



# טמפו משקאות בע"מ

דוח מעקב שנתי | מאי 2011

**מחבר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[Elads@midroog.co.il](mailto:Elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## טמפו משקאות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה א') שהנפיקה טמפו משקאות בע"מ ("טמפו" או "החברה").

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנת פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 31/12/2010	ערך נקוב (מיליוני ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2010-2020	119.6	120.0	-	5.55%	03/2010	1118306	א'

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

לחברה פרופיל עסקי חזק ויציב, הנובע מסל מותגים חזקים, הפזורים על פני מספר תחומי פעילות: משקאות קלים, בירות ויין; לחברה נתחי שוק גבוהים בקטגוריות הליבה וערוצי שיווק והפצה מגוונים; הפרופיל העסקי מתבטא ברווחיות ובתזרים התפעולי החזק; בשנים האחרונות הציגה החברה צמיחה ניכרת בהכנסות וברווח על רקע מהלכים אסטרטגיים להרחבת סל המוצרים בתחום היין ומשקאות האנרגיה. בשנת 2011 חיזקה החברה את פעילותה בתחום המשקאות החריפים עם קבלת הזיכיון למותגי פרנו-ריקארד, כאשר מהלך זה צפוי לתרום לצמיחה בהכנסות על בסיס מערך ההפצה הקיים ולשיפור הרווחיות; הפעילות בתחום המשקאות הקלים מציגה צמיחה מתונה ומאופיינת בתחרות חזקה ובגמישות מחיר נמוכה. תחום האלכוהול, התורם את מרבית הרווח התפעולי, מאופיין ברווחיות גבוהה; לטמפו רמת מינוף גבוהה, פועל יוצא של צורכי השקעה גבוהים בהון חוזר וברכוש קבוע. יחסי הכיסוי של החברה טובים לרמת הדירוג ונובעים מחוזק התזרים התפעולי; התזרים החופשי מושפע לשלילה מצורכי ההשקעה הגבוהים ומדיניות דיבידנד עקבית, אם כי מוגבלת במידה; החברה מצויה בעיצומה של תוכנית השקעות בהיקף משמעותי שתכליתה לשפר את היעילות התפעולית והרווחיות לאורך זמן. התוכנית צפויה להסתיים במהלך שנת 2012; הצבת אופק דירוג יציב נתמכת בצפי להמשך צמיחה של מחזור המכירות ושמירה על רמת רווחיות דומה. כמו כן, לחברה נזילות סבירה, הנסמכת בעיקר על יכולת ייצור המזומנים ועל מסגרות אשראי בהיקף גבוה, אם כי אינן חתומות.

### טמפו (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - במיליוני ₪ :

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	
666	689	771	808	814	985	הכנסות
(12)	17	32	46	50	76	רווח תפעולי
(44)	(8)	6	24	30	48	רווח נקי
	3.4%	11.9%	4.8%	0.8%	21.0%	% שינוי במכירות
(1.7%)	2.4%	4.2%	5.8%	6.2%	7.7%	% רווח תפעולי
547	500	548	573	754	873	סך נכסים במאזן
282	236	223	221	347	411	חוב פיננסי ברוטו
103	95	112	135	185	216	הון עצמי
36	62	79	95	112	137	EBITDA
16	36	51	67	74	110	FFO
(75)	(18)	(29)	(47)	(52)	(81)	CapEx
(75)	25	30	28	17	3	תזרים חופשי - FCF
7.7	4.0	3.2	2.7	3.4	3.4	חוב פיננסי ל-EBITDA*
16.6	6.9	5.0	3.8	5.1	4.2	חוב פיננסי ל-FFO*

\* יחסי הכיסוי מותאמים להיוון דמי חכירה

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### פרופיל עסקי יציב המבוסס על מגוון מותגים ונתחי שוק מובילים בקטגוריות משקה שונות

לטמפו מעמד דומיננטי בישראל בשוק הבירה, היין והמשקאות האלכוהוליים, המתבטא בהיותה מונופול בייצור ושיווק בירה, בנתחי שוק מהותיים, בבעלות על מותגים ותיקים וחזקים ובפריסה רחבה על פני ערוצי הפצה. טמפו הינה אחת המובילות גם בתחום המשקאות הקלים בישראל. החברה עוסקת ביבוא ושיווק משקאות מוגזים מתוצרת "פפסיקו", בייצור מיצים, בשיווק מים מינרלים ומשקאות אנרגיה.

לחברה כ-11,000 לקוחות בכל רחבי הארץ, כאשר חלק המכירות לשוק החם (רשתות שיווק ומכולות) מסך המחזור הינו כ-65% בממוצע. אחוז המכירה לרשתות השיווק הגדולות הינו בממוצע כ-14% מסך המחזור השנתי. יתר המכירות הינן לשוק הקר (מלונות, פאבים קיוסקים וכו'). כמו כן, כ-3% מסך המחזור בשנת 2010 ללקוחות בחו"ל.

