

פלסטו שק בע"מ

דירוג Issue	סדרה ב'	A3
-------------	---------	----

מידרוג מדרגת בדירוג A3 את אגרות החוב מסדרה ב'. אגרות חוב (סדרה ב'), עומדות לפירעון ב- 5 תשלומים שנתיים שווים ביום 28 בפברואר של כל אחת מהשנים 2007 ועד 2011 (כולל) נושאות ריבית שנתית קבועה בשיעור של 6.6%, המשולמת מדי כל שנה, צמודות (קן וריבית) למדד המחירים לצרכן. סך הגיוס הינו 60 מיליון ₪. מתוך הסכום האמור 12 מיליון ₪ יגויס בעת מימוש כתבי אופציות (סדרה 5) לאג"ח ועד חודש אוגוסט 2004.

אנליסטים:

פרופיל החברה

חברת פלסטו שק בע"מ (להלן: "החברה" או "פלסטו שק") נוסדה בשנת 1982 ע"י מר מאוריס (מוטי) וגברת צילה הרשקו, הפעילים בתעשיית הפלסטיק בישראל מאז שנות ה-70. נכון להיום מוחזקת השליטה בחברה ע"י משפ' הרשקו – (שיעור אחזקה של 35.6%, באמצעות חברה פרטית בבעלות בני הזוג הרשקו) ובידי חברת אמיליה פיתוח (שיעור אחזקה של 35.6%). פלסטו שק הינה חברה ציבורית ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א מאז שנת 1994.

יהודית רוזנברג-צירט
אנליסטית
j.r.cirt@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

פלסטו שק עוסקת בייצור, בפיתוח ובשיווק מוצרי פלסטיק מתוחכמים על בסיס פוליאולפינים כגון: יריעות חד ורב שכבתיות, שקים ושקיות ניילון, מעטפות מאובטחות, מעטפות בלדרות ועוד. כ- 54% מהמוצרים נמכרים כמוצרים סופיים, המשמשים לצורכי אריזה ואחסון ו- 46% הנותרים נמכרים כמוצרים גמורים למחצה (Semi Product) לתעשיות הלמינציה והגומי.

מוצרי החברה מיוצרים בתהליכי אקסטרוזיה וקואקסטרוזיה. חומר הגלם העיקרי המשמש לתהליך הייצור הינו הפוליאטילן. החברה רוכשת את הפוליאטילן ממספר ספקים מובילים בארץ ובחו"ל. החברה מפעילה שני אתרי ייצור. האתר המרכזי ביבנה, שבו ממוקם גם מטה החברה, ואתר נוסף בשדרות אשר נרכש ע"י החברה בשנת 2002 במסגרת רכישת חברת מור תעשיות פלסטיק בע"מ (כיום חברה בבעלות מלאה של פלסטו שק).

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

החברה פועלת בשוק המקומי (כ- 57%) ובחו"ל בעיקר בארה"ב (כ- 22%) ובאנגליה (כ- 9%). מוצריה המובילים בשוק המקומי הינם יריעות פוליאטילן לתעשיית הלמינציה ושקים חזקים במיוחד להובלת כימיקלים. בשוק הבינלאומי מוצריה הבולטים הם מעטפות בטיחות מפלסטיק בעלות פס הדבקה ייחודי (מוגן פטנט) המאפשר גילוי של פתיחה.

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)	Q1-3/03	FY02
מכירות	121,214	140,831
רווח גולמי %	21.0%	24.7%
הון עצמי לסך נכסים	42.0%	38.6%
תזרים מפעילות שוטפת - CFO	7,113	13,198
תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר - FFO	11,561	22,224
FFO לחוב פיננסי נטו	22.0%	38.1%
חוב פיננסי ל- EBITDA	2.8	2.8

אירועים מרכזיים בשנים האחרונות

- בשנת 2003 הסתיימה רכישת מלוא הבעלות בחברת מור תעשיות אשר החלה בשנת 2002. מור תעשיות עסקה בייצור, בפיתוח ובשיווק שקיות המשמשות לאריזות מוצרי צריכה, שקים ויריעות לתעשייה. למור תעשיות אתר ייצור בשדרות. תמורת הרכישה שולם סך של כ- 40 מליון ₪. הרכישה אפשרה את הרחבת כושר הייצור לאחר שפוטנציאל ההתרחבות באתר ביבנה מוצה במלואו.
- בסוף שנת 2001 בוצעה הנפקת מניות וכתבי אופציה לחברת אמיליה פיתוח (מ.ע.ו.פ.) בע"מ (להלן: "אמיליה פיתוח"). כיום מחזיקה אמיליה פיתוח 36.41% מהון המניות של פלסטו שק ומשפי' הרשקו מחזיקה ב- 35.64% מההון. תמורת הנפקת המניות ומימוש כתבי האופציה שילמה אמיליה פיתוח כ- 23 מליון ₪.

אסטרטגיה עסקית

פיתוח מוצרי נישא ייחודיים בעלי ערך מוסף

בכוונת החברה להמשיך ולפתח מוצרי נישא ייחודיים בעלי ערך מוסף גבוה התורמים שיעורי רווחיות העולים על סל המוצרים הבסיסיים ומקנים לחברה יתרונות איכות וייחודיות מול מתחרים בארץ ובעולם. אסטרטגיה זו מתבצעת בעזרת שדרוג מערך הייצור בשדרות וביצוע שיפורים טכנולוגיים ואחרים באופן שוטף.

דגש על הרחבת הפעילות בחו"ל

החברה מתכוונת להעמיק את פעילותה בשווקים הבינלאומיים. לחברה יש יתרונות בשווקים הבינלאומיים. מידרוג מעריכה כי יתרונה בשווקים נובע בעיקר מאיכות וייחודיות מוצריה. דירקטוריון החברה שואף להרחבה משמעותית של היקפי המכירות בשנים הבאות תוך הרחבת הפעילות הבינלאומית בעזרת צמיחה פנימית של פעילות היצוא, רכישה או הקמת חברה יצרנית בחו"ל ובפרט במדינות מערב אירופה או ארה"ב.

העמקת האינטגרציה בין פלסטו שק לבין מור תעשיות

החברה תמשיך בתהליך האיחוד הלוגיסטי והניהולי בין פלסטו שק לבין מור תעשיות. מידרוג מעריכה כי איחוד מחלקות ותפקידים מקבילים יחד עם יצירת מערך מחשבים יעיל יותר עשויים לשפר את מוטת הניהול והבקרה בחברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

מוצרי נישא ייחודיים מקנים לחברה יתרונות איכות אל מול מתחרותיה. תנודות חדות במחיר חומרי גלם העיקרי בתהליך הייצור עלולים לפגוע ברווחיות לטווח קצר. יחד עם זאת, לאורך זמן, החברה מציגה איתנות פיננסית גבוהה ורווחיות יציבה. ניכרת ריכוזיות ניהולית ותלות באנשי מפתח.

גורמי סיכון עסקיים

חומרי גלם בסיסי בתהליך הייצור הנתון לתנודות במחיר

חומר גלם העיקרי בו משתמשת החברה בתהליך הייצור הוא ה- Commodity פוליאטילן. החברה רוכשת את חומר הגלם ממספר יצרנים בארץ ובחו"ל, בהם חברות מהמובילות בעולם.

מחיר הפוליאטילן הינו תנודתי: בשנים האחרונות נע מחיר הפוליאטילן בין 2600 ש"ח לטון לבין 4600 ₪ לטון. מחיר הפוליאטילן הגיע לשיא של 4600 ש"ח לטון במחצית הראשונה של 2003 נוכח העלייה חדה שנרשמה במחירי הנפט עקב המשבר בעיראק. בחוזי ההתקשרות מול לקוחות נשמרת על פי רוב לחברה האפשרות לעדכן את מחירי המכירה בהתאם לשינויים במחירי הפוליאטילן. אולם, החברה מתקשה לעדכן את מחירי המכירה בעיתות של שינויי מחיר חדים ומהירים והדבר פוגע ברווחיותה. החברה פועלת לצמצם את החשיפה באמצעות הגדלה או הקטנה של כמות מלאי חומרי גלם בהתאם למחירים ובכפוף להזמנות קיימות.

