

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

A2	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לסדרה של אג"ח בסך של עד 45 מיליון ש"ח שתנפיק החברה. גיוס האג"ח לווה בגיוס הון עצמי, באמצעות הנפקת מניות בסך של כ-34 מיליון ש"ח. ערב הגיוס בכוונת החברה לחלק דיבידנד מיוחד מהרווחים הצבורים בסך של כ-23 מיליון ש"ח שימומן מיתרות מזומנים. האג"ח ייפרעו בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2010 (מח"מ של כ-4.5 שנים). גיוס האג"ח נועד בחלקו להחלפת חוב קיים ובחלקו להשקעות חדשות.

פרופיל החברה

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ (להלן: "**החברה**") הינה חברה פרטית העוסקת בייצור, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, לשוק המקומי ולחו"ל. החברה מייצרת מצברים לכלי רכב מסוגים שונים, לרבות רכב פרטי, מסחרי, משאיות, אוטובוסים, ציוד מכני כבד, טנקים וכיו"ב. ככלל, המצברים המיוצרים נחלקים לשלוש קטגוריות המובחנות על פי תקופת האחריות ומחיר: מצברים זולים יחסית, מצברים יקרים ומצברים במחיר בינוני ובאיכות טובה, המהווים את מרבית המצברים המיוצרים ונמכרים על ידה. מרבית מכירות החברה הן לשוק המקומי כ-88% מהמכירות בשנת 2006 (92% בשנת 2005). בשנה האחרונה הגדילה החברה באופן משמעותי את המכירות לייצוא. שנפ הינה החברה הגדולה בישראל בתחום הייצור והשיווק של מצברים עם נתח שוק מוערך של כ-44% ממכירות המצברים בישראל. המתחרה השנייה בגודלה הינה וולקן תעשיות רכב בע"מ ("**וולקן**") המחזיקה בנתח שוק של כ-30%. יתר השחקנים בשוק הם בעיקר יבואנים.

פעילות הייצור של שנפ נעשית במפעל שנפ באזור התעשייה הצפוני בנתניה. המפעל נמצא על מגרש בשטח של כ-15,000 מ"ר, מתוכם 7,000 מ"ר בבעלות שנפ והיתר שכור כמחסנים. ניצולת הייצור בחברה עומדת על כ-70% מכושר הייצור המרבי במתקנים הקיימים. מתקני החברה פועלים בדרך כלל בשתי משמרות ביממה. בסוף שנת 2006 העסיקה החברה כ-133 עובדים, מהם 85 עובדי ייצור, 40 עובדי שיווק והיתר עובדי מינהלה והנהלה.

העופרת מהווה מרכיב מרכזי בייצור המצברים ועלותה בשנת 2006 היוותה כ-79% מעלות חומרי הגלם של שנפ וכ-54% מסך עלות המכר. העופרת הינה סחורה עולמית (Commodity) שמחירה נקבע בבורסת המתכות בלונדון, ומושפע מכוחות ביקוש והיצע עולמיים. מחירי העופרת מצויים במגמת עלייה מאז תחילת העשור ומאופיינים בתנודתיות גבוהה יחסית, בעיקר בשנתיים האחרונות. העופרת הינה סחורה במחסור שמצבוריה העולמיים מצויים במגמת ירידה. הצמיחה המואצת במזרח אסיה, ובעיקר בסין הובילה לגידול ניכר בביקושים לעופרת. העלייה במחירי העופרת בשנים האחרונות והתנודתיות הרבה בהם הובילה להזנת הביקושים גם מגורמים ספקולטיביים. מעל למחצית העופרת המשמשת את שנפ הינה עופרת מורכבת הנרכשת בישראל ממחזור מצברים, המתבצע על ידי ספק יחיד בארץ. עופרת זו זולה יותר בהשוואה לעופרת הנקיה הנרכשת בשווקים העולמיים, אם כי מחירה מתואם גם הוא למחיר העולמי. המכירה והשיווק נעשים בעיקר בשיווק ישיר, באמצעות חמישה סניפים הפרוסים בכל רחבי הארץ, שלושה סניפים מרכזיים בבעלות החברה ושניים נוספים בבעלות זכיינים. בנוסף לחברה כ-12 מפיצים הרוכשים ממנה את המצברים ומשווקים אותם בעיקר לקמעונאים. לקוחות החברה כוללים חשמלאי רכב, יבואני רכב (הרוכשים מצברים למוסכים המורשים מטעמם), ארגונים ציבוריים ופרטיים המחזיקים ציי רכב, משרד הביטחון, רשתות שיווק, חברות גרירה וחברות השכרת רכב.

מחברים:

כפיר ארבל

אנליסט

arbelk@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 22.4.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומץ 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.

מרבית המכירות לא נעשות על פי הזמנות מראש, אלא לפי צורכי הלקוחות. החברה שותפה בחברה בשם Battery Distribution Group Limited (BDG) עם מפיק מצברים באירלנד לצורך הפצה של מצברים מתוצרתה ומתוצרת אחרים באנגליה. מכירות החברה לשותפות היוו כ-5% מסך המכירות בשנה החולפת.

שנפ אחראית לתקינותם של המצברים שהיא מוכרת לפרקי זמן הנעים בין 6 ל-25 חודשים, בהתאם לסוג המצבר ולסוג הרכב בו יותקן. שנפ מפרישה בדוחותיה הכספיים סכומים בגין החזרות, כאשר ההפרשה נקבעת על פי ניסיון העבר. שיטות הייצור של שנפ מאפשרות עמידות גבוהה בטעינת יתר וחיי מדף של עד כ-12 חודשים ללא צורך בטעינה נוספת.

שנפ נוסדה בשנת 1951. 50% מההון המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה בה מוחזקים החל מחודש ספטמבר 2001 על ידי ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ¹ (להלן: "ישאל" או "החברה האם"), באמצעות חברה בת בבעלות מלאה ישאל נדל"ן (1994) בע"מ. ישאל מוחזקת בשליטה של קמ"ן אחזקות (קבוצת מנדלסון) בע"מ¹ ("קבוצת קמ"ן"). 50% נוספים מהמניות מוחזקים על ידי חלק מקבוצת המיסדים של שנפ, משפחת רוזנשיין, הפועלים בעצה אחת בקשר לאחזקותיהם במניות שנפ. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין, המכהן בתפקידו מאז שנת 1988 ויו"ר הדירקטוריון הינו מר גיורא ענבר, שהוא גם מנכ"ל קבוצת קמ"ן. בחודש דצמבר 2006 העבירה שנפ שני נכסים שהיו בבעלותה לחברה אחות המוחזקת בבעלות שווה על ידי ישאל ומשפחת רוזנשיין. הנכסים כללו שטח בגודל 1.2 דונם בדרך מנחם בגין בתל אביב (חלק ממתחם חסן ערפה) וכן (באמצעות חברה בת) 0.6% בחברת Mobileye NV שהועברה בסוף שנת 2006 לבעלות חברת האחזקות בקבוצת שנפ. העברת הנכסים נעשתה לפי ערכם בספרים.

שנפ: נתונים כספיים עיקריים, אלפי ש"ח

	2002	2003	2004	2005	2006	
הכנסות נטו	71,040	75,953	74,487	82,005	101,730	
רווח גולמי	25,256	33,108	27,279	29,730	38,281	
EBITDA	9,751	15,129	10,280	13,059	18,843	
רווח נקי	2,781	7,970	3,636	7,348	11,934	
רווח גולמי %	35.6%	43.6%	36.6%	36.3%	37.6%	
EBITDA %	13.7%	19.9%	13.8%	15.9%	18.5%	
רווח נקי %	3.9%	10.5%	4.9%	9%	11.7%	
סך הנכסים	78,167	88,310	79,839	84,339	99,443	
הון עצמי	58,430	60,499	59,151	56,485	62,752	
חוב פיננסי	3,148	5,368	111	9,828	12,590	
הון עצמי/מאזן	74.8%	68.5%	74.1%	67.0%	63.1%	

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

הניהול השוטף של החברה מצוי בידי הבעלים המייסדים, וישאל מעורבת ברמה האסטרטגית בלבד

הבעלות על החברה נחלקת בחלקים שווים בין ישאל לבין חלק מקבוצת המייסדים (משפחת רוזנשיין). ניהול החברה בפועל מתבצע על ידי אורי רוזנשיין שהינו חלק ממשפחת המייסדים. קבוצת קמ"ן אינה עוסקת בניהול שוטף, ומותירה אותו להנהלה המקצועית והוותיקה של החברה. החלפת השליטה בישאל בשנת 2005 לא הובילה לשינויים מבחינה זו. יו"ר הדירקטוריון הינו נציג קמ"ן ולקמן נציג נוסף בדירקטוריון, שניהם מחזיקים במחצית מזכויות ההצבעה. מחצית נוספת מוחזקת בידי נציג משפחת רוזנשיין (המנכ"ל).

