעברו הנדסה גנטית.

שוק חומצת הלימון ומלחיה

שוק חומצת הלימון כולל מספר מוצרים עיקריים:

- **חומצת לימון טהורה** - החומצה הנפוצה ביותר בתעשיית המזון (בעיקר בייצור משקאות קלים). חומצת לימון משמשת גם כח"ג בתעשיית הדטרגנטים, ובתעשיות הפרמצבטיקה.
- **מלחי חומצת לימון** - מיוצרים בתהליך כימי של תגובת חומצת לימון טהורה עם בסיסים שונים. את מלחי חומצת הלימון ניתן לחלק לשתי קטגוריות עיקריות: מלחי חומצת לימון פשוטים - מוצר הקרוב ל-commodity ומיועד בעיקר לתעשיית המזון והדטרגנטים; מלחי חומצת לימון מיוחדים - מלחים המשמשים להעשרת מזון ולצורך ייצור תמציות תוספי מזון הנמכרים "מעבר לדלפק" בחנויות טבע וויטמינים. מלחי חומצת הלימון המיוחדים מאופיינים בשוק קטן יחסית, ברווחיות גבוהה ובכך שהיצרן מעורב ביישום המוצר בתהליך הייצור של הלקוח.
- **מלחי חומצה זרחתית** - משמשים בעיקר לתעשיית המזון (משקאות קלים ותוסף סידן).

⁵ חברה ציבורית בעלת שווי שוק של כ- 3.7 מיליארד \$ (נכון ל- 3.07.2007), אשר מניותיה נסחרות בבורסה בקופנהגן.

⁶ חברת Tate & Lyle מדורגת בדירוג (BBB/Stable) ע"י S&P.

חומצת לימון מיוצרת ע"י 5 יצרנים גדולים בארה"ב ובאירופה, בעלי כושר ייצור כולל של כ- 700 א' טון, וכן ע"י מספר יצרנים סינים, בעלי כושר ייצור כולל של כ- 800 א' טון.

להערכת החברה, קיימים פערים באיכות חומצת הלימון המיוצרת בארה"ב ובאירופה לעומת זאת המיוצרת בסין, הבאים לידי ביטוי בפערים משמעותיים במחיר. כתוצאה מהתחרות החריפה מול היצור הסיני, נסגרו בשנים 2003-2006 ע"י חברות אמריקאיות ואירופאיות מובילות, מפעלים המייצרים חומצת לימון בעלי כושר ייצור של עשרות אלפי טונות. שוק חומצת הלימון מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים, הבאים לידי ביטוי בעיקר בידע וניסיון, וכן בהשקעות הוניות גבוהות במתקני ייצור. יש לציין כי כתוצאה מסגירת המפעלים כאמור, חלה התייצבות מסוימת במחירי חומצת הלימון, וזאת לאחר תקופה ארוכה של ירידת מחירים.

בנוסף להשפעת תנודתיות מחירי הסוכר (המהווים חו"ג בתעשיית חומצת הלימון), נתונה התעשייה להשפעת מחירי האנרגיה, זאת עקב תהליך הייצור, הכולל תהליכים עתירי אנרגיה (לשם המחשה- כ- 27% מהעלויות המשתנות של גדות ביוכימיה הינן בגין צריכת אנרגיה).

בשנתיים האחרונות חלה צמיחה בשוק חומצת הלימון ומלחי חומצת הלימון העולמי, הנובעת מעלייה ברמת החיים בעולם ובפרט במזרח אסיה. הגידול בביקוש לחומצת לימון נובע בעיקר מגידול בשווקים הסופיים כגון משקאות אנרגיה, משקאות תה (Ready to Drink Teas) ומשקאות על בסיס מים מינרליים. הצריכה העולמית של חומצת לימון מוערכת בכ- 1.4 מיליון טון בשנה, בעוד שכושר הייצור של חומצת לימון עומד על 1.6 מ' טון בשנה. שוק חומצת הלימון העולמי התאפיין בשנים האחרונות בעודף היצע, אשר נמצא במגמת צמצום, עד לפער של כ- 11.5% ב- 2007 גם עקב צמיחת הביקוש מחד וסגירת מפעלים שגרמו לצמצום היצע מאידך (כפי שצויין לעיל). עודף ההיצע יוצר לאורך זמן את שחיקת המחירים שצוינה לעיל.