ריכוזיות ניהולית ותלות באנשי מפתח

החברה מנוהלת ע"י משפחת המייסדים – משפי' הרשקו אשר מחזיקה מספר תפקידי מפתח ומידרוג מעריכה כי קיימת תלות באנשי מפתח מובילים. מנכ"ל החברה, מר מוטי הרשקו מעורב בניהול הייצור, בקשר עם הלקוחות וביצוע עסקאות רכש מספקים. בכוונת החברה, להפחית את מידת הריכוזיות הניהולית ולפעול לחיזוק פונקציית הכספים בחברה. מידרוג מעריכה כי הפחתת הריכוזיות הניהולית הכרחית נוכח תוכניות ההתרחבות של החברה.

תחרות גבוהה בפרט במוצרי הבסיס בענף

ייצור שקיות לצרכי אריזה מתאפיין בחסם כניסה הוני נמוך יחסית. בהתאם, פלסטו שק פועלת בסביבה תחרותית הן בשוק המקומי והן בשווקים הבינלאומיים במוצר הבסיסי בענף – שקיות לאריזה. כדי לשמר את מעמדה הייחודי, שוקדת פלסטו שק על פיתוח מוצרי נישא בעלי ערך מוסף תוך מתן דגש לחדשנות טכנולוגית.

גורמי סיכון פיננסיים

עליית מחיר חומרי גלם פוגעת ברווחיות

כאמור מתאפיין הפוליאתילן בתנודות גבוהות במחירו. לאלו השפעה על רווחיות החברה ובפרט בעיתות של שינויים חדים במחיר חומרי גלם. לחברה אין יכולת להתגונן באופן מלא מפני תנודתיות שכזו. בתשעת החודשים הראשונים של 2003 נרשמה עליה חדה במחיר הפוליאתילן. עליה זו שחקה את רווחיות החברה בתקופה זו והמרווח הגולמי ירד מרמה ממוצעת של 25.3% בשנים 1999-2002 לשפל של 18.7% ברבעון השני השנה.

ההשקעות המתוכננות ירעו יחסי הכיסוי בטווח הקצר

מידרוג מעריכה כי לאורך שנים מנוהלת החברה תוך שמרנות פיננסית הבאה לידי ביטוי בשימוש במנוף פיננסי נמוך יחסית וביחסי כיסוי חוב נמוכים יחסית. גיוס חוב בהיקף של 60 מליון ₪ יפגע ביחסי הכיסוי בטווח הקצר אם כי רמתם תמשיך לאפיין איתנות פיננסית טובה ומעל לממוצע של חברות דומות. יחס הון עצמי לסך נכסים צפוי לרדת לאחר גיוס החוב מרמה של 42% נכון ליום 30.9.2003 לרמה של 32%. היחס בין ה-EBITDA בניכוי השקעות להוצאות המימון ירד מרמה של 3.6 ערב ההנפקה לרמה של 2.9 לאחר גיוס החוב והוא עלול לרדת עד רמת מינימום של 2.8 בשנה שלאחר מכן. במקביל לסיום תוכנית ההשקעות יחס זה ישתפר. יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA יעלה מ-2.8 למעל 3.5 בשנים הקרובות.

הרחבת היצוא תגדיל את צרכי ההון החוזר

ימי האשראי הניתנים ללקוחות בחו"ל עולה על ימי האשראי הניתנים ללקוחות בארץ. מידרוג מעריכה כי המשך הגידול בפעילות הבינלאומית יעלה את החוב החיצוני הנדרש למימון ההון החוזר.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- המשך פיתוח מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה.
- שיפור מערך הבקרה והמידע בחברה.
- העמקת האינטגרציה בין פלסטו שק לבין מור תעשיות ברמת יעילות הייצור, בקרה וניהול.
- הפחתת הריכוזיות הניהולית.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

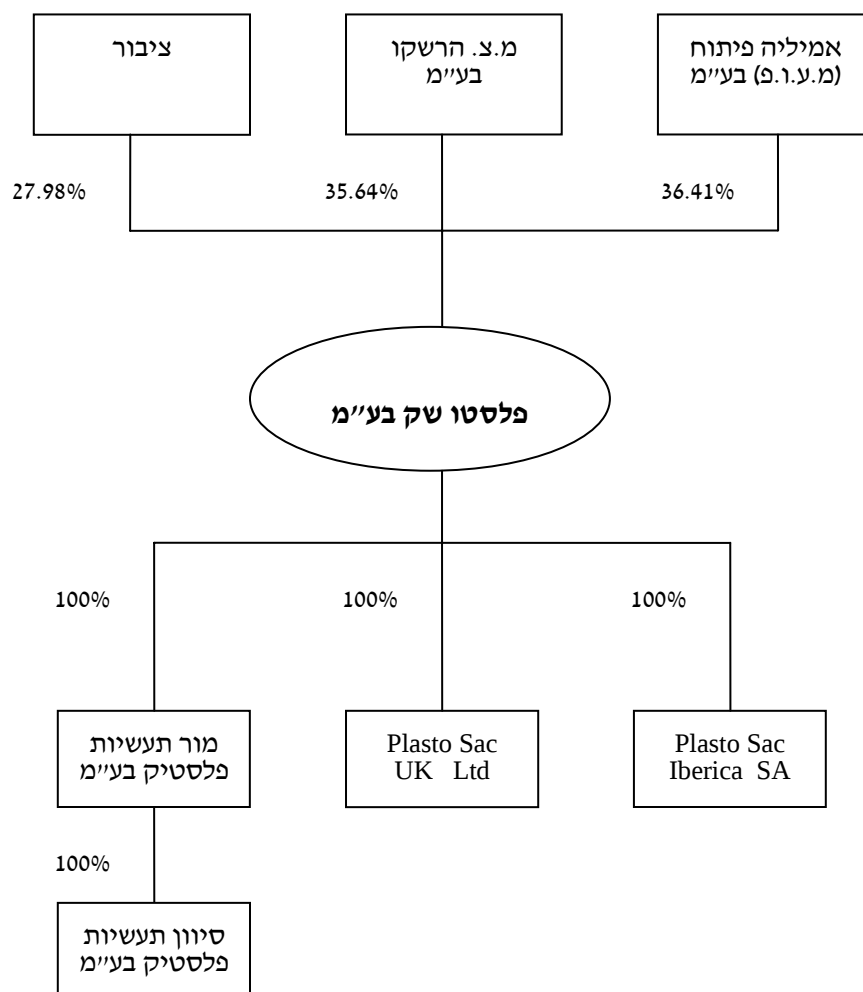
- רכישת פעילויות או חברות אשר מידרוג מעריכה כי קיים חשש ליכולת החברה לבצע אינטגרציה מלאה בפרק זמן סביר.
- ריכוזיות ניהולית על רקע תוכניות הצמיחה בחברה.

תיאור החברה

חברת פלסטו שק נוסדה בשנת 1982 ע"י מר מוטי וגב' צילה הרשקו, הפעילים בתעשיית הפלסטיק בישראל מאז שנות ה-70. נכון להיום מוחזקת החברה בחלקים כמעט שווים ע"י משפ' הרשקו וחברת אמיליה פיתוח, הנשלטת ע"י איש העסקים מר עודד פלר. פלסטו שק עוסקת בייצור ופיתוח מוצרי פלסטיק מתוחכמים על בסיס פוליאולפינים. עיקר מוצרי החברה מיועדים למגזר התעשייתי לדוגמא: יריעות חד ורב שכבתיות לתעשיות הלמינציה, יריעות ושקיות מיוחדות לתעשיית הגומי, יריעות ושקים מיוחדים לאריזת פוספטים, כימיקלים ומלחים ועוד.