¹ חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

שנפ: בעלי תפקידי מפתח

יו"ר דירקטוריון	גיורא ענבר	מנכ"ל קמון אחזקות ויו"ר ישאל. נכנס לתפקיד במועד רכישת ישאל
מנכ"ל וחבר דירקטוריון	אורי רוזנשיין	ותק של 40 שנה בחברה, מנכ"ל מזה 18 שנה
מנהל כספים	יעקב פניגשטיין	ותק של 18 שנה בחברה
מנהל המפעל	אבישי אמיר	ותק של 20 שנה
סמנכ"ל שיווק	דני ברקר	ותק של 47 שנה בחברה
חבר דירקטוריון	ערן סער	מנכ"ל ישאל (ותק של מספר חודשים)

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

בשנים 2001-2006 שילמה החברה לבעלי המניות דיבידנדים בהיקף מצטבר של כ-33 מיליון ש"ח, ששולמו מתוך יתרת הרווח לחלוקה. יתרה הרווח לחלוקה ליום 31.12.2006 - בניכוי דיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך של 23 מיליון ש"ח, עומדת על סך של כ-38.4 מיליון ש"ח ומהווה את מרבית ההון העצמי. בכוונת החברה לחלק הדיבידנד האמור לעיל, בסך של כ-23 מיליון ש"ח, ערב הנפקת ההון והחוב לציבור. תשלום הדיבידנד ימומן מסליקת חובות לקוחות על ידי הבנקים בסכום דומה.

הנהלת החברה מסרה כי בכוונת החברה לאמץ מדיניות חלוקת דיבידנד עם ההנפקה.

ניהול שמרני יחסית. שדרת הניהול צרה וחסכונית

הנהלת החברה מונה 8 עובדים, בהם המנכ"ל ומנהל הכספים. שיעור הוצאות הניהול מסך המכירות הינו נמוך. להערכת מידרוג, מדיניות הניהול בחברה הינה שמרנית יחסית, ומתבטאת באופי פעילותה, צמיחתה והשקעותיה. החברה בוחנת תוכנית להעתקת המפעל למיקום אחר, במטרה לחסוך עלויות שוטפות ולייעל את קו הייצור. בתוך כך, החברה שוקלת השקעות נוספות בקו הייצור במטרה להגדיל את המרכיב הממוכן בקו. טרם התקבלו החלטות אופרטיביות בנושא זה. כמו כן החברה שוקלת כניסה לתחומי פעילות משיקים באמצעות רכישות, אולם טרם התקבלו החלטות בנושא זה.

שיקולים עיקריים לדירוג

מיצוב עסקי גבוה, הנובע משנות וותק רבות בתחום הפעילות וממוניטין חזק, ומתבטא בנתח שוק משמעותי בשוק המקומי הנסמך על מותג חזק מאוד ונתמך באמינות המוצרים; חרף הצלחתה להפגין צמיחה משמעותית בהכנסות וברווח בשנתיים האחרונות, במידרוג מעריכים כי השוק בו פועלת החברה הינו קטן יחסית, ומוגבל בפוטנציאל הצמיחה שלו, מאפיין זה, ביחד עם נתח השוק הנוכחי, מקטינים את הפוטנציאל לצמיחה משמעותית בפעילות בשנים הקרובות. מרבית המכירות הן לשוק המקומי והחברה חשופה לתחרות מול מתחרה דומיננטי ומול ייבוא חופשי; מערך הפצה רחב ומפוזר בפריסה ארצית, עם פיזור גבוה של לקוחות קטנים יחסית; ייצור המצברים הינו עתיר עופרת – סחורה עולמית המצויה במחסור ומחיריה האמירו בשנתיים האחרונות, ומאופיינים בתנודתיות גבוהה. בתוך כך, לחברה תלות גבוהה ביצרן מקומי של עופרת ממחוזרת; רווחיות גבוהה הנובעת ממעמד עסקי חזק, אשר נותרה יציבה לאורך השנים האחרונות חרף עליית מחירי חומרי הגלם. הרווחיות הגבוהה מתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת; עד כה צרכי ההשקעה היו נמוכים יחסית, אולם החברה עשויה לבצע השקעות משמעותיות בשנים הקרובות המיועדות להגדלת היעילות ולהקטנת עלויות. לחברה אין עדיין תוכניות השקעה מגובשות; צורכי הון חוזר גבוהים יחסית, המחלישים את תזרימי המזומנים בתקופות של צמיחה בהכנסות; גיוס האג"ח יגדיל במידה ניכרת את יחסי המינוף של החברה, בהשוואה לרמת המינוף הנמוכה ערב הגיוס. יחד עם זאת, בכוונת החברה לחזק את ההון העצמי באמצעות הנפקת הון מניות, באופן שיגדיל את ההון העצמי גם לאחר חלוקת דיבידנד חד פעמית ערב הגיוס. במידרוג סבורים כי האיתנות הפיננסית, לאחר גיוס החוב וההון העצמי, הינה סבירה לרמת הדירוג, עם יחס חוב ל-CAP פרופורמה של כ-39.0% ויחס הון עצמי למאזן של כ-50.0%.

מיצוב עסקי ומוניטין חזקים המתבטאים בנתח שוק דומיננטי וברווחיות גבוהה

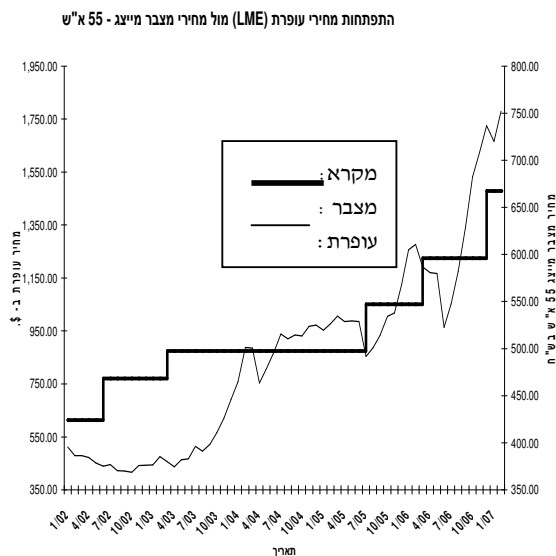
שנפ היא בעלת מעמד שוק חזק בתחום פעילותה. מעמד זה נובע מוותק רב בשוק ומאיוכות מוצרים שהובילו לביסוס מותג חזק ומוכר, המתבטא בנתח שוק גבוה. שוק המצברים מאופיין בתחרותיות חריפה בין שני המשווקים העיקריים, שניהם יצרנים מקומיים: שנפ – שמכירותיה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 הסתכמו בכ-69 מיליון ש"ח, ולהערכתה מחזיקה בכ- 44% מנתח השוק במונחי מכירות, ו-וולקן, שמכירותיה לשוק בתקופה האמורה עמדו על כ-53 מיליון ש"ח, והיא מחזיקה להערכת שנפ כ-30% נוספים. יתר השוק מורכב בעיקר מיבואנים. על מצברים המיוצרים בארץ מוטל מס קנייה בשיעור של 25% ממחיר המכירה לקמעונאים. על מצברים מיובאים מוטל מס קניה בשיעור 25% על העלות בפתח הנמל בארץ, לא כולל מכס בשיעור של 12% במידה והמצבר מיובא ממדינות עמן אין לישראל הסכם ובתוספת תמ"א (תוספת מכסת אחוזים) האמורה להשוות את בסיס המס שבין הייצור המקומי לבין היבוא, בשיעור 80%. הפחתת המכס או שיעור התמ"א, ללא תיקון מקביל בשיעור מס הקנייה המוטל על הייצור המקומי, תגרום להפחתת עלויות היבוא ולכן, עלולה להיות סיכון לחברה. בתקופות בהן יש יתרון משמעותי ליבוא, נוהגת החברה מידי פעם לייבא בעצמה מצברים מדגמים רווחיים על מנת לשמור על רמת רווחיות. המצברים המיובאים זולים מהמצברים מייצור מקומי בשיעורים של 10%-30%. להערכת הנהלת שנפ, היבואנים פועלים למכור את מצבריהם במחירים זולים, על מנת להתחרות במותגים המקומיים, וכתוצאה מכך, שיעור הרווח של המשווקים והמפיצים (סוכנים, חשמלאים וקמעונאים) על המצברים המיובאים נמוך במידה משמעותית מזה של המצברים מתוצרת מקומית.