ניתוח הסיכון העסקי

להערכת מעלות, רמת הסיכון העסקי של החברה נמוכה מהממוצע. הגורמים המשפיעים לחיוב על מיצובה העסקי של החברה הם: החזקה בנתחי שוק משמעותיים בשוק העולמי, בעיקר בתחום הפרוקטוזה; פיזור לקוחות רחב; לקוחות החברה הם חברות בינלאומיות בעלות איתנות פיננסית; ניצול סינרגיות בין תחומי הפעילות הבא לידי ביטוי ברכש חו"ג, וכן באפשרות למכור ללקוחות מוצרים משני תחומי הפעילות; גורמים אלה מתקזזים בחלקם עם הגורמים הבאים: חשיפה לשינויים בשע"ח; חשיפה לתביעות ביחס לנושא איכות הסביבה; ריחוק פיזי משוקי היעד; תלות בחברת בז"ן באספקת קיטור; היות החברה שחקן קטן בשוק הגלובלי בתחום חומצת הלימון; נחיתות תחרותית ביעילות ייצור חומצת הלימון הגורם לה לשחיקת רווחיות ואיתור מקורות ייצור חלופיים (הקמת מפעל בסין); סיום ההתקשרות עם לקוח עיקרי בתחום הפרוקטוזה, שהיווה בשנים האחרונות כ- 20% מסך מכירות החברה (לדברי החברה, החשיפה בגין סיום ההסכם נמוכה, וזאת מאחר והיא תוכל למכור את הכמויות הנמכרות היום ללקוח זה, ללקוחות בשוק ממתיקי הפרמיום במחירים גבוהים יותר).

כל מכירות הפרוקטוזה של החברה מתבצעות באירופה, בה כאמור חל משטר הסוכר. בתחום הפרוקטוזה לחברה מוצר אחד- פרוקטוזה גבישית, והיא משווקת אותו כח"ג בייצור תחליף סוכר וכממתיק פרמיום. להערכת החברה, חלקה בשוק הפרוקטוזה העולמי עומד על כ- 9%-8% ובשוק הפרוקטוזה האירופאי על כ- 24%. כושר הייצור של החברה עומד על כ- 30 א' טון פרוקטוזה בשנה, והיא מנצלת בפועל 100% מכושר הייצור. לנוכח עודפי הביקוש בשוק הפרוקטוזה הגבישית בכוונת החברה להשקיע כ- 6 מ' \$ בהרחבת מתקן הייצור, כך שכושר הייצור של החברה יעמוד על 35 א' טון פרוקטוזה בשנה.

לחברה הסכם עם קבוצת Roquette Freres⁷, אשר הסתיים בספטמבר 2007. כחלק מההסכם, מספקת גדות ביוכימיה לרוקט פרוקטוזה גבישית בהיקף של כ- 15 א' טון בשנה, המהווים כ- 20% מהכנסות החברה בשנים האחרונות. עקב סיום ההסכם עם רוקט, החברה פועלת לאיתור לקוחות חדשים בעיקר בשוק ממתיקי הפרמיום, להם תמכור את כמויות הפרוקטוזה הגבישית הנמכרות כיום לרוקט. להערכת החברה, למרות היותה של רוקט לקוח מהותי, סיום ההסכם עמה ייטיב עם החברה, וזאת מאחר והיא תוכל למכור את הכמויות הנמכרות היום לרוקט ללקוחות בשוק ממתיקי הפרמיום במחירים גבוהים יותר.

להערכת החברה, חלקה בשוק מלחי חומצת הלימון (המהווים כ- 38% ממכירות החברה) בשנים 2005-2006 עמד על כ- 11%, ולהערכתה היא תפסה את המקום הראשון בעולם מבחינת נתח השוק. כמו כן, החברה היא אחת מארבעת היצרנים הגדולים של מלחי חומצת לימון מיוחדים המשווקים לארה"ב. גדות ביוכימיה היא יצרנית חומצת הלימון היחידה בארץ, ולהערכתה היא מחזיקה בנתח שוק של כ- 25%-30%. יתרונותיה של החברה בשוק בארץ, מול היבוא הסיני הזול יותר, באים לידי ביטוי בזמינות עבור לקוחות מקומיים, וביכולת לייצר חומצת לימון כשרה לפסח.