לחברה בעלות משותפת בשלושה נכסים בארה"ב: בניין משרדים ומגורים בן 22 קומות וחניון לכ- 800 מכוניות, מתחם ובו 352 יח"ד להשכרה בפלורידה ונדל"ן בפילדלפיה הכולל כ- 1,000 יח"ד.

מבנה החזקות:



מוצרי החברה – סל מוצרים מעורב הכולל מוצרי נישה ייחודיים ומוצרים בסיסיים

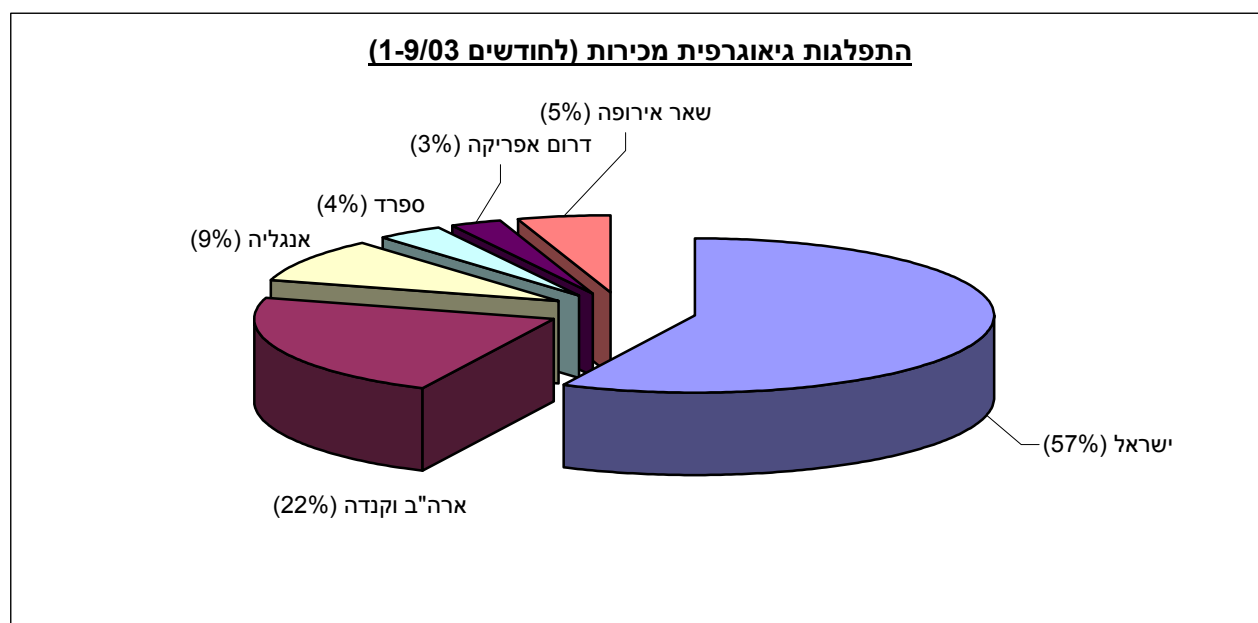
פלסטו שק מייצרת מעל 10 סוגים של משפחות מוצרים. המוצרים נמכרים, חלקם כמוצרים סופיים לתעשיית האריזה והאחסון ולרשתות קמעונאיות, וחלקם כמוצרים גמורים למחצה (Semi Product) לתעשיות הלמינציה והגומי.

לחברה קווי מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה ואופי ייחודי. מידרוג מעריכה כי מוצרים אלו מקנים לחברה יתרון אל מול מתחרותיה בארץ ובעולם. בין מוצרי החברה נמנות יריעות ניילון המגנות על פני השטח של הגומי- לשימוש תעשייתי הצמיגים והגומי; ומעטפות בטיחות בעלות פס ההדבקה המזהה פתיחה- לשימוש מוסדות פיננסיים ומובילי כסף. פס ההדבקה במעטפות הבטיחות מוגן תחת פטנט רשום במרבית ארצות אירופה, ארה"ב, דרום מזרח אסיה ואוסטרליה. בכוונת החברה להמשיך ולפתח מוצרי נישה נוספים ולהעמיק את פעילותה בשווקים הבינלאומיים. במקביל, החברה משמרת את ההכנסות ממוצרים בסיסיים בענף כגון שקים ושקיות; גלילים ויריעות.

במסגרת השיפורים הטכנולוגיים שמבצעת החברה בימים אלה, בחרה החברה לשדרג את מערך הדפוס שלה. מערך זה יאפשר להרחיב בצורה ניכרת את כושר הייצור של מתקן הייצור בשדרות ויאפשר תחילת ייצור מוצרים מודפסים ייחודיים בהיבטים של איכות ההדפסה וגודלה.

לקוחות – פיזור לקוחות ממגוון ענפי משק בארץ ובחו"ל

חברת פלסטו שק פועלת בעיקר בישראל, ארה"ב ואירופה.



מגוון המוצרים אותם מייצרת החברה במפעליה מאפשר לה ליהנות מפיזור רב של לקוחות הנמנים על מגזרי משק שונים בארץ ובחו"ל, לרבות חברות תעשייתיות, גופים ממשלתיים, מוסדות פיננסיים, חברות שירותים ורשתות מסחר קמעונאי. תיק הלקוחות של החברה מורכב מגופים בינלאומיים מובילים בתחומם, לצד מספר חברות קטנות. לחברה אין תלות בלקוח בודד. מרבית הלקוחות שומרים על נאמנות גבוהה כלפי מוצרי החברה במשך שנים רבות. החברה אינה מבצעת ביטוח אשראי כנגד הזמנות מלקוחות. יחד עם זאת בחינה לאורך שנים של מוסר התשלומים מצביעה על רמה נמוכה של חובות אבודים.

ספקים – מספר ספקים בארץ ובחו"ל

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2003, הסתכמה ההוצאה בגין ספקים לתהליך הייצור בכ- 62 מיליון ₪. החברה רוכשת חומרי גלם ממספר ספקים בארץ ובעולם, מהם חברות בינלאומיות מובילות. מרכיב חומרי הגלם ממשפחת הפוליאטילן מהווה כ- 88% מסך הרכישות מספקים. פלסטו שק צורכת כ- 21 אלף טון פוליאטילן בשנה. היתרה מחולקת בין רכישת חומרי עזר ותוספים ושירותי הובלה של חומרי גלם ומוצרים מוגמרים. החברה נוהגת להחזיק במפעליה מלאי חומרי גלם המספיק לחודשיים של ייצור.

ייצור – שני אתרי ייצור

אתר הייצור המרכזי ממוקם באזור התעשייה הצפוני של יבנה. המפעל משתרע על פני שטח של 6.9 דונם מהם 3.7 דונם מקורים והוא כולל 12 קווי אקסטרוזיה וקואקסטרוזיה. קווי הייצור פועלים בשלוש משמרות ביום כ- 363 יום בשנה. מפעל זה מיצר כ- 1,000 טון תוצרת לחודש. מיצוי פוטנציאל הגידול שבמפעל הוביל את הנהלת החברה לבצע רכישה של אתר ייצור נוסף בשדרות, במסגרת רכישת חברת מור תעשיות פלסטיק בע"מ. המפעל בשדרות משתרע על פני שטח בן 20 דונם מהם 8.2 דונם מקורים, וגם בו פועלים קווי הייצור בשלוש משמרות ביום ומייצרים 700 טון תוצרת לחודש. בשני האתרים מתקיימים תהליכי ייצור זהים עם שינויים מתבקשים מאופי המוצרים.

בשני המפעלים מתבצעות בדיקות איכות של חומרים הנכנסים לתהליך ושל המוצרים המתקבלים ממנו, באמצעות מעבדות הממוקמות בשטח הייצור.

תוכנית השקעות במפעל בשדרות

במטרה לשפר את כושר הייצור ולהמשיך לפתח מוצרים בעלי ערך מוסף, החליטה החברה על תוכנית השקעות בהיקף 34 מליון ש"ח במפעל בשדרות. לתוכנית אושר מעמד של "מפעל מאושר" ממרכז ההשקעות. מסלול ההטבות כולל מענק השקעה בשיעור של 24% ומס מופחת בשנים הראשונות. תוכנית ההשקעות כוללת השקעה במערך דפוס חדש (מכונת דפוס 8 צבעים), אקסטרוזר (מתקן ייצור), מכונות חיתוך ובתשתיות הנדרשות.

