

מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ

מעקב | ינואר 2022

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית

liatk@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

מפעלי ע. שפ ושות' בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה מפעלי ע. שפ ושות' בע"מ ("שפ" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1140086	A2.il	יציב	15/01/2024

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב נתמך במעמד עסקי מוביל של החברה ופיזור על פני שלושה קווי עסקים בשוק המוצרים הנלווים לרכב בישראל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות. על פי הערכות החברה, שפ מחזיקה נתח שוק של כ-45% בשוק המצברים לרכב, בין 30%-28% בשוק צמיגי הרכב באמצעות אחזקתה (50%) בקבוצת כסלו, ובין 25%-20% בשוק האבזור לרכב, באמצעות אחזקתה (50%) באדי מערכות. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות בינוני בגודלו, עם הכנסות (בממוצע) בהיקף של כ-455 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שמסתיימים ב-30 בספטמבר 2021, תוך התמקדות בענף המוצרים לכלי הרכב בישראל. רמת הפיזור העסקי של החברה סבירה, אך עם זאת, שלושת מגזרי הפעילות הינם חלק משוק הרכב ולחברה חשיפה ותלות גבוהה בשוק זה.

שוק הרכב נהנה בשנה האחרונה מרוח גבית, לאחר מספר שנים בהן חלה ירידה מתמשכת במסירות, אשר הגיעה לשיאה בשנת 2020 בעקבות התפשטות נגיף הקורונה. בשנת 2021 נרשם גידול של כ-35% במסירות כלי רכב חדשים¹ וזאת על רקע התאוששות מהירה יחסית של הכלכלה המקומית. יש לציין כי על אף הקיטון בהיצע כלי הרכב העולמי בשל שיבושים בשרשרת האספקה הגלובלית, היצע כלי הרכב החדשים בשוק המקומי לא הושפע באופן ניכר, לאור הגדלה ניכרת של מלאי כלי הרכב לקראת סוף שנת 2020 על ידי יבואני הרכב, על מנת למנוע אי ודאות באספקה ומתן מענה לביקוש הגובר. מידרוג מעריכה כי מגמה זאת תימשך במתינות, תוך התייצבות בשנים הקרובות, לאור מיצוי הביקושים בשוק ולאור מדיניות ממשלתית המעודדת שימוש באמצעי תחבורה חלופיים, תוך המשך פיתוח של תשתיות תחבורה ציבורית. להערכתנו, גידול מתמשך במצבת כלי הרכב ההיברידיים לצד חדירת כלי רכב חשמליים לשוק הרכב הישראלי בשנים האחרונות, צפוי לקבל ביטוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך וצפוי לפגוע בביקושים לחלק ממוצרי החברה, בדגש על המצברים.

ענף המוצרים הנלווים לכלי רכב בישראל מאופיין להערכתנו בסיכון עסקי בינוני. מחד, ביקושים יציבים וצמיחה סולידית, לאור היותם מוצרים בסיסיים, לצד הגידול במצבת כלי הרכב בישראל לאורך זמן. מאידך, רמת תחרות גבוהה יחסית, אשר אינה צפויה להשתנות נוכח חסמי כניסה נמוכים מצד יבוא. הכנסות החברה בממוצע בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 רשמו גידול של כ-13% למול תקופה מקבילה אשתקד, עם שיפור בכל המגזרים כשעיקר הגידול נבע ממגזרי האבזור (כ-25%) והצמיגים שהציגו גידול בשיעור של כ-18%, בעיקר בשל התאוששות המשק וגידול במסירת כלי הרכב החדשים. בתחום המצברים הציגה החברה גידול בשיעור של כ-5%, בעיקר בשל מכירת מצברים משומשים. רווחיות החברה נתמכת ביתרונותיה היחסיים בדמות מותגים חזקים במגזר המצברים והצמיגים ומערך הפצה רחב ויעיל. רווחיות החברה, הנבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 רשמה החברה רווחיות תפעולית של כ-11.1%, זאת לעומת כ-8.1% בתקופה המקבילה אשתקד (הושפעה לשלילה בעיקר מהשפעות נגיף הקורונה) וכ-7.4% בממוצע בשנים 2018-2020. השיפור נבע בעיקר משיפור בתנאי הסחר במגזר המצברים, בשל התחזקות השקל מול הדולר והאירו (כ-6.5% ו-8.3% בהתאמה, בין תקופות אלו) שהיוו גורם ממתן בעל השפעה מקזזת לעלויות במחירי העופרת ובעלויות ההובלה וכן מהנבה של צעדי התייעלות שבוצעו