להלן פירוט המוצרים אותם מייצרת החברה בתחום חומצת הלימון: **חומצת לימון גבישית טהורה**- מיוצרת ע"י החברה באמצעות התססת תמיסת סוכר לבן עשירה בגלוקוז, המגיעה כתוצר לוואי מהמתקן לייצור פרוקטוזה. חומצת הלימון משמשת הן כמוצר סופי, והן כח"ג לייצור מלחי חומצת לימון (פירוט להלן). **מלחי חומצת לימון פשוטים**- המוצר העיקרי בקטגוריה זו הוא ה- Tri Sodium Citrate (TSC) המיוצר בטכנולוגיה ייחודית שפותחה בחברה. **מלחי חומצת לימון מיוחדים**- מיועדים להעשרת מזון ולייצור תמציות תוספי מזון הנמכרים "מעבר לדלפק" בחנויות טבע וויטמינים.

כושר הייצור המקסימאלי של החברה בתחום חומצת הלימון ומלחיה עומד על כ- 30 א' טון חומצת לימון גולמית בשנה, והיא מנצלת קרוב ל- 100% ממנו. מתוך הכמות השנתית המיוצרת, כ- 10 א' טון מיועד לייצור חומצת לימון גבישית טהורה, והיתר לייצור מלחי חומצת לימון. לחברה קיימת גמישות בשימוש בחומצת הלימון הגולמית, וביכולתה להפנות אותה לכל אחד מאפיקי הייצור, בהתאם לתנאי השוק ואילוצי ייצור.

⁷ Roquette Freres - חברה צרפתית אשר להערכת S&P מהווה את היצרן השני בגודלו באירופה בתחום הממתיקים המלאכותיים.

רכישת PharmLine Holding Corp.

במאי 2007 רכשה גדות ביוכימיה, באמצעות חברת בת בבעלות מלאה, 85% ממניות החברה האמריקאית PharmLine Holding Corp., חברה פרטית הפועלת בצפון אמריקה ועוסקת בייצור ושיווק של חו"ג יבשים לתעשיית תוספי התזונה (Dietary Supplement). הרכישה בוצעה בתמורה לכ- 11.3 מ' \$, והיא מומנה באמצעות הלוואה בנקאית. בשנים 2005-2006 הציגה PharmLine רווח תפעולי בשיעור של כ- 2.5%. להערכת החברה מוצריה של PharmLine הינם מוצרים משלימים למוצריה של החברה.

פעילות בסין

במרץ 2007 חתמה החברה על הסכם עם שותף סיני אשר בבעלותו מפעל ישן לייצור חומצת לימון, להקמת חברה בסין לבנייה והפעלה של מפעל לייצור חומצת לימון ומלחי חומצת לימון. החברה המשותפת תוחזק ע"י גדות ביוכימיה בשיעור של 51% וע"י השותף הסיני בשיעור של 49%. בדוח הצעת המדף עדכנה החברה כי היא מצויה במו"מ עם השותף הסיני להגדלת חלקה במיזם המשותף עד ל 70% בכפוף להסכמת הרשויות הרלבנטיות.

במועד כתיבת דוח הדירוג הראשוני בספטמבר 2007 נאמדה ההשקעה הכוללת הצפויה בהקמת המפעל והרצתו בכ- 30 מ' \$, מזה 12 מ' \$ ימומן באמצעות הון עצמי (חלקה של גדות ביוכימיה כ- 6.1 מ' \$), והיתר (כ- 18 מ' דולר) ימומן ע"י בנקים בסין. התפוקה השנתית של המפעל המשותף צפויה לעמוד על כ- 60 א' טון בשנה של חומצת לימון ומלחי חומצת לימון, והוא צפוי להחליף את ייצור חומצת הלימון בארץ. כמו כן, צפתה החברה כי הקמת המפעל צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2008.