החברה רשמה גידול מתמשך בהכנסות בשנים האחרונות, הנובע בעיקר מעלייה במחירי המכירה, שבאה בעיקר בעקבות עלייה חדה במחירי העופרת. בשנה האחרונה חל גידול חד בהיקף הייצוא בשל הזמנות חדשות מחו"ל

בשנה החולפת רשמה שנפ גידול של 24.1% במכירות, בהמשך לגידול של כ-10% בשנת 2005 וירידה קלה שנרשמה בשנת 2004. הגידול נרשם הן במכירות לשוק המקומי והן במכירות לייצוא. הגידול בשוק המקומי בשנת 2006 נבע הן מעלייה במחירי המכירה והן מעלייה כמותית הנובעת בחלקה, להערכת החברה, מגידול בנתח השוק. בשנת 2005 נבע הגידול בשוק המקומי בעיקר מעלייה במחירי המכירה. הגידול במכירות לייצוא נבע מהזמנות חדשות ומגידול בביקושים הקיימים באופן שהוביל להכפלת המכירות לחו"ל בשנת 2006. עם זאת, היקפי המכירות לחו"ל עדיין נמוכים יחסית (כ-12 מיליון ש"ח בשנת 2006 שהיוו כ-12% מההכנסות). חלק מהגידול בייצוא נבע מהזמנות של לקוח חדש משמעותי. על פי הערכות הנהלה, כושר הייצור של החברה מאפשר לה להגדיל את הייצור בשיעור של כ-30% מבלי לבצע השקעות מהותיות בקו הייצור. בענף המצברים לא נהוג לבצע הזמנות מראש ולפיכך אין לחברה צבר הזמנות, למעט מלקוחות הייצוא, המעבירים לה הזמנות מחייבות לתקופות שלא עולות על שלושה חודשים.

החברה מאופיינת ברווחיות גבוהה יחסית הנובעת ממעמדה החזק בענף וממיצובה הגבוה

לחברה רווחיות גולמית גבוהה יחסית הנשמרת יציבה חרף עלייה במחירי חומרי הגלם, ובעיקר העופרת, וזאת בזכות העלאת מחירי המכירה. מצב זה נובע, להערכת מידרוג, בשל המותג החזק ובשל הדומיננטיות של החברה בשוק המקומי. בשנים 2005 ו-2006 ביצעה החברה מספר העלאות במחירי המכירה של המצברים לאחר מספר שנים בהם לא חלו העלאות מהותיות במחירים.

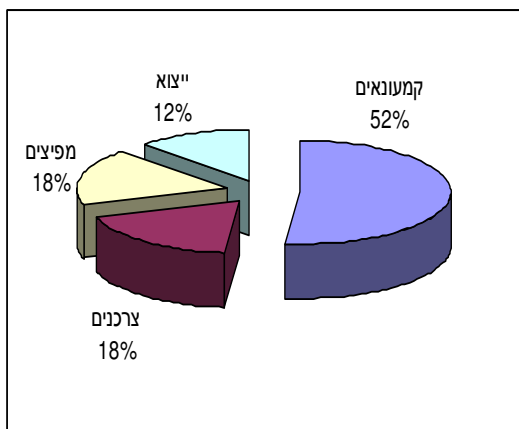


מחירי המצברים מושפעים בין השאר משינויים שחלים בעלויות חומר הגלם העיקרי – העופרת – שמחירה נקבעים בשוק הסחורות העולמי ורשמו עלייה חדה מאוד, בעיקר בשנתיים האחרונות. על פי רוב, העלאת מחירי המכירה מתבצעת לאחר עלייה במחירי חומר הגלם. עם זאת, כ-50-60% מהעופרת המשמשת בייצור הינה עופרת מורכבת הנרכשת בישראל ומיוצרת ממחזור של מצברים ישנים. עלות העופרת המורכבת הנרכשת בישראל נמוכה יותר, מכיוון ששנפ רוכשת מצברים ישנים במחירים נמוכים יחסית.

פיזור גבוה של לקוחות ללא תלות מיוחדת בלקוח מסוים

לשנפ מעל 2,000 לקוחות, רובם בישראל, אין לה תלות בלקוח אחד או בקבוצת לקוחות ומרבית הלקוחות רוכשים בשיעור הנמוך מ-1% מסך ההכנסות. הלקוחות כוללים חשמלאי רכב, יבואני רכב (הרוכשים מצברים למוסכים המורשים מטעמים), גופים מוסדיים, ציבוריים ופרטיים, משרד הביטחון, רשתות שיווק, חברות גרירה וחברות השכרת רכב, בנוסף, שנפ מוכרת ומעניקה שירות התקנת מצברים ומימוש אחריות בכל אחד מסניפיה. בין לקוחות שנפ נמצא כאמור משרד הביטחון, המזמין מהחברה בנוסף למצברים הקונבנציונליים לכלי רכב ולרק"מ, גם מצברים המותאמים לטנקים, בטכנולוגיות משופרות (מצברי AGM). להערכת החברה, שנפ היא היחידה בארץ שיש לה את הידע לייצור מצברים מסוג זה.

שנפ: התפלגות מכירות ללקוחות (באחוזים) לפי ערוצי מכירה עיקריים בשנת 2006



יש לציין כי משרד הביטחון נמנע מבלעדיות לספק יחיד, ורוכש גם מוולקן ומספקים אחרים. בשנת 2006 היוו המכירות למשרד הביטחון כ-5% מסך המכירות. החל מחודש ספטמבר 2006 מבטחת החברה באמצעות חברת ביטוח את חובות לקוחותיה, שסך החוב שלהם עולה על 10,000 דולר בארץ ובחו"ל, לא כולל את BDG וכן מספר לקוחות שחברת הביטוח לא הסכימה לבטחם, או שהוסכם בין החברה לחברת הביטוח שלא לבטחם.

מערך הפצה רחב, חלקו בהפעלה עצמית וחלקו באמצעות מפיצים

מרבית מכירות החברה מתבצעות בשיווק ישיר דרך שבעה סניפי הפצה ומכירה, שלושה מהם בבעלותה וממוקמים בנתניה, תל אביב וחיפה, וארבעה נוספים מופעלים בזכיינות בירושלים, באר שבע, בית שאן וקרית שמונה. הסניפים משמשים כמרכזי הפצה, מכירות ושירות ללקוחות שבאזוריהם. בכל אחד מהסניפים מעניקה החברה שירותי מכירה, התקנה, בדיקה, תיקון ומימוש אחריות למצברים הנמכרים. בנוסף לשיווק הישיר נעזרת החברה בשירותיהם של כ-12 מפיצים, אשר רוכשים את המצברים מהחברה במחיר הנמוך מהמחיר לקמעונאי ומשווקים אותם בעיקר לקמעונאים. בדרך כלל התקשרויות החברה עם מפיציה אינן נעשות בכתב. למעשה, רשת ההפצה של החברה היא רחבה עוד יותר וכוללת חשמלאי רכב ומוסכים ויבואני רכב, שהם לקוחות החברה הרוכשים מצברים למלאי ומוכרים אותם למשתמשים.

מעמדה של החברה מקנה לה יתרון מובנה בתחרות הגוברת בתחום איסוף מצברים ישנים.

רכישת מצברים ישנים לצורך מחזור מהווה מרכיב משמעותי הולך וגדל בפונקציה הייצור של המצברים, בשל העלייה החדה במחירי העופרת בשנים האחרונות. לשנפ מנגנון מובנה של איסוף מצברים ישנים המבוסס על דמי פקדון שהיא גובה מהלקוחות, שמוחזרים במועד החזרת המצבר. החברה מתמודדת כיום בתחרות חריפה על מצברים ישנים מול חברת המחזור, וולקן ויצואנים של מצברים ישנים. להערכת הנהלת שנפ, היא מובילה על מתחרותיה בתחום איסוף המצברים למיחזור, הן בשל העובדה כי היקף מכירותיה גבוה משל המתחרים - ועל כן הנוכחות הגדולה של אנשי המכירות שלה בשטח משמשת גם לאיסוף מצברים, והן בשל יצירת מנגנון מובנה ויעיל של איסוף מצברים. יש לציין כי גידול משמעותי בייצוא כפי שהחל בשנת 2006 מוביל לזליגה של מצברים מחוץ למערכת ולקיטון בפוטנציאל האיסוף.