מתוך תוכנית ההשקעה, 18 מליון ₪ מיועד לרכישת מכונת דפוס המשוכללת בעלת 8 הצבעים. מכונת הדפוס תשפר את איכות וזמינות מערך ההדפסה ותאפשר לפתח קו מוצרים חדש מודפס בגודל פסיעה גדול במיוחד (1.25 מטר). להערכת החברה, ליריעות מודפסות בגדלים אלו ביקוש גבוה בעולם במגוון תעשיות ובהן אריזות מזון לבעלי חיים. הציוד נרכש באירופה ועושה דרכו ארצה. התקנתו במפעל החברה בשדרות צפויה ברבעון הראשון של 2004 ותחילת הייצור מתוכננת ברבעון השני של 2004.

המכונה החדשה היא למעשה מכונה אינטגרטיבית המשלבת בפעילותה תהליכי ייצור מלאים לרבות תהליך למינציה מתקדם, אשר בסופם יכול להתקבל מוצר מוגמר תוך 10 דקות במקום 48 שעות. הדבר מעמיד בפני החברה אפשרויות חדשות וכושר תפוקה גדול עשרות מונים מכושרה כיום. המכונה תאפשר ייצור עצמי של מוצר מוגמר לצרכן סופי במקום ייצור מוצר מוגמר למחצה (semi product) המשווק ליצרני למינציה לצורך המשך עיבודו עד לקבלת המוצר המוגמר. חלק ניכר מלקוחות החברה בישראל הם יצרני הלמינציה. החברה מעריכה כי קשריהם העסקיים עם הלקוחות ימשכו באותם ההיקפים חרף יכולתה הטכנולוגית החדשה וזאת משום שעיקר התוצרת תופנה לשווקים הבינלאומיים.

פיקוח ותקנים

כל חומרי הגלם, התהליכים והמוצרים בחברה כפופים למערכות של בקרה ואבטחת איכות, התואמות את התקנים הלאומיים והבינלאומיים המחמירים ביותר ואת תקני האיכות, הנדרשים ע"י לקוחות באירופה ובארצות הברית.

מור :

- תקן ישראלי (ת"י) 2002 המותאם לתקן הבינלאומי ISO-9002 – תקן איכות.
- BRC - תו תקן בריטי למפעלים המייצרים מוצרי אריזה לקמעוניים. תקן זה הינו וולונטרי ואינו מחייב. תהליך קבלת התקן החל במור עקב דרישות ספציפיות של לקוחות מבריטניה.
- תו ירוק – תו איכות הסביבה (בזכות המחזור).

פלסטו שק :

- ISO 9002. תו תקן לאיכות.

שיווק והפצה – נוכחות בשווקי יעד עיקריים

פעילות החברה מתפרסת על פני היבשות: אמריקה (צפון אמריקה ומרכז); אירופה (מערב אירופה וארצות סקנדינביה), אפריקה (דרום אפריקה); ואסיה (המזרח התיכון).

החברה משווקת את מוצריה באמצעות משרדים וחברות בנות הפועלות מחוץ לישראל או באמצעות מפיץ מקומי. לחברה משרד בעיר רוצ'סטר בארה"ב האחראי על השיווק ביבשת אמריקה. בנוסף, פועלת החברה בארה"ב באמצעות מפיץ מקומי.

באנגליה- הוקמה חברת בת Plasto Sac UK האחראית על שיווק ועל הפצת מוצרי החברה באנגליה ואירלנד. המוצרים העיקריים אותם מפיצה החברה באנגליה הם שקים גדולים לאריזות תוצרת חקלאית.

בספרד - הוקמה חברה בת Plasto Sac Iberca לצורך הפצה ושיווק של מוצרי החברה בספרד, פורטוגל והאיים הקנאריים. בנוסף עובדת החברה עם נציגים בשווייץ, יוון, קוסטה ריקה ובדרום אפריקה אשר מייצגים את מוצרי החברה מול לקוחות פוטנציאליים.

מצבת כח אדם

פלסטו שק מעסיקה 175 עובדים בארץ ובעולם מתוכם כ- 170 בישראל. 115 עובדים מועסקים בשני המפעלים יחדיו (66% מסך העובדים). בתפקידי ניהול שונים מועסקים כ- 21 עובדים (12% מסך העובדים). בחברה מועסקים 4 מהנדסים. ישנם מספר מקרים של כפילות תפקידים וזאת לאחר רכישת מור תעשיות אשר תפקדה כחברה עצמאית טרם רכישתה והחלוקה לשני מפעלים. בכוונת החברה לפעול לביטול כפילויות אלו.

כללי

היקף ענף הפלסטיקה והגומי בישראל בשנת 2003 במונחים כספיים עמד על כ- 13 מיליארד ש"ח, גידול של כ- 18% לעומת השנים 1995-2002 בהם עמד היקף הענף (בממוצע) על כ- 11 מיליארד ש"ח. מספר המועסקים בשנים 1995-2003 עמד על 20,000-21,000 תוך שמירה על יציבות מסוימת.

התפלגות מרבית המכירות בענף הינה כדלקמן: כ- 27% מהמכירות בשנת 2003 (כ- 3.5 מיליארד ש"ח) היו לתעשיות האריזה, כ- 23% (כ- 3 מיליארד ש"ח) - לחקלאות, כ- 16% (כ- 2 מיליארד ש"ח) - לצריכה ביתית, וכ- 13% (כ- 1.7 מיליארד ש"ח) - לענף הבניה. תעשיית האריזה כוללת שקיות, יריעות, למינציה, ומיכלי אחסון. הערכה התאחדות התעשיינים היא כי סגמנט השקיות מהווה 26% מסך מוצרי האריזה והיקפה כ-1 מיליארד ש"ח בשנה.

מנתוני הענף עולה כי חלקה של פלסטו שק בסך המכירות של מוצרי האריזה קטן ועומד על כ- 4% וחלקה בסגמנט השקיות והיריעות עומד על כ- 17%.

היקף היצוא בשנת 2003 עמד על כ- 6.0 מיליארד ש"ח (כ- 47% מסך ההכנסות), לעומת כ- 5 מיליארד ש"ח בשנים 1999-2002 (כ- 45% מסך ההכנסות). עיקר הייצוא היה לגוש האירופאי (55%-3.3 מיליארד ש"ח) ולצפון אמריקה (33%-2.0 מיליארד ש"ח).

חומר הגלם העיקרי של הענף הינו פוליפרופילן (כ- 310,000 טון, 36% מסך צריכת חומרי הגלם לתעשייה זו) ופוליאטילן (כ- 270,000 טון, 30% מסך צריכת חומרי הגלם לתעשייה זו). פלסטו שק צורכת כ- 8% מסך הצריכה הארצית של פוליאטילן.

פוליאטילן-חומר הגלם העיקרי, מוגדר כ- Commodity

נהוג להבחין בין מס' סוגים עיקריים:

1. פוליאטילן בצפיפות נמוכה (LDPE)- משמש כח"יג למוצרי אריזה רכה, שימושים חקלאיים (יריעות וצנרת), כלי בית, בידוד חשמלי ותרמי ועוד.
2. פוליאטילן בצפיפות גבוהה (HDPE)- משמש כח"יג ליצוק שקיות במגוון עוביים ושימושים.
3. פוליאטילן בצפיפות נמוכה ליניארית (LLDPE)- תחליף זול ל LDPE.