בדוח הצעת המדף עדכנה החברה כי סך ההשקעה הכוללת במפעל תעלה לכ 40 מ' דולר מזה כ 17 מ' דולר בהון עצמי וכ 23 מ' דולר בהלוואות בנקאיות. החברה עדכנה כי הקמת המפעל צפויה להסתיים רק בתום הרבעון הרביעי של 2008.

מעלות בחנה את השינוי המתואר בתוכנית ההשקעה המתבטא בדחיית הפעלת המפעל בסין ובגידול בהשקעה בו הן בחוב והן בהון עצמי על יכולת כיסוי החוב של החברה. לדברי הנהלת החברה, קצב ההשקעות והרכישות החדשות בתקופת הקמת המפעל בסין יותאם על מנת לעמוד ביחסי כיסוי סבירים כפי שהתוותה החברה במדיניותה הפיננסית המצוינת בפתיח לדו"ח דירוג זה.

הקמת מפעל לייבוי סוכר

במהלך שנת 2006 חתמה גדות ביוכימיה על הסכם עם חברת T&L, על פיו תוקם חברה משותפת- חברה טייט אנד לייל גדות ייצור בע"מ (להלן: "טלגם"), שתוחזק ע"י גדות ביוכימיה (35%) ו-T&L (65%). טלגם תעסוק בייבוי סוכר. העלות הכוללת של הקמת המפעל הוערכה ע"י הצדדים בכ- 18 מ' \$, מזה כ- 16.8 מ' \$ ימומן באמצעות הלוואה וערבוביות בנקאיות שיועמדו ע"י HSBC. ההסכם כולל סעיף לפיו במידה ועלות הקמת המפעל תעלה על 18 מ' \$, תישא רק T&L במימון עודף העלות, מבלי לדלל את חלקה של גדות ביוכימיה בטלגם. נכון למועד התשקיף מעריכה T&L את עלות הקמת המפעל בכ- 25 מ' \$. עד כה השקיעה גדות ביוכימיה בטלגם כ- 2.3 מ' \$, באמצעות הלוואות בעלים.

טלגם אמורה לספק את תצרוכת הסוכר של החברה, חלף יבוא סוכר מהשוק האירופי, ולהקטין את חשיפת החברה לתנודתיות במחירי הסוכר. להערכת החברה, עלות רכישת הסוכר ממפעלה של טלגם צפויה להיות נמוכה בשיעור של 10%-15%, לעומת עלות הסוכר הלבן כיום. מפעלה של טלגם צפוי להתחיל לפעול במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2007.

להערכת מעלות, החברה נהנית מהנהלה מנוסה ואיכותית, כפי שבאה לידי ביטוי במהלכים שביצעה החברה בשנים האחרונות, הכוללים, בין היתר, את הכניסה לתחום הפרוקטוזה בשיתוף עם קבוצת רוקט; הקמת המיזם לעיבוד סוכר בשיתוף עם חברת T&L והפניית ייצור חומצת הלימון לסיין.

להלן נקודות עיקריות באסטרטגיה של החברה:

- הגדלת משקל הפרוקטוזה ומלחי חומצת הלימון המיוחדים בהכנסות החברה המאופיינים בתרומה גבוהה לרווחיות אל מול חומצת הלימון.
- הרחבת הפעילות בחו"ל באמצעות רכישת חברות או פעילויות בתחומים סינרגטיים לתחומי הפעילות של החברה.
- הרחבת הפעילות בחו"ל בתחום הפרוקטוזה המיוצרת ע"י החברה מחו"ג שלא בוצעה בהם הנדסה גנטית.
- פיתוח טכנולוגיה לשימוש בחומרים תחליפיים לסוכר כחו"ג.
- העברת ייצור חומצת לימון לסיין וניצול היתרון היחסי הגלום בייצור שם.