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת חזקים ויציבים, ומבטאים את הרווחיות הגבוהה של החברה. בשנתיים האחרונות נפגע התזרים השוטף מעלייה בצורכי ההון החוזר בשל הגידול במכירות

בשנים 2003-2005 עמד התזרים מפעילות שוטפת, לפני שינויים בהון חוזר (FFO) על רמה של 7-10 מיליון ש"ח. בשנת 2006 עלה התזרים לכ-14 מיליון ש"ח בשל הגידול בהכנסות וברווחיות התפעולית. צורכי ההון החוזר הגבוהים והגידול במכירות בשנתיים האחרונות הובילו לעלייה בצורכי ההון החוזר ופגעו בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת (CFO). בשנתיים האחרונות גדלו ההשקעות ברכוש קבוע לרמה של 3.0-5.0 מיליון ש"ח לשנה, בהשוואה לרמה של 1.0-2.0 מיליון ש"ח בשנים 2003-2004. הגידול בהון חוזר ובהשקעות, בעיקר בשנת 2006, מומן מעלייה באשראי לזמן קצר. רמת הדיבידנדים שחולקו בשנים האחרונות עמדה על 5.0-6.0 מיליון ש"ח לשנה. בנוסף, בשנת 2005 שולם דיבידנד גבוה בסך של כ-10 מיליון ש"ח שנבע ממכירת מקרקעין. יחסי כיסוי החוב לתזרים השוטף הינם טובים יחסית ומשקפים איתנות פיננסית טובה יחסית ותזרימים שוטפים גבוהים, התואמים את מאפייני הפעילות של החברה.

איתנות פיננסית טובה יחסית ערב הגיוס. גיוס האג"ח, שנועד בחלקו להחלפת חוב קיים, יעלה את רמת המינוף, אולם זו תקוזה בחלקה על ידי גיוס הון שילווה אותו. גם לאחר המהלכים הפיננסיים האמורים רמת האיתנות תהיה סבירה לחברה מסוגה, ותואמת את רמת הדירוג שלה

ערב הגיוס, לחברה איתנות פיננסית גבוהה, ונכסיה, מרביתם הון חוזר תפעולי, ממומנים בהון עצמי, שחלקו מהמאזן הינו כ-63% ליום 31.12.2006. לאחר תאריך המאזן ביצעה החברה מהלך של ניכיון ממסרים דחויים וכרטיסי אשראי שקיבלה מלקוחותיה מול אחד הבנקים הגדולים. יתרת המזומנים שנוצרה לה ממהלך זה – בהיקף של כ-23 מיליון ש"ח מיועדת לחלוקת דיבידנד מיוחד ערב הנפקת ההון המתוכננת בחברה. בכוונת החברה לצאת במהלך משולב של גיוס אג"ח בהיקף של כ-45.0 מיליון ש"ח והנפקת הון בהיקף של כ-34.0 מיליון ש"ח. המזומנים שיזרמו לחברה ממהלך זה, בסך של כ-79 מיליון ש"ח ברוטו (לפני הוצאות גיוס והנפקה) יממנו בחלקם החזר אשראי בנקאי (בהיקף של כ-20 מיליון ש"ח) והיתר יופנו להשקעות ברכוש קבוע, וייתכן שגם השקעות בפעילויות סינרגיות. לאחר גיוס החוב והנפקת ההון תחול עלייה ביחסי המינוף של החברה, בהשוואה לרמתם ערב הגיוס. יתר הדברים קבועים, יחס החוב ל-CAP יעלה לשיעור של כ-39% בהשוואה לשיעור של כ-16.6% ליום 31.12.2006. יחס ההון העצמי למאזן, בהנחה של חלוקת דיבידנד כאמור לעיל וגיוס ההון, ירד לרמה של כ-51%.

שנפ: חוב פיננסי ויחסי איתנות (באלפי ש"ח)

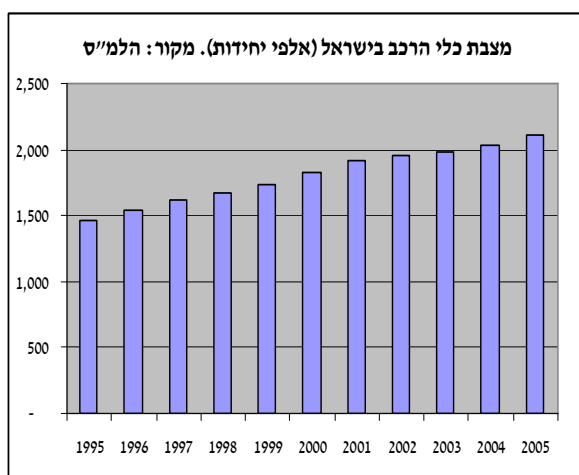
<u>12.03</u>	<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	<u>12.06</u>	<u>12.06 P</u>	
60,499	59,151	56,485	62,752	73,752	הון עצמי
5,368	111	9,828	12,590	46,765	חוב פיננסי
66,417	59,670	66,710	75,770	120,945	CAP
88,310	79,839	84,339	99,443	144,618	סך נכסים
68.5%	74.1%	67.0%	63.1%	51.0%	הון עצמי / מאזן
8.1%	0.2%	14.7%	16.6%	38.7%	חוב פיננסי / CAP

* פרופורמה: יתרת החוב היא לאחר גיוס אג"ח בהיקף של כ-45 מיליון ש"ח והחזר אשראי לבנקים בהיקף של כ-20 מיליון ש"ח. ההון העצמי הוא לאחר גיוס הון בסך של כ-34 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד בסך של כ-23 מיליון ש"ח.

גורמי סיכון עסקיים

שוק המצברים המקומי הינו קטן יחסית ומוגבל, מעמדה החזק של החברה בשוק המקומי אינו מותיר לה פוטנציאל גבוה לצמיחה ריאלית

הביקוש למצברים בשוק המקומי נובע בעיקר משינוי במצבת כלי הרכב, המושפעת הן מהגידול הטבעי של האוכלוסייה והן משינויים ברמת התצרוכת וברמת החיים. איכות המצברים ורמת כלי הרכב משפיעות אף הן על רמת התחלופה הנדרשת של מצברים. היצע המצברים בישראל מקורו בשתי יצרניות מקומיות (שנפ ו-וולקן) וביבוא מחו"ל, המהווה כרבע מהמכירות בשוק המקומי, ומקורו בעיקר מאירופה. מחירי המצברים המיובאים לצרכן הסופי זולים בכ-30%-10, עם זאת, הרווחיות של המפיצים היא נמוכה יותר.



בשנים האחרונות לא חל שינוי מהותי בגודלו של שוק המצברים, וקצב הגידול העתידי צפוי להיות נמוך יחסית, בדומה לגידול הטבעי במצבת כלי הרכב. על פי נתוני הלמ"ס, בשנת 2005 חל גידול של 3.4% במצבת כלי הרכב (עדיין אין נתונים לשנת 2006). להערכת מידרוג, חלקה של החברה בשוק וקצב הצמיחה המתון שלו בשנים הקרובות, מעיבים על יכולתה להציג שיעורי צמיחה ריאליים משמעותיים בשנים הקרובות. במקביל, האיומים התחרותיים על נתח השוק של שנפ ועל רווחיותה הינם בינוניים, להערכת מידרוג, בהתחשב במבנה השוק ובנתוני העבר.

חשיפה גבוהה למשק הישראלי. לחברה אין יתרון תחרותי אמיתי בייצוא

עיקר מכירות החברה בשנת 2006 ובשנים הקודמות הינו לשוק המקומי. המכירות לייצוא החלו בשנת 1992 והפכו משמעותיות בשנים 2005 ו-2006. בשנת 2005 מכרה שנפ בחו"ל בהיקף של כ-6.6 מיליון ש"ח, ואילו בשנת 2006 הסתכם היצוא בכ-12.4 מיליון ש"ח. לדברי הנהלת החברה, הגידול חל בשל העמקת הקשר עם לקוחות קיימים ורכישת לקוחות חדשים. שנפ הקימה חברה באנגליה בשם B.D.G. בה היא מחזיקה כ-42%, כאשר החברה משמשת כלקוח הרוכש מצברים משנפ ומשווקם באנגליה. לדברי החברה, ברבעון האחרון של שנת 2006 וברבעון הראשון של

שנת 2007, רכש לקוח חדש, שחקן משמעותי באירופה היקף מהותי של מצברי שנפ, דרך השותפות B.D.G., וכי צפוי המשך פעילות עם החברה. על פי הערכות מידרוג, אין לשנפ יתרון תחרותי ביצוא בשל היצע עולמי גדול ואיכות, בפרט באירופה. הרווחיות הממוצעת של הייצוא נמוכה במידה משמעותית מזו של השוק המקומי, בשל מחירי מכירה תחרותיים באירופה. לדברי החברה, היא החלה לאחרונה להעלות את מחירי הייצוא.