מוצר זה נמצא בשלב הבוגר של חייו. קצב הצמיחה של הצריכה העולמית של פוליאטילן הוא כ- 2% לשנה. בישראל, מהווה צריכת הפוליאטילן בצפיפות נמוכה, כ- 40% מסך צריכת הפוליאטילן. חברת כרמל אולפינים הינה יצרנית יחידה של פולימר זה בישראל ומספקת את מרבית הכמות הנדרשת ממנו (מעמד של מונופול). בשל התהוות עודפי פוליאטילן בעולם והשחיקה במחירו, התחזק מעמדן של יבואניות הפוליאטילן בצפיפות נמוכה בישראל.

מחיר הפוליאטילן בצפיפות נמוכה כפוף לפיקוח בהתאם לצו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (מחיר הפוליאטילן), התשס"ב-2002. הפיקוח על המחיר המרבי מתעדכן עפ"י פרסומי ה- Platt's בסוף החודש. מנגד, מוטל מכס על יבוא פוליאטילן לישראל בשיעור של 8% ממדינות עולם שלישי. מחירי הפוליאטילן מושפעים מהגורמים הבאים: מחירי הנפט הגולמי ובעקבותיו מחירי חומרי הזינה, כדוגמת, אתילן ופרופילן (הן הנוכחיים והן על פי חוזים עתידיים); היקף המלאים הקיים; תחזיות לצמיחה כלכלית; אירועים חריגים, כדוגמת, המשבר בעיראק; היקף הייצור הנוכחי (ההיצע קשיח יחסית); היקף ייצור עתידי - תוצאת סגירה או פתיחה של מתקנים נוספים.

מתחרות החברה בארץ

עיקר התחרות מתמקדת במוצרי האריזה הבסיסיים, כדוגמת, שקיות לרשתות שיווק. מספר המתחרים בתחום זה רב. במוצרי האריזה המתקדמים, כדוגמת אלו המיוצרים ע"י החברה, מספר המתחרים קטן יותר, בין השאר, בשל ההשקעות הנדרשות בציוד.

אקסטרא פלסטיק

אקסטרא פלסטיק הינה אחת המתחרות העיקריות בפלסטו שק בשוק המקומי. מניות חברת אקסטרא פלסטיק נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב. אקסטרא פלסטיק עוסקת בייצור 3 סוגי מוצרים עיקריים:

- שקיות פוליאטילן לפי הזמנה ובהתאם לדרישות הלקוח. ברוב המקרים נושאות השקיות את הדפסת המותג של הלקוח.
- שקיות לשימוש ביתי, בעיקר שקיות אשפה בגדלים שונים.
- שקיות Heavy Duty בגליל המשמשים לאריזה בתעשייה. הקו פועל מסוף שנת 2001.

כ- 25% ממכירות החברה הן בשווקים הבינלאומיים ובעיקר בארה"ב ובריטניה. החברה מציינת כי בסוף שנת 2001 פתחה משרד מכירות בארה"ב המאויש ע"י עובד אקסטרא פלסטיק. בשנת 2002 גדלו מכירות אקסטרא פלסטיק בארה"ב בכ- 45% לעומת שנת 2001 ומספר הלקוחות גדל. בעלי מניותיה העיקריים הם חברת "דנשר" וחברת "י.י. טיטלבאום" המחזיקות, כל אחת, בכ- 45% מהון מניותיה.

להלן נתונים השוואתיים עיקריים:

פלסטו שק			אקסטרא פלסטיק			
FY02	Q1-3/02	Q1-3/03	FY02	Q1-3/02	Q1-3/03	
140,831	96,767	121,214	74,446	54,149	63,515	מכירות
24.7%	23.4%	21.0%	19.5%	20.4%	15.7%	רווח גולמי %
9.8%	10.5%	10.2%	8.1%	8.2%	9.0%	הוצ' מכירה %
5.2%	5.4%	4.5%	8.3%	8.4%	7.5%	הוצ' הנה"כ %
38.6%	29.5%	42.0%	23.9%	23.9%	24.1%	הון עצמי לסך נכסים
22,921	14,044	15,450	10,552	9,471	6,111	EBITDA
13,198	6,544	7,113	10,620	7,765	-1,684	תזרים מפעילות שוטפת CFO
22,213	11,478	11,561	6,960	5,996	3,229	תז' מפ. שוטפת לפני שינויים בהון חוזר - FFO
38.1%	16.6%	22.0%	14.7%	13.7%	6.3%	לחוב פיננסי נטו FFO
2.5	4.9	3.4	4.5	4.6	8.4	חוב פיננסי נטו ל - EBITDA
2.6	5.6	6.8	186.0	8.5	12.1	חוב פיננסי נטו ל - EBITDA-CAPEX

מנתוני ההשוואה עולות המסקנות הבאות:

- פלסטו שק פועלת בהיקפי מכירות כפולים מאלו של אקסטרא פלסטיק.
- פלסטו שק מצליחה להשיג מרווח גולמי יותר מהמתחרה. בתשעת החודשים הראשונים של 2003 תוצאות שתי החברות נפגעו כתוצאה מעליה חדה במחירי חומרי גלם עקב משבר עיראק ועליית מחירי הנפט.
- שיעור הוצאות המכירה ביחס לסך המכירות נמוכות מעט באקסטרא פלסטיק מאלו של פלסטו שק. הדבר נובע להערכת מידרוג, ממערך הפצה שונה. אקסטרא פלסטיק מפיצה את מוצריה בעזרת מפיץ חיצוני (חברת דנשר).
- רמת הוצאות ההנהלה והכלליות ביחס למכירות נמוכה בפלסטו שק בהשוואה למתחרות. מידרוג רואה בכך נקודת חוזק של פלסטו שק בהשוואה למתחרה.
- לאקסטרא פלסטיק מנוף פיננסי גבוה בהשוואה לפלסטו שק. נתון זה משליך על כל יחסי הכיסוי בהם ניכר עדיפות לפלסטו שק. להערכת מידרוג, גם לאחר גיוס חוב בסך 60 מ' ש' יחסי הכיסוי של פלסטו שק יהיו טובים מאלו של המתחרה.
- תזרים המזומנים של פלסטו שק טוב יותר בהשוואה למתחרה. נציין כי מעבר אקסטרא פלסטיק לתזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת בתשעת החודשים הראשונים של 2003 נובע משחיקת הרווח הגולמי כאמור לעיל ומגידול בסעיף לקוחות. מידרוג מניחה כי הגידול בסעיף הלקוחות הינו פועל יוצא מהגדלת היצוא.
- לפלסטו שק יכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהה ויציבה יותר בהשוואה למתחרה.

פלסטניר

חברה פרטית העוסקת בייצור מוצרי אריזה שונים, ביניהם, שקיות אריזה מודפסות מסוגים שונים לפי דרישות הלקוח, יריעות מתכווצות לאריזה ויריעות לכיסוי לשימוש בתעשייה, חקלאות (כדוגמת יריעות בננה) ובניין. בין לקוחות פלסטניר: אסם, דלתא, סנו, חוגלה, זוגלובק, שופרסל, גולף ועוד. לחברה לקוחות בארה"ב ובאירופה.

פוליאון

חברה פרטית המייצרת מוצרים רב-שכבתיים לאריזת מוצרי אלקטרוניקה והיי טק עדינים, למוצרים שבירים מחרסינה, זכוכית וקריסטל ואריזות ייחודיות לשמירת הטרייות של מוצרי חקלאות המיועדים לייצוא. בנוסף, פיתחה פוליאון מכסה הרמטי רב שכבתי המיועד לסגירה אטומה של מוצרים ארוזים בגביעים, מגשים, בקבוקים וצנצנות.

ניהול ואסטרטגיה

ניהול – תלות באנשי מפתח, הסכמי הצבעה בין בעלי השליטה

פלסטו שק מנוהלת ע"י משפחת המייסדים – משפ' הרשקו, אשר מרכזת מספר תפקידים. מידרוג מעריכה כי קיימת תלות באנשי מפתח מובילים. יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה מר מוטי הרשקו מעורב בניהול הייצור, בקשר עם הלקוחות ובביצוע עסקאות רכש מספקים.