נכון לשנת 2010, חלק המשקאות הקלים מסך המחזור השנתי עמד על כ-48% (כולל מכירות המותג XL). לעומת זאת, תרומת המגזר לרווח התפעולי לתקופה זו הינה כ-16% בלבד. חלקו הגדול של הרווח התפעולי נובע מתחום הבירות והיין, בין היתר, באמצעות הפעילות ביקבי ברקן.

החברה חתמה בשנת 2010 על הסכם עם חברת פרנו ריקארד לשיווק, מכירה והפצה בלעדיים בישראל של המשקאות האלכוהוליים, המיוצרים ומשווקים על ידי חברות מקבוצת פרנו ריקארד. בין המותגים: וודקה אבסולוט, ומותגי ויסקי: ג'יימסון, שיבאס ובלנטיינס. על פי הערכות החברה, מחזור המכירות השנתי הכולל הצפוי לחברה מפעילות המכירה וההפצה של מוצרי פרנו ריקארד, עשוי להסתכם בלמעלה מ-100 מיליון ₪.

חלק ניכר מהצמיחה בהכנסות החברה בשנת 2010 נבע ממכירות המותג XL. להערכת מידרוג תחום משקאות האנרגיה מאופיין בתחרות גבוהה עם מגמה מתמשכת של ירידה במחירי המכירה ולאורך זמן זהו שוק פחות יציב משוק המשקאות הקלים. הצמיחה בשנת 2010 במגזר המשקאות הקלים (בנטרול מכירות XL) הייתה נמוכה והיא תואמת את המגמה העולמית של סטגנציה במגזר המוגזים. בשנת 2010 חלה צמיחה חזקה גם בתחום הבירות (גידול של כ-9%) והיין (כ-12% צמיחה בברקן) על רקע עלייה במחירי המכירה וגידול בביקושים על רקע הצמיחה במשק. להערכת מידרוג, הצמיחה הפרמננטית בתחום הינה מתונה.

שיפור הרווחיות הגולמית והתפעולית בשנת 2010 נבע מהגידול בהכנסות, הצמיחה בתחום האלכוהול והיחלשות הדולר והאירו מול השקל.

לחברה תלות בפפסיקו כבעלת מותגי פפסי וספקית התמציות לחברה. לקבוצת טמפו הסכם זיכיון בלעדי לייצור ושיווק מותגי פפסי מזה שנים ארוכות. ההסכם מתחדש מדי שנה באופן אוטומטי.

### סיכון ענפי מתון

ענף המשקאות הקלים מאופיין בביקושים יציבים וצמיחה נמוכה, השפעה מתמשכת של מגמות בריאותיות ותחרות גבוהה מול חברות ומותגים חזקים ומבוססים. גמישות המחיר בענף הינה נמוכה, חרף המיתוג הגבוה, נוכח תחרות חריפה בין מעט מתחרים חזקים. בתחום זה החברה מתמודדת בעיקר מול החברה המרכזית למשקאות (המהווה מתחרה חזקה גם בתחום הבירות) ויפאורה תבורי. נתח השוק של טמפו במגזר המשקאות הקלים עלה מכ-11% בשנת 2009 לכ-12.6% בשנת 2010.

ענף המשקאות האלכוהוליים פחות תחרותי ומאופיין ברווחיות גבוהה יותר, אך גם ברגולציה בתחום המיסוי והגבלות על מכירה. החברה פועלת בתחום מותגי הפרימיום אשר חשוף יותר למחזוריות הכלכלית.

### צורכי השקעה גבוהים בהון חוזר וברכוש קבוע נוגסים מהתזרים התפעולי החזק

לצד היתרונות של תזרים תפעולי חזק לאורך השנים, לחברה צורכי הון חוזר גבוהים יחסית, בממוצע כ-28% מסך המחזור, אשר מושפעים, בין היתר, מפעילות בתחום היינות ביקבי ברקן, המאופיינת בימי מלאי גבוהים נוכח תהליך הייצור הארוך. בנוסף, השקעות כבדות ברכוש קבוע, הכוללות קניית מותגים וזיכיונות והשקעות במבנים ובקווי ייצור, מקטינות את התזרים הפנוי באופן מהותי.

עד לשנת 2010 הושפע התזרים לטובה מתשלומי מס נמוכים על רקע הפסדים צבורים גבוהים בקבוצה. החל משנת 2010 חזרה הקבוצה לשלם מס ולכך צפויה השפעה שלילית על התזרים השוטף והחופשי.

בשנים 2011-2012 צפויה טמפו לבצע השקעות בהיקף של כ-120 מיליון ₪, אשר ימומנו בעיקר מאשראי בנקאי, זאת לאחר שתמורת גיוס שימשה את החברה לצמצום האשראי הבנקאי בשנת 2010. כמו כן, בשנת 2011 אנו צופים גידול נוסף בהון החוזר על רקע זיכיון פרנו- ריקארד.