תהליך הייצור אינו אופטימאלי בשל בנית המפעל הקיים ללא תכנון לאורך השנים

מפעל הייצור של שנפ באזור התעשייה בנתניה פועל למעלה מ-56 שנה, והתרחבותו בוצעה באופן מדורג לאורך השנים. כתוצאה מכך קו הייצור אינו רציף ואינו אופטימלי מבחינה תפעולית. השקעות החברה ברכוש קבוע בשנים 2003-2005 הסתכמו בכ-2.0 מיליון ש"ח בממוצע לשנה, והיו שוות בקירוב לגובה הפחת. בשנת 2006 חל גידול משמעותי בהיקף ההשקעה שהסתכמה בכ-4.7 מיליון ש"ח. הגידול היה בעיקר במכונות וציוד (השקעות בהיקף של כ-2.4 מיליון ש"ח לעומת כ-1.5 מיליון ש"ח בשנת 2005) ובסעיף כלי רכב (כ-2.2 מיליון ש"ח לעומת כ-1.3 מיליון ש"ח, מרביתם רכישת רכבים מסחריים). לחברה אין תוכנית השקעות מובנית לשנים הקרובות, ולהערכתה, ההשקעה לשימור הקיים היא בגובה הפחת השנתי. לדברי החברה, הציוד הקיים עומד בדרישות הייצור, אף אם אינו חדש. אם החברה תחליט על העתקת המפעל למיקום אחר, היא מעריכה כי היקף ההשקעה יעמוד על כ-25 מיליון ש"ח, שימומנו בחלקם על ידי התייעלות, הקטנת הוצאות ומענקים.

תלות בספק חומר גלם יחיד בישראל לאספקת אחד משני סוגי העופרת

לחברה תלות ביצרן עופרת ממוחזרת יחיד בישראל המספק לה מרכיב משמעותי מחומר הגלם בייצור המצברים, בעיקר עופרת מורכבת. קיימת תחלופה לחומר זה מייבוא מחו"ל, אולם מחירו העולמי גבוה יותר מזה המקומי במידה משמעותית. המחיר הנמוך יחסית ונבע בין השאר מכך שייצור העופרת המורכבת מתבסס על מחזור מצברים ישנים שרוכשת שנפ ומעבירה ליצרן. לשנפ אין חוזה התקשרות עם יצרן העופרת המורכבת, והעבודה מולו מתבססת על קשרים ארוכי טווח. יש לציין כי מלאי המצברים המשומשים של שנפ ומעמדה החזק בשוק איסוף המצברים הישנים מקנים לה מעמד תחרותי בתחום מחזור המצברים ומאפשרים לה, במידת הצורך, לייצא מצברים לחו"ל לצורך קבלת עופרת מורכבת. שנפ מחזיקה מלאי של מצברים משומשים, כחומר גלם למחזור, לתקופה המספיקה לחודשיים בקירוב.

מגבלות בנושאי איכות סביבה וחשיפה לתביעות בנושא

תהליך הייצור של המצברים כרוך בשימוש בחומרים מסוכנים, ובעיקר עופרת וחומצה גופרתית ובפליטת מזהמים לאויר ולשפכים. בשל כך כפופה שנפ לפיקוח הרשויות המקומיות והמשרד להגנת הסביבה, בקשר למניעת זיהום אויר ונטרול שפכים. שנפ מצהירה כי היא נוקטת באמצעים מצדה על מנת להקפיד לעמוד בדרישות החוקים השונים, ופועלת מיוזמתה בהתאם לנהלים פנימיים אשר מטרתם למנוע אירועים הקשורים לחומרים מסוכנים בשגרה ואופן הטיפול באירועי חירום. לחברה "היתר רעלים", הנדרש על פי חוק החומרים המסוכנים, התשנ"ג-1993, אשר ניתן על ידי המשרד להגנת הסביבה. היתר זה מתיר את העיסוק ברעלים, כמפורט בהיתר, למטרת ייצור מצברים. ההיתר מתחדש מעת לעת, וההיתר הנוכחי תקף עד ליום 31 באוקטובר 2007.

במסגרת בדיקה שערך המשרד להגנת הסביבה נתגלו חומרים רעילים בקרקעות מסוימות בחיפה, בסביבות צומת וולקן. במסגרת זו גילה המשרד להגנת הסביבה כי חלק מהקרקע בשטח של סניף החברה באזור זה מזוהם. החברה בוחנת את העניין ואת השלכותיו ופועלת למען מציאת פתרון הולם, בשיתוף עם המשרד להגנת הסביבה. החברה הפרישה סכומים במאזנה לטובת עבודות שיידרשו לשם פינוי האדמה המזוהמת במידת הצורך. על פי דווח הנהלת החברה, נכון למרץ 2007 הוסכם בין החברה לבין המשרד לאיכות הסביבה כי החברה תיישם פתרון ניסיוני (ניקוי הקרקע המזוהמת באמצעות שושנות ים) לטיפול אשר אם יצליח יביא לפתרון הבעיה בשטח כולו. היה ויידרש פתרון

שונה הוא אינו צפוי להיות בסכומים שיחרגו מההפרשה שביצעה החברה. הנהלת החברה מסרה כי היא מעריכה את עלות הפתרון הניסיוני בכ 900,000 ש"ח. להערכת הנהלת החברה, עלות הטיפול תסתכם בסכומים אלה.

יצוין, כי במפעל החברה בנתניה לא נערכו בדיקות זיהום קרקע, ובמפעל החברה בנתניה ובקרקעות בחיפה לא נערכו בדיקות זיהום מי תהום. לחברה כיסוי ביטוחי בגין נזקי אש מורחב בסכום ביטוח של עד כ-12 מיליון דולר וכן ביטוח אובדן רווחים ל-12 חודשים, בהיקף כיסוי ביטוחי של עד 24 מיליון דולר. בזיכרון דברים שנחתם בין החברה לבין מועצת פועלי נתניה וועד העובדים של החברה הוסכם כי החברה תיתן, אם וככל שיידרש, מענק לעובדים שנפגעו במחלת עופרת או לעובדים שטרם נפגעו במחלה אך נעשו חשופים לה, ושאינם יכולים להמשיך לעבוד בכל עבודה הקשורה בעופרת, הכל לפי החלטת רופא תעשייתי. החברה מבצעת הפרשה בדוחותיה הכספיים בגין זיכרון הדברים האמור ומבטחת בביטוח חבות מעבידים באופן שלחברה כיסוי ביטוחי נאות בכל מקרה של תביעה מעבר לפיצוי המוסכם. נכון למועד דוח זה לא הוגשו כנגד החברה תביעות כלשהן בנושאים האמורים לעיל. ההתחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד הכלולות במאזנים (סכום ההתחייבות עמד על 3,469 אלפי ש"ח בשנת 2006) מבטאות בין היתר את ההתחייבות למענקים לעובדים העלולים להיחשף למחלת עופרת.

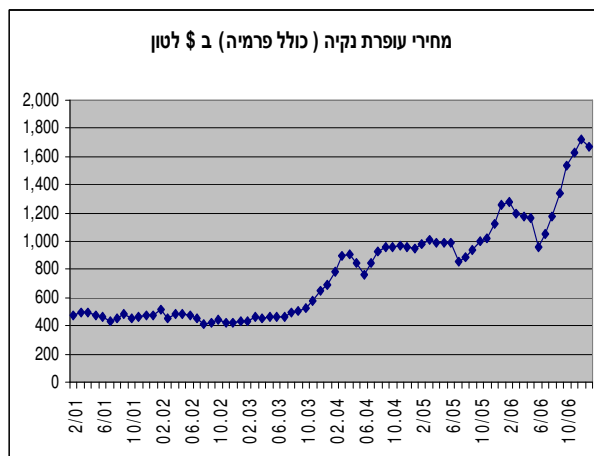
תלות באנשי מפתח המנהלים את החברה קרוב לשני עשורים. טרם סומנה עתודה ניהולית

הנהלת החברה הנוכחית, הכוללת בעיקר את המנכ"ל ומנהל הכספים, הינה ותיקה ובעלת ניסיון רב בתחום הפעילות, קשרים עסקיים ומעורבות גבוהה מאוד בניהול היומיומי. להערכת מידורג, מבנה הניהול הנוכחי, שהוא צר ומצומצם, יוצר תלות בשני אנשי מפתח – מנכ"ל החברה, המכהן בתפקידו מזה 19 שנה, ומנהל הכספים, המשמש בתפקידו מזה 18 שנים. על פי דוח הנהלת החברה אין כרגע עתודה ניהולית אולם הנהלת החברה נערכת לבניית עתודה שכזו.

גורמי סיכון פיננסיים

תלות גבוהה בעופרת המהווה חומר גלם עיקרי שמחיריו נקבעים בשוק העולמי והם תנודתיים מאוד

לחברה תלות גבוהה בצריכת עופרת, המהווה כמחצית מעלות ייצור המצברים. מחירי העופרת רשמו בשנים האחרונות עליות חדות, תוך תנודתיות רבה מסביב לקו המגמה. מחיר העופרת נקבע בבורסות הסחורה בעולם ומושפע מכוחות השוק העולמיים. בין השנים 2005 עד 2006 נרשמה עלייה של כ-81% במחירי העופרת הנקייה. העופרת הינה משאב המצוי במחסור עולמי, בין השאר בשל הביקושים הגבוהים בסין וביקושים ספקולטיביים.