בתחילת דצמבר 2001 התקשרה החברה עם אמיליה פיתוח בהסכם לפיו הנפיקה החברה לאמיליה פיתוח מניות וכתבי אופציה. על פי ההסכם, התחייבה אמיליה פיתוח לממש כתבי אופציות בהיקף, שיביא לכך ששיעור ההחזקה שלה לא יעלה על שיעור ההחזקה של מ.צ. הרשקו בע"מ.

התמורה מההנפקה האמורה שימשה לצורך מימון רכישת 90% ממניות חברת מור תעשיות פלסטיק, אשר הוחזקו בידי בעלי השליטה בחברה, מ.צ. הרשקו בע"מ. התמורה המיידית לחברה מהנפקת המניות עמדה על כ- 17 מליון ₪. תמורה נוספת בסך של 6.3 מליון ₪ התקבלה במהלך הרבעון השני של שנת 2003 עת מימשה אמיליה פיתוח את כתבי האופציה.

להלן הרכב בעלי עניין נכון לחודש דצמבר 2003

בעלי עניין	שיעור החזקה
מ.צ. הרשקו בע"מ*	35.64%
אמיליה פיתוח (מ.ע.ו.פ) בע"מ**	36.41%
קרנות בל"ל	7.08%
ציבור	20.9%

* חברה בבעלות ה"ה מר מוטי הרשקו ואשתו, גב' צילה הרשקו.

** לשעבר ח.ל. מימון ושירותים בע"מ, חברה הרשומה למסחר בבורסה. אמיליה פיתוח (מ.ע.ו.פ) בע"מ מוחזקת בשיעור של כ- 77% ע"י מר עודד פלר.

בין חברת מ.צ. הרשקו בע"מ ואמיליה פיתוח קיימים הסכמי הצבעה אשר מגדירים מספר נושאים לגביהן תקבע הסכמה טרם ההצבעה באסיפה הכללית. בין הנושאים הרלוונטיים: חלוקת דיבידנד, שינוי תקנון החברה, כל עסקה הקשורה לבעל עניין, מינוי דירקטורים וקביעת מספרם. על פי ההסכם, אם ירד שיעור החזקה של אחד מבעלי השליטה אל פחות מ- 33%, מן האחזקות המשותפות, יבוטלו הסכמי ההצבעה הנ"ל, למעט בנושא בחירת דירקטורים.

אמיליה פיתוח עסקה בתחום המימון החוץ בנקאי, לרבות החכרת כלי רכב וציוד ומתן הלוואות לזמן ארוך ולזמן קצר. בשנת 2001 (לאחר רכישת השליטה בחברה ע"י מר עודד פלר) החליטה אמיליה להקטין את היקף פעילותה בתחום המימון החוץ בנקאי ולפעול לשינוי מיקוד החברה לתחום ההשקעות. במסגרת זו, בוחנת הנהלת אמיליה השקעות של חברות בתחומי התעשייה, לוגיסטיקה, תשתית וסחר. ההשקעה בפלסטו שק הינה השקעתה הראשונה של אמיליה פיתוח. מידרוג מעריכה כי לאמיליה פיתוח עודפי נזילות אשר יאפשרו לה השקעות נוספות בעתיד מבלי לקשור אותן להחזקתה בפלסטו שק. השקעות בתחום הפלסטיק יוצעו לפלסטו שק. לאחרונה קיימת זכות סירוב להשקעות אלו.

נתונים פיננסיים עיקריים אמיליה פיתוח	30.9.03
הון עצמי	139,938
מתוכו, עודפים לחלוקה*	14,120
מזומן והשקעות לז"ק	90,422
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	24,344
הלוואה מחברה כלולה	7,933
סך מאזן	183,580

* ממועד רכישת אמיליה על ידי בעל השליטה הנוכחי, חולק דיבידנד בסך של כ- 30 מליון ₪, בדומה לרווח בתקופה זו. סכום זה כולל תשלום דיבידנד בסך של כ- 12 מליון ₪ בתחילת דצמבר 2003 אשר הביא להקטנת יתרת הרווח אשר נותר לחלוקה לכ- 2 מליון ₪. יתרת המזומנים קטנה, על בסיס נתוני ספטמבר 2003 ולאחר חלוקה זו לכ- 78 מליון ₪.

אסטרטגיה עסקית - הרחבת הפעילות הבינלאומית, שיפור מערך הבקרה

מדיניות השקעות

בכוונת החברה לבצע את תוכנית ההשקעות הנוכחית של שדרוג המפעל בשדרות ע"י הכנסת מכונות חדישות ומתוחכמות יותר שיחליפו חלק מן המכונות הישנות הקיימות. מידרוג מעריכה כי רענון קווי הייצור יאפשר עמידה בדרישות איכות גבוהות ופיתוח מוצרים חדשים.

הרחבת הפעילות בחו"ל

החברה פועלת להרחבת הפעילות בחו"ל בעזרת צמיחה פנימית ובוחנת אפשרויות לרכישת חברות ייצור דומות במדינות מערב אירופה או ארה"ב.

מדיניות שיווק

אסטרטגיית השיווק היא להתאים את המוצר לצרכי הלקוח. לחברה קבוצת מוצרי נישה ומידרוג מעריכה כי זהו יתרונה היחסי. מוצרי הנישה מניבים מרווחים גבוהים יותר מקבוצת מוצרי הבסיס ועל כן המשך פיתוח מוצרים אלו מכפה ואף יותר על רווחיות חלשה במוצרי הבסיס. מטרת החברה היא לפתח ולעבד מרכיב מוצרי הנישה המתקדמים בתיק הלקוחות על חשבון המרכיב הבסיסי יותר של המוצרים הבסיסיים. החברה פועלת ליצירת קשרים עסקיים נוספים עם מפיצים מובילים, העובדים עם רשתות וחברות בינלאומיות גדולות.

רה-ארגון מבני

הטמעת מור תעשיות ואתר הייצור בשדרות בתוך פלסטו שק טרם הושלמה. החברה תמשיך לפעול באיחוד מחלקות שונות הן במונחי כוח אדם וניהול והן במונחי ציוד ולוגיסטיקה. בימים אלה שוקדת החברה על שיפור מערכות המידע והמחשוב תוך איחוד המידע של שני המפעלים ויצירת בסיס מידע כולל.

בנוסף, פועלת החברה לחיזוק מערך הכספים בחברה באמצעות קליטת אנשי מקצוע נוספים בתחום זה. מידרוג מעריכה כי הפחתת הריכוזיות הניהולית הכרחית נוכח תוכניות ההתרחבות של החברה.

מדיניות ניהול מלאי חומרי גלם

מדיניות החברה היא לבצע הזמנה של חומרי גלם רק על בסיס הזמנה קיימת בחברה. החברה לא מחזיקה מלאי יותר מחודשיים, אלא במקרים חריגים. על מנת להתגבר על תנודתיות במחירי חומרי גלם פועלת החברה להגדלה מסוימת של מלאי חומרי גלם בתקופות בהן רמת המחיר נמוכה יחסית ולהיפך וסוגרת רכישת חומרי גלם כנגד הזמנות קיימות.

מדיניות בקרת איכות

החברה מקפידה לבצע באופן עצמאי בקרת איכות במפעלים. חומרי הגלם בהם משתמשת החברה מאושרי תקן FDA והיא עצמה מחזיקה בתקנים לאומיים ובין לאומיים בנושאי איכות: תקן ישראלי ת"י 2002 המותאם לתקן הבינלאומי ISO-9002; תקן BRC ותו תקן ירוק לאיכות הסביבה (למור בלבד).

מדיניות ניהול סיכונים שוק

בסעיפי ההתקשרות עם לקוחות נשמרת לחברה האפשרות לעדכן את מחירי המכירה בהתאם לשינויים במחירי חומרי הגלם. מידרוג מעריכה כי לחברה אין יכולת להתגונן באופן מלא ולעדכן את מחיר המכירה בעיתות של תנודה חדה ופתאומית במחיר חומרי גלם.