החברה הינה צד להליכים משפטיים הקשורים בזיהום נחל הקישון, שהיקפם עשוי להגיע למאות מיליוני ש"ח. בהתאם להערכת יועציה המשפטיים, החברה לא ביצעה הפרשה בדוחותיה הכספיים בגין התביעות הנ"ל, וזאת עקב הקושי להעריך את הסיכון בתביעות אלה. בחלק מן התביעות נתבעת גדות ביוכימיה כצד ג' ע"י בז"ן וחברת גדיב תעשיות פטרוכימיה בע"מ (להלן: "גדיב" - חברה בת של בז"ן אשר הוחזקה בעבר ע"י החברה), בהתבסס על חוזה שנחתם ב-1994, בו קיבלה על עצמה גדות ביוכימיה אחריות לתביעות שתוגשנה נגד בז"ן וגדיב, בגין פעולות שביצעה החברה ו/או גדיב לפני 31/01/1994.

יש לציין כי כל התביעות שהוגשו כנגד החברה הינן בגין פעולות שנעשו בעבר, וכי כיום כל השפכים המוזרמים ע"י החברה הינם שפכים מטוהרים, העומדים בתקני איכות הסביבה הרלוונטיים. יצוין כי הדירוג הנוכחי אינו כולל הערכת נזקים שעלולה להיגרם לחברה באם תימצא אחראית בגין תביעות אלה. במידה ויחול אירוע כזה, מעלות תבחן מחדש את הדירוג שניתן לחברה.

ניתוח פיננסי

להערכת מעלות שיעורי הרווחיות של החברה גבוהים מעט מהממוצע לאורך השנים. יחד עם זאת, החברה הציגה במחצית הראשונה של שנת 2007 ובשנת 2006 שחיקה בשיעורי הרווחיות ובהכנסות. הכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2007 הסתכמו בסך של כ- 187.3 מ' ש"ח, בהשוואה לכ- 199.1 מ' ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי ההכנסות במחצית הראשונה של שנת 2007 כוללות הכרה בהכנסות נדחות בהיקף של כ- 15.5 מ' ש"ח. בנטרול ההכנסות הנדחות, הסתכמו הכנסות החברה במחצית הראשונה של 2007 בכ- 171.8 מ' ש"ח. הקיטון בהכנסות החברה במחצית הראשונה של 2007 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, נובע בעיקר מקיטון במכירת חומצת לימון ללקוחות המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים. הכנסות החברה בשנת 2006 הסתכמו בכ- 366.2 מ' ש"ח, בהשוואה לכ- 375.3 מ' ש"ח בשנת 2005. הקיטון בהכנסות ב- 2006 נובע בעיקר מהפסקה בייצור, כתוצאה מתקלה בבז"ן, אשר כאמור לעיל מספקת לחברה קיטור. כמו כן, חלק מן השחיקה בהכנסות ב- 2006 מיוחס לשינויים בשע"ח של הדולר מול השקל.

הרווח התפעולי של החברה במחצית הראשונה של שנת 2007 הסתכם בכ- 16.8 מ' ש"ח, והוא היווה כ- 9% מהמכירות, בהשוואה לרווח תפעולי בסך של כ- 37 מ' ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, אשר היווה כ- 18.6% מהמכירות. בנטרול ההכנסות הנדחות שהוכרו במחצית הראשונה של שנת 2007, סיימה החברה את התקופה ברווח תפעולי בסך של כ- 1.3 מ' ש"ח. הקיטון ברווח התפעולי במחצית הראשונה של שנת 2007 נובע בעיקר מעלייה במחירי הסוכר והאנרגיה. בשנת 2006 הציגה החברה רווח תפעולי בסך של כ- 54.9 מ' ש"ח (כ- 15% מהמכירות) בהשוואה לרווח תפעולי בסך של כ- 68.6 מ' ש"ח בשנת 2005 (כ- 18.3% מהמכירות). עיקר השחיקה בשיעורי הרווחיות בשנת 2006 נובעת מעלייה במחירי חו"ג (סוכר ואנרגיה). הרווח הנקי של החברה הסתכם במחצית הראשונה של שנת 2007 בכ- 10.8 מ' ש"ח (5.8% מהמכירות), בהשוואה לסך של כ- 22.9 מ' ש"ח (11.5% מהמכירות) בתקופה המקבילה אשתקד. הרווח הנקי בשנת 2006 הסתכם בסך של כ- 31.8 מ' ש"ח (8.7% מהמכירות) לעומת רווח נקי בסך של כ- 46.8 מ' ש"ח ב- 2005 (כ- 12.5% מהמכירות).