על רקע השקעות אלו אנו צופים תזרים חופשי שלילי בשנה-שנתיים הקרובות.

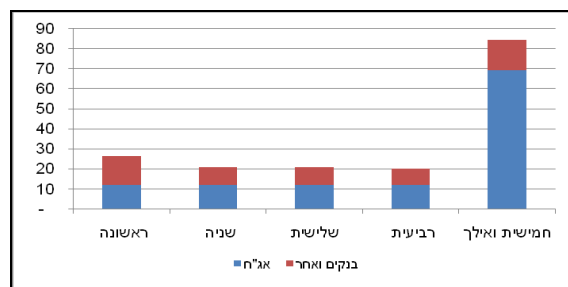
### רמת מינוף גבוהה יחסית

לחברה חוב פיננסי גבוה יחסית, עם יחס חוב פיננסי ל-Cap של כ-65% והון למאזן בשיעור של כ-25%. החוב הפיננסי לסוף שנת 2010 עדיין אינו מבטא את מימוש תוכנית ההשקעות ואנו צופים גידול בחוב במהלך שנת 2011 והרעה מסוימת ביחסי הכיסוי, נוכח המשך ביצוע ההשקעות.

### נזילות סבירה המתבססת על יכולת ייצור מזומנים חזקה

לטמפו תזרים שוטף חיובי לאורך שנים, הנגרז מביצועים תפעוליים טובים המשתפרים באופן עקבי. עם זאת, החברה אינה מחזיקה יתרות מזומנים מהותיות ומסתמכת בעיקר על מסגרות אשראי לא חתומות בבנקים השונים. עומס הפירעונות של החברה בשנים הקרובות הינו מתון יחסית.

### טמפו (מאוחד): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך, במיליוני ₪\*



\* לא כולל און קול ואשראי לזמן קצר ביתרה של כ-236 מיליוני ₪ ליום 31.12.2010

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול ניכר בהיקפי הפעילות, המלווה בשיפור יחסי הרווחיות לאורך זמן

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

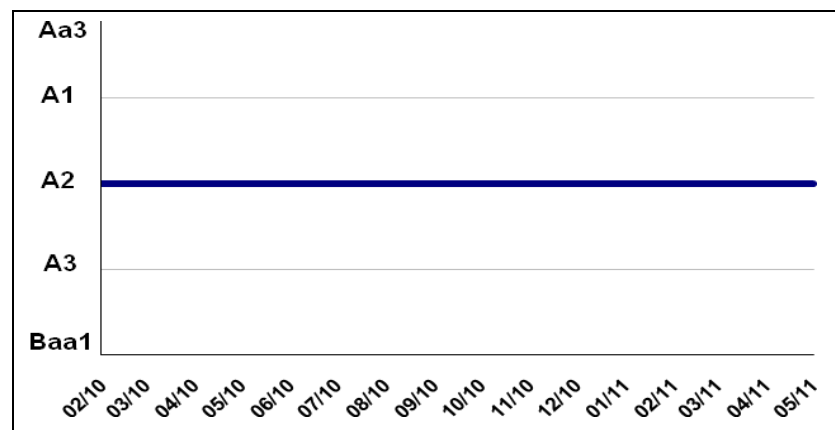
- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA מעל 4.5 שנים
- חלוקת דיבידנד בהיקפים העולים על ציפיות מידרוג, שהינן: עד 12 מיליון ₪ בכל אחת מן השנים 2010-2011, ועד 50% מהרווח הנקי לאחר מכן

## אודות החברה

חברת טמפו משקאות בע"מ הינה חברה פרטית שהוקמה בשנת 2005, העוסקת בייצור, יבוא, שיווק והפצה של מגוון רחב של משקאות, באמצעות חברות בבעלותה המלאה ובאמצעות חברת יקבי ברקן (אחזקה של 83.15% מהון המניות). בין המותגים המובילים של החברה ניתן למנות את פפסי, הייניקן, גולדסטאר, מכבי, ג'אמפ, XL, ברקן, סגל, אקווה נובה וסן בנדטו.

בעלת השליטה בחברה (60% מהון המניות) הינה טמפו תעשיות בירה בע"מ - חברה ציבורית, שבעלי מניותיה העיקריים הם משפחת בר (52.52%) ומשפחת בורנשטיין (34.12%), כאשר יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור באמצעות הבורסה לניירות ערך בת"א. יתרת מניות טמפו (40% מהון המניות) מוחזקות ע"י HEINEKEN INTERNATIONAL B.V. פעילות החברה מיועדת ברובה לשוק המקומי (כ- 97% מסך ההכנסות). החברה מעסיקה כ-1,000 עובדים, המועסקים ברובם במפעל ובמשרדים, הממוקמים באזור התעשייה בנתניה.

## היסטוריית דירוג



**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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.



דו"ח מספר: CIT050511000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה 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](http://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 בייעוץ 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. בו 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.