עד כה הצליחה שנה לשמור על רווחיות גולמית גבוהה ויציבה חרף העלייה במחירי העופרת. הדבר נבע בין השאר ממרכיב גבוה של עופרת מורכבת הנרכשת בישראל במחירים נמוכים יחסית וכן בשל יכולתה להעלות את מחירי המכירה על פני הזמן. ואולם, יכולת החברה לשמר את הגורמים שהגנו על רווחיותה עד כה אינה מובטחת, שכן לחברה תלות גבוהה ביצרן העופרת המורכבת בישראל. כמו כן, במידה ומעמד השוק של החברה ייחלש, למשל בשל התחזקות מתחריה, הדבר יפגע ביכולתה להעלות את המחירים בשוק המקומי.

במידורג מעריכים כי הייצוא אינו מהווה יעד אסטרטגי עבור החברה, וממילא אין לה בו יתרון יחסי בולט, ועל כן הוא אינו יכול לשמש כהגנה בעיתות של היחלשות הסביבה העסקית המקומית.

צורכי הון חוזר גבוהים יחסית למכירות, הנובעים בעיקר מימי אשראי גבוהים ללקוחות בישראל

לחברה צורכי הון גבוהים יחסית הנובעים בעיקר מתנאי אשראי רחבים הניתנים במכירות בייצוא, כחלק מההתמודדות בשוק התחרותי בחו"ל, וכן מלקוחות גדולים בשוק המקומי. מנגד, רכישת חומר הגלם העיקרי – העופרת המיובאת, מתבצעת במזומן. שיעור צורכי ההון החוזר ביחס למכירות עמד בטווח של כ-40%-30% בשנים האחרונות. להערכת מידרוג, זהו שיעור גבוה יחסית לחברות מסוגה של שנה. בשנים 2005 ו-2006 חל גידול ניכר בצורכי ההון החוזר, בין השאר, הגידול במכירות לייצוא. שיעורי ההפרשה לחובות מסופקים ואבודים מתוך ההכנסות עמדו על 0.48%, 0.63%, 0.29% בשנים 2003 ו-2002 בהתאמה. בשנים 2006 ו-2005 הקטינה החברה את הפרשותיה בגין חובות אבודים.

העתקת המפעל למיקום החדש כרוכה בהשקעה פיננסית גבוהה שתמומן בגיוס חוב והון

הנהלת החברה פועלת למציאת אתר חדש אליו תוכל להעתיק את המפעל הקיים, תוך התאמתו להיקפי ייצור גדולים יותר והתייעלות מתבקשת. החברה מתמקדת בחיפושה באזורי פיתוח על מנת שתוכל להתאים את עצמה ללא קושי מיוחד לדרישות איכות הסביבה ועל מנת שתוכל ליהנות מהקלות המס המקסימאליות כמפעל מוטב. עלות ההעתקה מוערכת בכ- 25 מיליון ש"ח לפחות, והיא תמומן מגיוס החוב וההון המתוכננים. לחברה עדיין אין תוכנית קונקרטית לביצוע פרויקט ההעתקה. פרויקט ההעתקה המפעל, ככל שיתממש, מהווה הזדמנות ליעול תהליך הייצור ולחסכון בהוצאות בטווח הארוך, ואולם, הוא מהווה אתגר תפעולי ופיננסי משמעותי עד להשלמתו.

חשיפה לשינויים בשערי החליפין, בעיקר שקל מול יורו

מרבית חומרי הגלם הנרכשים על ידי החברה נרכשים מספקים מחו"ל ומחיריהם נקובים במטבעות זרים, בעיקר יורו ודולר ארה"ב. מאידך, החברה משווקת את מרבית המצברים המיוצרים על ידה בעיקר לשוק המקומי במחירים שקליים. לפיכך, החברה חשופה לשינויים בשערי החליפין של מטבעות אלו. להקטנת החשיפה לשינויים בשערי החליפין עושה החברה שימוש במכשירים פיננסיים נגזרים (עסקאות עתידיות) לצורך הגנה לתקופה שעד למועד התשלום.

נזילות נמוכה של הנכסים

החברה לאורך שנים אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות. להערכת ההנהלה, אין מניעה לחברה להגדיל את האשראי כיום לפי הצורך. לבנקים שעבוד שלילי על כל נכסי החברה כנגד האשראי שהעמידו לה. גיוס האג"ח והנפקת הון עצמי ייצרו לחברה עודפי מזומנים שמיועדים בחלקם להחזר האשראי לבנק, ובשלב יותר מאוחר ישמשו להשקעות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות תוך שמירה על רווחיות גבוהה וגידול בתזרימי המזומנים
- ביצוע השקעות חדשות שיש בהן לחזק את חוסנה העסקי והפיננסי של החברה

גורמים אשר עלולים להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית ומתמשכת במעמד העסקי של החברה, שיש בה להחליש את התוצאות הפיננסיות ואת תזרימי המזומנים
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת לשיעור של 45%
- חלוקת דיבידנד מרחיבה שתפגע באיתנות הפיננסית של החברה
- השקעות בתחומים שאינם סינרגטיים לתחום הליבה של החברה ושיש בהם להחליש את יציבותה הפיננסית

שנפ: עיקרי תוצאות הפעילות, באלפי ש"ח

2002	2003	2004	2005	2006	
71,040	75,953	74,487	82,005	101,730	הכנסות
25,256	33,108	27,279	29,730	38,281	רווח גולמי
13,971	15,985	14,479	14,472	16,382	מכירה ושיווק
4,370	4,702	4,853	4,430	5,195	הנהלה וכלליות
6,915	12,421	7,947	10,828	16,704	רווח תפעולי
9,751	15,129	10,280	13,059	18,843	EBITDA
1,872	(133)	437	491	773	הוצאות מימון
2,781	7,970	3,636	7,348	11,934	רווח נקי
(8.6%)	6.9%	(1.9)	10.1%	24.1%	שיעור שינוי בהכנסות
35.6%	43.6%	36.6%	36.3%	37.6%	רווח גולמי %
19.7%	21.0%	19.4%	17.6%	16.1%	מכירה ושיווק %
6.2%	6.2%	6.5%	5.4%	5.1%	הנהלה וכלליות %
9.7%	16.4%	10.7%	13.2%	16.4%	רווח תפעולי %
13.7%	19.9%	13.8%	15.9%	18.5%	EBITDA %
3.9%	10.5%	4.9%	9.0%	11.7%	רווח נקי %

גידול מתמשך בהכנסות בשנים האחרונות, הנובע בעיקר מעלייה במחירי המכירה, אך גם מעלייה כמותית. בשנה האחרונה חל גידול חד בהיקף הייצוא בשל הזמנות חדשות מחו"ל

בשנת 2006 כמות המצברים שמכרה שנפ גדלה בכ 20% לעומת שנת 2005, מהם 80% לשוק המקומי והיתר לייצוא. מכירות שנפ בשנת 2006 הסתכמו בכ-102 מיליון ש"ח לעומת כ-82 מיליון ש"ח בשנת 2005 – עלייה של 24.1%. שיעור הגידול במכירות בשנת 2005 עמד על כ-10% ובשנת 2004 נרשמה ירידה של כ-2% במכירות. בתוך כך, המכירות לשוק המקומי עלו בכ-14 מיליון ש"ח בשנת 2006 (גידול של כ-18.6% לעומת שנה קודמת) והמכירות לייצוא עלו מהיקף של כ-6.7 מיליון ש"ח בשנת 2005 להיקף של כ-12.4 מיליון ש"ח בשנת 2006.

הגידול במכירות לשוק המקומי בשנת 2006 נבע הן מגידול של כ-10% בכמות המצברים שנמכרו בהשוואה לשנה הקודמת, והן מעליית מחירים שבוצעה בחודש מרץ 2006, בשיעור ממוצע של 9%. בחודש דצמבר בוצעה עלייה נוספת בשיעור של 12%. העלייה במכירות הכמותיות נבעה בעיקר מגידול בנתח השוק של שנפ על חשבון המתחרים, כך להערכת החברה.