נכון למועד הצעת המדף צופה החברה כי בשל גידול ניכר בעלויות המימון כתוצאה מירידת שער החליפין של הדולר ומעליית מדד המחירים לצרכן, צפויה החברה לעבור ברבעון השלישי של שנת 2007 מרווח של מיליוני ₪ בודדים להפסד של מיליוני ₪ בודדים.

להערכת מעלות, איתנותה הפיננסית של החברה טובה מעט מהממוצע. נכון ליום 30.06.2007 עמד יחס החוב, נטו, ל-CAP, נטו, של החברה על 38.1%, בהשוואה ל- 21.7% ב- 31.12.2006 ובהשוואה ל- 38.5% ב- 31.12.2005. הגידול בשיעורי המינוף של החברה במחצית הראשונה של 2007 נובע מאיחוד לראשונה של חברת PharmLine. השיפור בשיעורי המינוף של החברה ב- 2006 נובע בעיקר מפירעון שוטף של הלוואות לז"א, וכן מגידול בהון העצמי, הנובע מהרווח הנקי בניכוי דיבידנד שחולק. יש לציין כי לחברה אין מדיניות דיבידנד קבועה. עם זאת, החברה חילקה בשנים 2006 ו- 2005 דיבידנד בהיקף של 20 מ' ש"ח ו- 35 מ' ש"ח בהתאמה. **הדירוג מתבסס, בין היתר, על כוונת החברה לשמור על שיעורי מינוף (חוב, נטו, ל- CAP, נטו) שלא יעלו על 55%.**

להערכת מעלות, נזילותה של החברה ונגישותה למקורות מימון טובות מהממוצע. היותה של החברה חברה ציבורית, והחזקתה בנכסים לא משועבדים משפיעים לחיוב על נגישות החברה למקורות מימון. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי

פנויות בהיקף של כ- 25.6 מ' \$ (נכון ליולי 2007). מנגד, השתייכות החברה לקבוצת דלק עשוי לפגוע בנגישותה למערכת הבנקאית בישראל, בשל מגבלת "לווה בודד" ומגבלת "קבוצת לוויים". הדירוג מתבסס, בין היתר, על כוונת החברה לשמור על נכסים נקיים משעבוד (רכוש קבוע) בהיקף של לפחות 60% מסך הרכוש הקבוע של החברה.

להערכת מעלות, יחסי כיסוי החוב שמציגה החברה במחצית הראשונה של שנת 2007 ובשנים 2004-2006 טובים מהממוצע. יחס החוב, נטו, ל- EBITDA עמד במחצית הראשונה של 2007 על 3.3 בהשוואה ל- 1.1 בתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי יחס כיסוי החוב במחצית הראשונה של 2007 כולל את איחוד החוב הפיננסי של חברת PharmLine, אך אינו כולל את איחוד התזרימים הנובעים מ- PharmLine⁸. יחס החוב, נטו, ל- EBITDA עמד בשנים 2006 ו- 2005 על 1.6 ו- 2 בהתאמה. יחד עם זאת, בתרחיש פרופורמה שערכה מעלות, הכולל את הגדלת החוב הפיננסי של החברה בעקבות הנפקת האג"ח, צפוי יחס החוב, נטו, ל- EBITDA לעמוד על 4. יש לציין כי יחסי כיסוי החוב בתרחיש הפרופורמה מביאים בחשבון את הגדלת החוב כאמור, ואינם לוקחים בחשבון את התזרימים הנוסף הצפוי בגין רכישות חדשות והשקעות שיבוצעו. הדירוג מתבסס, בין היתר, על כוונת החברה לשמור על יחס חוב, נטו, ל- EBITDA שלא יעלה על כ- 4 בטווח המייד, ושלא יעלה על 3.5 בטווח הזמן הבינוני.