חשיפה מטבעית

לחברה עודף נכסים צמודי מט"ח על פני התחייבויות צמודות מט"ח בהיקפים של עד 10 מליון ₪. החברה מבצעת עסקאות הגנה רק כנגד שינויים חדים בשערי מט"ח.

האחראי לניהול סיכונים השוק בחברת פלסטו שק בע"מ הינו מר מוטי הרשקו, יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה והחברות הבנות. האחראי לניהול סיכונים השוק במור הינו מר משה חבר, מנהל הכספים.

מדיניות גיוס חוב

כחלק מתוכנית גיוס הון הנפיקה החברה בפברואר 2004 אגרות חוב (סדרה ב') בלתי סחירות של החברה. תמורת הגיוס תסתכם בכ- 60 מליון ₪. מזה, 48 מיליוני ₪ יגויסו מיידית והיתרה, 12 מיליוני ₪, תגויס עד לחודש אוגוסט 2004 ובכפוף למימוש כתבי אופציה (סדרה 5) לאגרות החוב (סדרה ב').

אגרות חוב (סדרה ב'), רשומות על שם, עומדות לפירעון ב- 5 תשלומים שנתיים שווים ביום 28 בפברואר של כל אחת מהשנים 2007 ועד 2011 (כולל), שם נושאות ריבית שנתית קבועה בשיעור של 6.6%, המשולמת מדי כל שנה, כפי שנקבע באגרת החוב הכללית, צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן.

חלק מתמורת ההנפקה מיועד למימון תוכנית ההשקעות במפעל בשדרות, שפורטה לעיל.

מדיניות חלקת דיבידנדים

בתשקיף החברה קיימת החלטה עקרונית של דירקטוריון החברה לפיה מדיניות החברה תהא לחלק מדי שנה לפחות 30% מהרווחים השוטפים של החברה (על בסיס שנת) לפני מס כדיבדנד לבעלי המניות. בשנים האחרונות חילקה החברה מידי שנה דיבדנד בהיקף 2-3 מיליון ₪. לחברה עודפים לחלוקה, אשר נובעים מתוך ריווחי מפעל מאושר. לחברה אין כוונה לחלק דיבדנד מתוך עודפים אלו.

ניתוח פיננסי – גידול מתמיד במכירות וברווחיות האבסולוטית, איתנות פיננסית גבוהה

גידול מתמיד במכירות וברווחיות האבסולוטית, הן כתוצאה מצמיחה פנימית והן בשל רכישת השליטה במור תעשיות.
מכירות החברה במהלך השנים האחרונות גדלות בעקביות מרמה של כ- 89 מליון ₪ בשנת 2000 לרמה של כ- 150 מליון ₪ בשנת 2003 (בגילום שנתי, על פי נתוני שלשת הרבעונים הראשונים של שנת 2003). הגידול המשמעותי והחריג במכירות נרשם בשנת 2002 ובשלשת הרבעונים הראשונים של שנת 2003 כתוצאה מרכישת השליטה בחברת מור תעשיות וכתוצאה מאיחוד תוצאות מור תעשיות בדוחות החברה החל מהרבעון השני של שנת 2002.

מכירות החברה מתאפיינות בעונתיות, כאשר הרבעון הרביעי הוא הרבעון החזק ביותר. כך, ברבעון הרביעי של שנת 2002 הסתכמו מכירות החברה בכ- 44.7 מליון ₪, כ- 31% מסך המכירות השנתיות. שיעור ה- EBITDA למכירות עמד ברבעון הרביעי של שנת 2002 על כ- 19.8%, לעומת ממוצע שנתי של כ- 16.3%. מידרוג מעריכה כי אחת הסיבות להיות הרבעון הרביעי חזק עונתית נובעת מצרכי לקוחות מתחום הקמעונאות, הנערכים למכירות חג המולד.

בתקופה ינואר- ספטמבר 2003 ובפרט ברבעון השני של 2003 נרשמה ירידה בשולי הרווח כפי שניתן לראות בשיעור ה- EBITDA וה- EBIT מהמכירות. ירידה זו נובעת מעלייה חדה במחירי חומרי הגלם החל מסוף שנת 2002 בשל המשבר בעיראק. מחיר הפוליאתילן הגיע לרמה של 4600 ש"ח לטון לעומת רמה ממוצעת של 3500 ש"ח לטון. עליה זו פגעה בשיעור הרווח הגולמי כיוון שהחברה לא הצליחה לעדכן את מחירי המכירה בהתאם.

התפלגות מכירות החברה מעידה על הגדלת חלק המכירות בחו"ל לעומת המכירות בארץ. הדבר תואם את מגמת החברה להרחיב את פעילותה בחו"ל.

לחברה יחס גבוה וחיובי של EBITDA להוצאות מימון מדווחות. לאחר גיוס חוב בהיקף מתוכנן של 60 מ ₪ ירד היחס בין ה- EBITDA בניכוי השקעות להוצאות המימון מרמה של 3.6 ערב ההנפקה לרמה של 2.9 לאחר גיוס החוב והוא עלול לרדת עד רמת מינימום של 2.8 בשנה שלאחר מכן. במקביל לסיום תוכנית ההשקעות ישתפר היחס. יחס החוב הפיננסי ל- EBITDA יעלה מ- 2.8 למעל 3.5 בשנים הקרובות.

הכנסות ורווחיות					
FY00	FY01	FY02	Q1-3/02	Q1-3/03	אלפי ₪ (מותאמים למדד ספטמבר 2003)
89,272	93,559	140,831	96,767	121,214	מכירות
	4.8%	*50.5%		*25.3%	שיעור השינוי
30.0%	31.2%	42.5%	40.7%	42.7%	משקל המכירות ליצוא מסך המכירות
14,362	15,323	22,921	14,044	15,450	Ebitda
16.1%	16.4%	16.3%	14.5%	12.7%	Ebitda למכירות
9,507	9,542	13,739	7,301	7,740	Ebit
10.6%	10.2%	9.8%	7.5%	6.4%	Ebit למכירות
1,889	1,854	3,033	1,737	2,126	הוצאות מימון, נטו, כמדווח בדוח רווח"פ
7.6	8.3	7.6	8.1	7.3	Ebitda למימון
4,996	7,091	11,532	4,902	4,595	רווח נקי
5.6%	7.6%	8.2%	5.1%	3.8%	רווח נקי למכירות

*תוצאות Q1-3/02 כוללת באופן חלקי את תרומת מור תעשיות.

נתונים רבעוניים עיקריים						
Q102	Q103	Q202	Q203	Q302	Q303	אלפי ₪ (מותאמים למדד ספטמבר 2003)
20,868	37,215	37,138	40,405	38,760	43,590	מכירות
	*78.3%		8.8%		*12.5%	שעור השינוי
37.2%	35.7%	41.4%	42.5%	42.0%	48.9%	משקל המכירות ליצוא מסך המכירות
1,285	808	2,160	637	1,458	3,151	רווח נקי
3,836	5,013	5,590	4,152	4,533	6,283	Ebitda
18.4%	13.5%	15.1%	10.3%	11.7%	14.4%	Ebitda למכירות
2,407	2,408	2,931	1,627	1,880	3,704	Ebit
11.5%	6.5%	7.9%	4.0%	4.9%	8.5%	Ebit למכירות
5.5	6.8	41.2	3.5	5.5	33.6	Ebitda למימון
6.2%	2.2%	5.8%	1.6%	3.8%	7.2%	רווח נקי למכירות

*תוצאות הרבעון הראשון של 2002 אינן כוללות את מור תעשיות.

גידול בחוב בשנת 2002 למימון רכישת השליטה ב"מור תעשיות" והקטנת החוב מתחילת שנת 2003. מידרוג מעריכה כי הנפקה שבוצעה תגדיל בטווח הקצר את החוב אך תתרום בעתיד לתזרים מפעילות שוטפת.