ההכנסות מייצוא היוו בשנת 2006 כ-12% מסך הכנסות החברה, שיעור גבוה בהשוואה לשנים קודמות. רוב הייצוא הוא לבריטניה. הגידול במכירות לייצוא נבע בעיקר מהצטרפות של לקוח גדול באנגליה, לצורך אספקת מצברים תחת מותג פרטי שלו. במהלך הרבעון האחרון של שנת 2006 מכרה החברה ללקוח זה כמות גדולה יחסית של מצברים, ולהערכת החברה גם בשנת 2007 יימשכו ההזמנות ממנו. להערכת החברה, הירידה בייצוא ממזרח אסיה של מצברים בשל הגידול בביקושים המקומיים בסין הובילה לעודף ביקוש מסוים למצברים באירופה. שנפ החלה בפעילות הייצוא בשנת 1992 בכמויות קטנות יחסית, בעיקר עבור לקוח מאירלנד ששיווק את המצברים בשוק האנגלי. בהמשך הקימה שנפ שותפות להפצה באנגליה (BDG) עם הלקוח האירי. המכירות של החברה לשותפות היוו כ-5.0% מסך מכירות החברה בשנת 2006.

האספקה של המצברים לשוק המקומי מתבצעת תוך ימים ספורים, מחיר המכירה נקבע על פי מחירון חודשי, הזמנות ליבוא מתקבלות וניתנות לחיזוי של כ- 3 חודשים, החברה מגינה על המכירות לחו"ל על ידי עסקאות פרוורוד. ענף הליסינג גרם להחלשת שנה מול הלקוחות וגרם לשחיקה ברווחיות, בשל הורדת המחירים של המתחרים מול חברות הליסינג. כושר הייצור – על פי דווח הנהלת החברה כושר הייצור עומד כיום על כ-70% מהיכולת המקסימלית, שתושג בהנחה כי המפעל יעבוד 24 שעות ב-3 משמרות מלאות.

העופרת מהווה מרכיב מהותי בעלות הייצור ומחירה האמיר בשנתיים האחרונות. לחברה תלות ביצרן עופרת מקומי



הפרמטר המשמעותי ביותר בעלות ייצוא המצברים הינו מחיר העופרת, המהווה כ-79% מצריכת חומר הגלם וכמחצית מעלות המכר. העופרת מסופקת משני מקורות: עופרת נקייה הנרכשת בחו"ל (כ- 40% מסך צריכת העופרת) ועופרת מורכבת הנרכשת בשוק מקומי (כ- 60% נוספים). רמת מחירי העופרת הנקייה נקבעת בשווקי הסחורות העולמיים בהתאם לפערי הביקוש וההיצע. מחירי המכירה של העופרת הנקייה אופיינו בשנים האחרונות במגמת עלייה חדה ומתמשכת, תווך תנודתיות גבוהה. בשנת 2006 לבדה עלה מחיר העופרת בבורסת המתכות של לונדון בשיעור מצטבר של כ-54%. העלייה בביקוש העולמי לעופרת נובעת מקיטון בהיצע העופרת המיוצא מסיין (בשל הפניית המשאב לצריכה פנימית), ומכך שמלאי העופרת הנקייה בעולם נמוך יחסית, ומהווה כר פורה לפעילות ספקולטיבית. החברה אינה נוהגת לרכוש חומר גלם על בסיס ספקולטיבי אלא לצורך ייצור בלבד.

עופרת מורכבת, הנרכשת כאמור בשוק המקומי, מיוצרת מעופרת ממוחזרת על ידי ספק יחיד, הקורנס מפעלי מתכת בע"מ. לצורך מחזור העופרת, רוכשת שנה מצברים משומשים מלקוחותיה ומעבירה אותם לחברת הקורנס, לצורך עיבוד החומר ומחזורו. עלות העופרת המורכבת כוללת לפיכך את מחיר המצברים הישנים ואת עלות העיבוד ליצרן. רכישת המצברים המשומשים נעשית בשיטת פיקדון שנגבה כחלק ממחיר המכירה ללקוח, בהחזרת המצבר המשומש מקבל הלקוח החזר הפיקדון בסכומים הנעים בין 55-18 ש"ח. בשל עלית מחירי העופרת בשנתיים האחרונות החלה תחרות חריפה על איסוף מצברים בין השחקנים המקומיים. לדברי הנהלת החברה, הועלה מחיר הפיקדון על מנת כדי להתאימו למחיר העופרת בעולם ולעודד החזרה, וכיום שנה היא המובילה בתחום איסוף מצברים למחזור.

רווחיות גולמית יציבה בשל התאמה במחירי המוצרים לשינויים במחירי חומרי הגלם. הרווח הגולמי במכירות לייצוא נמוך מאוד

שיעור הרווח הגולמי ביחס למכירות נותר יציב בשנים האחרונות בסביבות 36-37%, וזאת חרף העלייה החדה במחירי העופרת. לכך מספר סיבות: ראשית, כאמור, רק חלק מהעופרת הינה עופרת נקייה הנרכשת בשוק העולמי, וחלק משמעותי נרכש מיצרן יחיד בישראל, ומקורו במחזור מצברים ישנים. העופרת הממוחזרת הנרכשת בשוק המקומי זולה משמעותית מזו המיובאת וכן מהעופרת הנקייה. בשנת 2006 הגדילה החברה את צריכת העופרת מרכישה מקומית, על חשבון ירידה בעופרת מיבוא, גורם שתרם אף הוא לשמירה על המרווח. שנית, החברה ביצעה בשנים האחרונות מספר התאמות של מחירי המכירה, ובפרט בשנים 2005 ו-2006, זאת גם בתקופות שבהן מחירי העופרת רשמו ירידה, בניגוד למגמה הכללית. לבסוף, לחברה מרכיב משמעותי של הוצאות ייצור קבועות (בעיקר עלויות עבודה ופחת) שהובילו לירידה בעלות הייצור הממוצעת עם הגידול בייצור ובמכירות.

שנפ: מרכיבי עלות המכר, באלפי ש"ח ובאחוזים ביחס למכירות

	2006	% מהמכירות	2005	% מהמכירות	2004	% מהמכירות
שימוש בחומרים	38,951	38.3%	31,842	38.8%	23,871	32.0%
משכורות ונלוות	13,081	12.9%	11,036	13.5%	10,951	14.7%
רכישת מצברים	3,920	3.9%	2,451	3.0%	2,202	3.0%
הוצאות ייצור אחרות	8,787	8.6%	6,828	8.3%	6,999	9.4%
פחת	1,446	1.4%	1,603	2.0%	1,725	2.3%
קיטון (גידול) במלאי	(2,736)	(2.7)%	(1,485)	(1.8)%	1,460	2.0%
סך עלות המכר	63,449	62.4%	52,275	63.8%	47,208	63.4%
שימוש בחומרים/סך עלות המכר	61.4%		60.9%		50.6%	

שיעור הרווח הגולמי במכירות לייצוא – בסביבות 6-7%, הינו נמוך מאוד, הן באופן מוחלט, ובוודאי שבהשוואה לרווח בשוק המקומי. הדבר נובע בין השאר מהעדר יתרון יחסי ומחירי מכירה נמוכים לשם חדירה. להערכת מידרוג, עד כה הייצוא לא היווה יעד אסטרטגי עבור שנפ, והמכירות היו על בסיס מזדמן. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007 בוצעו העלאות מחיר לייצוא. העלייה במכירות הובילה להתייעלות בהוצאות המכירה והשיווק והוצאות ההנהלה, ששיעורן מהמכירות ירד בכל אחת מהשנתיים האחרונות.

שנפ מול וולקן – נתונים עיקריים ברווח והפסד (באלפי ש"ח ואחוז מהמכירות)

שנפ				וולקן				
2003	2004	2005	1-9/06	2003	2004	2005	1-9/06	
75,953	74,487	82,005	69,083	59,703	58,902	67,904	52,988	מכירות
6.9%	-1.9%	10.1%	19.2%	0	-1.3%	15.3%	9.9%	שיעור שינוי במכירות
33,108	27,279	29,730	25,323	17,417	18,703	20,240	13,120	רווח גולמי
15,985	14,479	14,472	11,756	10,616	10,233	10,279	8,445	הוצאות מכירה ושיווק
4,702	4,853	4,430	3,131	5,552	5,724	6,038	4,433	הוצאות הנהלה וכלליות
12,421	7,947	10,828	10,436	1,249	2,746	3,923	242	רווח מפעולות רגילות
15,129	10,280	13,059	12,014	4,308	5,487	6,494	1,788	EBITDA
43.6%	36.6%	36.3%	36.7%	29.2%	31.8%	29.8%	24.8%	רווח גולמי %
21.0%	19.4%	17.6%	17.0%	17.8%	17.4%	15.1%	15.9%	הוצאות מכירה ושיווק %
6.2%	6.5%	5.4%	4.5%	9.3%	9.7%	8.9%	8.4%	הוצאות הנהלה וכלליות %
16.4%	10.7%	13.2%	15.1%	2.1%	4.7%	5.8%	0.5%	רווח מפעולות רגילות %
19.9%	13.8%	15.9%	17.4%	7.2%	9.3%	9.6%	3.4%	% EBITDA

צורכי הון חוזר גבוהים יחסית למכירות, הנובעים בעיקר מימי אשראי גבוהים ללקוחות

לחברה צורכי הון גבוהים יחסית הנובעים מכך שרכישת חומר הגלם העיקרי – העופרת המיובאת, מתבצעת במזומן ואילו תנאי האשראי ללקוחות הינם רחבים יחסית, בין השאר בשל תנאי אשראי רחבים ללקוחות בחו"ל וללקוחות גדולים מאד בישראל. לקוחות החברה בישראל נוהגים לשלם לה במזומן ועד 170 ימים ממועד האספקה ואילו לקוחות החברה בחו"ל נוהגים לשלם לה עד 240 ימים ממועד האספקה. שיעור צורכי ההון החוזר ביחס למכירות עמד על ממוצע של כ-51% בשנים האחרונות. זהו שיעור גבוה מאוד ביחס לחברות תעשייתיות אחרות (חברות תעשייה בתחום הנניר: שיעור ממוצע של 20-25%; חברות בתחום חומרי בנייה: 40%; חברות בתחום הפטרוכימיה: 25% וחברות בתחום המזון: 15-30%). בשנים 2005 ו-2006 חל גידול ניכר בצורכי ההון החוזר בשל הגידול במכירות, לרבות גידול במכירות לייצוא.