מעלות בחנה תחזית תזרים מזומנים מאוחדת של החברה הכוללת הנחות מעודכנות בדבר גובה ההשקעה במפעל החדש בסין בהיקף של 40 מ' דולר ודחיה בתחילת הפעלת המפעל. גם על פי תרחישים אלה עומדת החברה ביחסים הפיננסיים אותם התוותה במדיניותה הפיננסית המתוארת בפתיח לדוח הדירוג.

תחזית דירוג: יציבה (Outlook: Stable)

התחזית היציבה לדירוג החברה מסתמכת על מיצובה העסקי הגבוה של החברה; רכישת פעילויות חדשות שהינן משלימות לתחומי הפעילות הקיימים; שמירה על ההתניות הפיננסיות שפורטו לעיל (יחס חוב, נטו, ל- EBITDA, עד לרמה של 3.5, חוב, נטו ל- CAP בשיעור של 55%, שמירה על נכסים לא משועבדים); הטמעה מוצלחת של הפעילויות החדשות בארה"ב ובעיקר בסין. מנגד, מימוש של תביעות העומדות נגד החברה בגין הזיהום בנחל הקישון, בסכומים מהותיים לחברה, עשוי להשפיע לשלילה על דירוג האג"ח.

להלן תמצית נתונים פיננסיים⁹ של גדות ביוכימיה (א' ש"ח):

2004	2005	2006	1-6/2006	1-6/2007	
הכנסות					
343,404	375,267	366,194	199,149	187,312	הכנסות
24.2%	9.3%	-2.4%	N.A	-5.9%	שיעור שינוי
111,011	117,143	110,869	66,430	40,470	רווח גולמי
32.3%	31.2%	30.3%	33.4%	21.6%	% רווח גולמי
66,960	68,649	54,934	36,993	16,809	רווח תפעולי

⁸ מאחר ורכישת PharmLine בוצעה לקראת תום המחצית הראשונה של 2007, החברה איחד בדוחותיה הכספיים רק את נתוני המאזן של PharmLine ולא איחדה את דוח הרווח והפסד.

⁹ הנתונים הינם על בסיס דוחות כספיים סקורים למחצית הראשונה של 2007 ועל בסיס דוחות מבוקרים לשנים 2004-2006. הדוחות סוקרו/בוקרו ע"י משרד רו"ח קוסט פורר גבאי את קסירר.

19.5%	18.3%	15.0%	18.6%	9.0%	% רווח תפעולי
7,210	6,647	8,946	5,047	701	הוצאות מימון
85,959	46,783	31,822	22,856	10,838	רווח נקי
25.0%	12.5%	8.7%	11.5%	5.8%	% רווח נקי
23.3%	22.2%	19.0%	22.1%	13.2%	Ebitda להכנסות
איתנות					
414,763	451,153	450,984	460,407	550,164	סך מאזן
193,721	221,601	255,206	246,062	267,804	הון עצמי (כולל זכויות המיעוט)
46.7%	49.1%	56.6%	53.4%	48.7%	הון עצמי למאזן
151,421	163,107	113,002	126,626	187,119	חוב פיננסי
36.5%	36.2%	25.1%	27.5%	34.0%	חוב למאזן
43.9%	42.4%	30.7%	34.0%	41.1%	חוב ל-CAP
43.2%	38.5%	21.7%	27.6%	38.1%	חוב ל-CAP, נטו
נזילות					
4,238	24,601	42,282	32,603	22,218	תיק נזיל
1.0%	5.5%	9.4%	7.1%	4.0%	תיק נזיל למאזן
(20,940)	74,489	86,590	97,215	37,501	הון חוזר
0.86	1.83	2.19	2.21	1.23	יחס שוטף
54	59.5	50.5	61.5	83	ימי לקוחות
70.7	50.8	57.5	68	82.3	ימי ספקים
תזרים ויחסי כסוי					
80,183	83,217	69,743	43,991	24,707	Ebitda
1.9	2.0	1.6	1.4	3.8	חוב ל-Ebitda
11.1	12.5	7.8	8.7	35.2	Ebitda למימון
67,638	53,846	81,384	46,121	(17)	תזרים שוטף
71,751	82,282	58,386	39,358	24,022	FFO
11	13.4	7.5	8.8	35.3	(מימון+FFO) למימון
2.1	2	1.9	1.6	3.9	חוב ל-FFO