תזרים מזומנים ויחסי כיסוי					
FY00	FY01	FY02	Q1-3/02	Q1-3/03	אלפי ₪ (מותאמים למדד ספטמבר 2003)
9,918	9,387	13,198	6,455	7,113	תזרים מפעילות שוטפת - CFO
-2,191	-4,289	-9,026	-4,934	-4,448	שינויים בהון חוזר
10,694	13,274	22,224	11,389	11,561	תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר-FFO
-12,778	-2,015	-165	-1,791	-7,786	השקעות ברכוש קבוע - CAPEX
-3,968	3,561	10,091	1,722	-4,094	תזרים מזומנים פנוי - FCF
960	-	17,240	17,240	8,478	הנפקת הון
3,541	-8,059	7,501	14,339	-6,125	שינוי בחוב
511	-3,425	1,900	-1,968	-611	שינוי במזומן ושווי מזומן

לחברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת בכל השנים הנסקרות. הגידול החד בתזרים השוטף בשנת 2002 נובע, רובו ככולו, מגידול ברווחיות מהפעילות העצמית של החברה (ללא פעילות מור תעשיות).

התזרים השוטף מאפשר לחברה לממן השקעות ברכוש קבוע כחלק מתוכנית ההשקעות הכוללת. ההשקעות ברכוש קבוע מתחילת שנת 2003, בסך של כ- 7.8 מליון ₪, הם חלק מתוכנית השקעות בסך כולל של כ- 34 מליון ₪. לדברי הנהלת החברה, מיועדת תמורת הנפקת האג"ח להמשך ביצוע ההשקעות.

משנת 2002 גייסה החברה באמצעות הנפקת הון כ- 25.7 מליון ₪, מתוכם, כ- 17.2 מליון ₪ במהלך שנת 2002. רוב הגיוס נובע מהנפקת מניות ומימוש כתבי אופציה למניות על ידי אמיליה פיתוח. תמורה זו אפשרה לחברה לממן חלק מרכישת השליטה במור תעשיות (במהלך 2002 בסכום כולל של כ- 40 מליון ₪). יתרת המימון לרכישה הושג ע"י שימוש בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת (13.2 מליון ₪) וע"י הרחבת סדרה א' להמרה במהלך 2002 (6.2 מליון ₪).

במהלך השנים חלה עליה ביחסי כיסוי החוב, בעיקר כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי הכולל לאחר רכישת מור תעשיות. עליה זו הרעה את יחסי הכיסוי הרלוונטיים.

מנוף פיננסי ונזילות					
אלפי ₪ (מותאמים למדד ספטמבר 2003)	30.9.03	30.9.02	31.12.02	31.12.01	31.12.00
חוב לזמן קצר	15,519	21,922	23,233	7,027	8,214
חוב לזמן ארוך	41,776	48,618	40,531	24,197	29,952
סה"כ חוב	57,295	70,540	63,764	31,224	38,165
נכסים נזילים	4,837	1,583	5,451	4,082	7,275
חוב נטו	52,458	68,957	58,313	27,142	30,891
הון עצמי	81,333	65,051	71,681	48,833	45,552
סך הנכסים	193,459	189,965	185,621	112,653	106,750
הון עצמי לסך הנכסים	42.0%	34.2%	38.6%	43.3%	42.7%
FFO לחוב	29.4%	22.0%	38.1%	48.9%	34.6%
חוב ל- EBITDA	2.8	3.8	2.8	2.0	2.7
EBITDA-CAPEX	7,664	12,253	22,756	13,308	1,584
חוב ל- (EBITDA-CAPEX)	5.6	4.3	2.8	2.3	24.1

יחסי האיתנות חושבו מבלי להתחשב בנדל"ן בארה"ב בו שותפה החברה ביחד עם אחרים. השווי המאזני של ההשקעה בחברות הבנות אשר מחזיקות את הנכסים עמד ביום 31.12.2002 על 2.8 מליון ₪. מימוש הנכסים וחלוקת התמורה לבעלי המניות עשוי לשפר במידית את יחסי הכיסוי והאיתנות הפיננסית. משנת 2004 הנכסים יניבו לחברה תזרים מזומנים חיובי אשר יגיע ברמה שנתית לכ- 450 אלפי \$ לפני מס.

החברה מדווחת כי ימי האשראי ללקוחות בחו"ל עומדים על כ- 180 יום, לעומת כ- 100 יום במוצע ללקוחותיה המקומיים. ימי האשראי הממוצעים מספקים בארץ ובחו"ל הינם בין 75-90 יום. מעבר לכך שימי האשראי ללקוחות גבוהים מימי האשראי מספקים, בולטת העובדה שיתרת האשראי מספקים נמוכה מהותית מיתרת האשראי ללקוחות. פירוש של דבר, שעל החברה לממן את האשראי ללקוחות ממקורות חיצוניים כבנקים או מתזרימי מזומנים שוטפים. מידרוג מעריכה כי המשך הגידול בפעילות הבינלאומית תעלה את אשראי הלקוחות ותגדיל את החוב החיצוני הנדרש למימון ההון החוזר.

שונות

החברה העמידה שעבוד קבוע ללא הגבלת סכום על כל המפעלים, הרכוש הקבוע, הממסרים והזכויות מכל סוג להבטחת התחייבויות לזמן ארוך ולזמן קצר לבנקים ולהבטחת התחייבות לביצוע תוכנית ההשקעות עפ"י כתב אישור ממרכז ההשקעות.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

- 0 הכנסות נטו : הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
- 0 הוצאות ריבית (Interest) : הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
- 0 הוצאות מימון תזרימיות (Cash Interest) : הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
- 0 EBIT : הכנסות- הוצאות תפעוליות+ (-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
- 0 EBITA : EBIT + הפחתות
- 0 EBITDA : EBIT + פחת+ הפחתות
- 0 נכסים (Assets) : סך נכסי החברה במאזן
- 0 חוב (Debt) : חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
- 0 CAPITALIZATION (CAP) : חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
- 0 השקעות הוניות (Capital Expenditures - Capex) – השקעות ברוטו בציד ובמכונות.
- 0 תזרים מזומנים (Gross Cash Flow - GCF) – רווח נקי+פחת+הפחתות+מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
- 0 תזרים מזומנים מפעילות (Cash Flow From Operation- CFO) :
- 0 הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד.
- 0 הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
- 0 מקורות מפעילות (Funds From Operation- FFO) :
- 0 הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר
- 0 הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
- 0 תזרים מזומנים פנוי (Retained Cash Flow - RCF) – תזרים מזומנים (GCF) –דיבידנד.
- 0 תזרים מזומנים חופשי (Free Cash Flow - FCF) – תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

יחסי כיסוי:

- 0 יחס כיסוי ריבית (Interest Coverage) - (EBIT+תרגום ממט"ח- הוצאות אחרות)

הוצאות ריבית (Interest)

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.
	A	לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.
	Ca	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.
	C	אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CIP00102010460M

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").

כל המידע הכלול במסמך זה מוגן על פי דיני זכויות יוצרים ואין להשתמש בו, להעתיקו, לשכתבו, לשכפלו בכל דרך שהיא ואין להפיצו, להעבירו, למוכרו, לחלקו או לאחסנו לצורכי שימוש כלשהו בעתיד, ללא אישור מראש ובכתב של מידרוג בע"מ. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוניו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. מידרוג לא תישא באחריות כלפי אדם או גוף כלשהו במקרה של אובדן או נזק, חלקי או מלא, ישיר או עקיף, לרבות אובדן רווח, שייגרמו כתוצאה מטעות (הנובעת מרשלנות או מכל סיבה אחרת) אשר בשליטתה או מחוץ לשליטתה של מידרוג או של מי מהדירקטורים שלה, מנושאי המישרה שלה מעובדיה או מסוכניה, בכל הנוגע לאיסוף, ניתוח, השלמה, פרשנות, או פרסום מידע, וזאת אפילו אם מידרוג קיבלה התראה מראש לגבי האפשרות כי ייווצרו נזקים הנובעים מהשימוש במידע או מאי האפשרות להשתמש בו. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין בהם כדי לקבוע עובדה או ליתן מצג 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שמרבית המנפיקים 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.