בשנת 2005 חלה הרעה משמעותית בצרכי ההון החוזר, שנבעה בעיקרה מגידול בימי לקוחות, ללא שינוי בימי הספקים, גם ימי המלאי של החברה גדלו בשנה זו בצורה משמעותית, הדבר נבע מעלייה חדשה בשנה זו במחיר חומ"ג, ומעלייה במכירות.

שנפ: יחסי יעילות תפעולית			
12.04	12.05	12.06	
117	129	123	ימי לקוחות
118	144	125	ימי מלאי
60	54	58	ימי ספקים
30.9%	39.5%	35.0%	הון חוזר / מכירות

תזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת המבטאים את הרווחיות הגבוהה של החברה. בשנתיים האחרונות נפגע התזרים השוטף מעלייה בצרכי ההון החוזר בשל הגידול במכירות

תזרים המזומנים, לפני שינויים בהון חוזר, גדל בהתמדה בשנים 2005-2006 בעיקר בשל הגידול בהכנסות וברווחיות. בשנים 2003 ו-2004 התזרים מפעילות שוטפת היה חיובי גם לאחר גידול בהון החוזר, ומימן השקעות ברכוש קבוע בהיקף של 1.5-2.0 מיליון ש"ח לשנה, וכן תשלום דיבידנד לבעלי המניות.

בשנת 2005 התזרים השוטף היה שלילי בשל גידול חד בצרכי הון חוזר, בנוסף, נדרשה החברה לממן השקעה ברכוש קבוע בהיקף של כ-3.0 מיליון ש"ח, שניהם מומנו מעלייה באשראי לזמן קצר. דיבידנד שחולק באותה שנה – בהיקף של כ-10 מיליון ש"ח מומן מרווח ממכירת מקרקעין שהיו בבעלות החברה. בשנת 2006 שוב נרשם תזרים חיובי, גם לאחר עלייה חדשה בצרכי הון חוזר, שמימן, יחד עם גידול נוסף בחוב לזמן ארוך, השקעות גבוהות יחסית ברכוש קבוע ודיבידנד נוסף לבעלי המניות בסך של כ-3.0 מיליון ש"ח.

יחסי כיסוי החוב לתזרים השוטף הינם טובים יחסית ומשקפים איתנות פיננסית טובה יחסית, ותזרימים שוטפים גבוהים, התואמים את מאפייני הפעילות של החברה.

FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006		
7,970	3,636	7,348	11,934		רווח נקי
15,129	10,280	13,059	18,843	EBITDA	תזרים תפעולי לפני מימון, מס ופחת
9,806	7,485	8,923	14,152	FFO	תזרים מפעילות שוטפת לפני הון חוזר
(4,345)	3,816	(12,871)	(9,244)		שינויים בהון חוזר
5,461	11,301	(3,948)	4,908	CFO	סך תזרים מפעילות שוטפת
(1,969)	(1,232)	(2,949)	(4,705)	CAPEX	השקעות ברכוש קבוע
(5,904)	(5,000)	(10,000)	(3,000)	DIV	דיבידנד לבעלי המניות
(2,412)	5,069	(16,897)	(2,797)	FCF	תזרים חופשי
5,368	111	9,828	12,590		סך חוב פיננסי
0.35	0.01	0.75	0.67		חוב פיננסי ל- EBITDA
0.55	0.01	1.10	0.89		חוב פיננסי ל- FFO
0.98	0.01	שלילי	2.57		חוב פיננסי ל- CFO
שלילי	0.02	שלילי	שלילי		חוב פיננסי ל- FCF

איתנות פיננסית טובה יחסית ערב הגיוס. גיוס האג"ח, שנועד בחלקו להחלפת חוב קיים, יעלה את רמת המינוף, אולם זו תקוזז בחלקה על ידי גיוס הון שילווה אותו. רמת הנזילות של נכסי החברה הינה נמוכה יחסית

נכסי החברה כוללים בעיקר רכוש שוטף, ובפרט יתרת לקוחות גבוהה. הנכסים ממומנים בעיקר מהון עצמי (כ-63% מסך המאזן ליום 31.12.2006) ובהתחייבויות שוטפות (כ-34%), ובתוכן גם אשראי לזמן קצר מבנקים, בהיקף של כ-11 מיליון ש"ח ליום 31.12.2006. ערב הגיוס לחברה איתנות פיננסית גבוהה, גם בהשוואה לחברות תעשייתיות אחרות מסוגה. לאחר תאריך המאזן ביצעה החברה מהלך של ניכיון חלק מיתרות הלקוחות מול אחד הבנקים הגדולים. יתרת המזומנים שנוצרה לה ממהלך זה – בהיקף של כ-23 מיליון ש"ח, מיועדת לחלוקת דיבידנד מיוחד ערב הנפקת ההון המתוכננת בחברה. החברה לאורך שנים אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות. להערכת ההנהלה, אין מניעה לחברה להגדיל את האשראי כיום לפי הצורך. לבנקים שעבוד שלילי על כל נכסי החברה כנגד האשראי שהעמידו לה.

שנפ: מאזן מאוחד (אלפי ש"ח)

<u>31.12.2003</u>	<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2006</u>	
288	328	150	704	מזומנים ושווי מזומנים
47,129	43,338	48,833	61,492	לקוחות
3,088	2,956	2,693	3,719	אחרים
17,152	15,199	20,652	21,779	מלאי
67,657	61,821	72,328	87,694	סך רכוש שוטף
9,546	8,075	1,458	440	השקעות בחברות מוחזקות ואחרות
11,107	9,943	10,553	11,309	רכוש קבוע
88,310	79,839	84,339	99,443	סך נכסים
5,368	111	9,828	10,825	אשראי מתאגידים בנקאיים
9,145	7,727	7,745	10,140	ספקים ונותני שירותים
12,208	11,806	9,739	13,229	זכאים ויתרות
26,721	19,644	27,312	34,194	סך התחייבויות שוטפות
-	-	-	1,765	הלוואות מתאגידים בנקאיים
540	636	145	304	התחייבויות לסיום יחסי עובד מעביד נטו
550	408	397	428	מיסים נדחים
60,499	59,151	56,485	62,752	הון עצמי
88,310	79,839	84,339	99,443	סך התחייבויות והון

החברה מתכננת הנפקת הון ואג"ח על מנת לממן צורכי השקעה עתידיים ולהחליף אשראי בנקאי

בכוונת החברה לצאת במהלך משולב של גיוס אג"ח בהיקף של כ-45.0 מיליון ש"ח והנפקת הון בהיקף של כ-34.0 מיליון ש"ח. המזומנים שיזרמו לחברה ממהלך זה, בסך של כ-79 מיליון ש"ח ברוטו (לפני הוצאות גיוס והנפקה) יממנו בחלקם החזר אשראי בנקאי (עד כ-20 מיליון ש"ח) והיתר יופנו להשקעות ברכוש קבוע, העתקת המפעל, ככל שתצא אל הפועל, וייתכן שגם השקעות בפעילויות סינרגטיות. גיוס החוב והנפקת ההון יובילו ביחד להרעה ברמת האיתנות הפיננסית, בהשוואה לרמתה ערב הגיוס. כך, יתר הדברים קבועים, יחס החוב ל-CAP פרופורמה יעלה לשיעור של כ-39% בהשוואה לשיעור של כ-17.0% ליום 31.12.2006. יחס ההון העצמי למאזן, בהנחה של חלוקת הדיבידנד כאמור לעיל וגיוס ההון, ירד לרמה של כ-50%.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמש 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 : CIS01030745M

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") 2007.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.