¹ על סמך הערכות החברה נמדד במונחים כמותיים

² על סמך הערכות החברה נמדד במונחים כמותיים

³ לפי נתוני איגוד יבואני הרכב בישראל

עקב התפשטות נגיף הקורונה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2022 החברה תציג הכנסות (במאות) בטווח שבין 470-490 מיליון ₪, בהמשך להתאוששות של המשק ממשבר הקורונה וחזרה לאזור הצמיחה הטבעית שאפיינה את הענף. אנו מניחים בשנת 2022 רווחיות גולמית (במאות) בטווח שבין 25%-27% למול רווחיות גולמית של כ-27.3% לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.21. אלו יביאו ל-EBITDA באיחוד יחסי (כולל אחזקות החברה בשרשור⁴ בראליאנס) שתסתכם סביב 55-60 מיליון ₪ לשנה בשנים 2021-2022, זאת לעומת EBITDA של כ-61 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2021. סכום המקורות מפעולות FFO צפוי לעמוד בטווח שבין 45-50 מיליון ₪ לשנה (כ-38 מיליון ₪ בתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2021).

ליום 30.09.2021 לחברה חוב פיננסי ברוטו מותאם (באיחוד יחסי כולל אחזקות החברה בשרשור בראליאנס) של כ-124 מיליון ₪ (ללא שינוי ביחס ל-30.09.2020).

אנו מעריכים השקעות הוניות ותשלומי דיבידנד בהיקף של כ-25 מיליון ₪ ו-10 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2022 בהתאמה, לצד גידול בצרכי הון חוזר של כ-10 מיליון ₪ בשנה בממוצע (בעיקרו נובע מגידול במלאים). כל אלו צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי שנתי (FCF), באיחוד יחסי, בשנת 2022 של 15-20 מיליון ₪.

יחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA (באיחוד יחסי כולל אחזקות החברה בראליאנס) שופר במהלך שנת 2021 (א2.0 בשנים עשר החודשים שהסתיימו ב-30.09.2021 לעומת 3.1x בתקופה המקבילה אשתקד) ובשנת 2022 צפוי להערכתנו להוות דומה סביב 2.0x, זאת בהשוואה ליחסי כיסוי של 2.5x בשנת 2020, שיפור שנבע מגידול ב-EBITDA ומירידה בחוב. יחס הון למאזן (במאות) ליום 30.09.2021 עמד על שיעור של כ-57% (כ-61% ליום 31.12.2020). מידרוג לוקחת בחשבון כי ראליאנס, המוחזקת על ידי החברה בשירשור בשיעור של 25% מאופיינת ביחסי מינוף חלשים יותר אשר בשקלול הכולל מעיבים על איתנות החברה.

נזילותה של החברה סבירה עם יתרות נזילות בסך של כ-10 מיליון ₪ נכון ליום 30.9.2021 ומסגרות אשראי פנויות (ברובן) בסך של כ-73 מיליון ₪, מתוכן כ-35 מיליון ₪ מחייבות. לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח בסך כ-14 מיליון ₪ בכל שנה במשך השנתיים הקרובות. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של לפחות 35% מהרווח הנקי. במהלך שנת 2021 חילקה החברה דיבידנד בהיקף משמעותי (בסך 17 מיליון ₪), גבוה משנים עברו (ממוצע תלת שנתי לשנים 2018-2020 הנו של כ-4.7 מיליון ₪). לצורך החלוקה הגדילה החברה את המינוף באיחוד היחסי באמצעות העמדת אשראי בכסלו תחבורה. לחברה אמות מידה פיננסיות אשר עומדת בהן במרווח מספק.

ב-10/2021 השלימה קבוצת שגריר את רכישת סך האחזקות (29.17%) של קרן ס.ה סקיי השקעות בחברה. רכישה אשר הנה רכישה אסטרטגית לקבוצת שגריר. אנו נבחן לאורך זמן את חילופי הבעלות בחברה ומידת השפעתם על המדיניות הפיננסית של החברה תוך התייחסות לתאבון הסיכון של בעלי המניות ולמידת האיזון בין בעלי המניות לבעלי החוב.

במסגרת השיקולים הנוספים בדירוג, מידרוג הביאה בחשבון את מבנה האחזקות של החברה, המכיל מרכיב גבוה של זכויות מיעוט (בחברות הבנות כסלו ואדי מערכות), המעלה את סיכון האשראי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, בהתאם לתרחיש הבסיס, כי החברה תשמור על מעמדה העסקי בכלל מגזרי הפעילות ותציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסים.

⁴ 25%.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- חלוקת דיבידנד מהותית בשנפ, אשר תוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA של 3.0x על בסיס איחוד יחסי
- שחיקה ברווחיות ובהיקף התזרימים מעבר לתרחיש הבסיס

שנפ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	9M 2020	9M 2021	
582	564	452	415	293	330	הכנסות ממכירות
9.7%	7.8%	4.9%	9.7%	8.1%	11.1%	רווח תפעולי %
12.0	7.9	6.0	7.8	7.4	14.2	רווח תפעולי להוצאות מימון (באיחוד יחסי)
54%	53%	54%	61%	60%	61%	הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) למאזן
3.5	4.8	5.0	2.5	3.1	2.0	חוב מותאם ל-EBITDA באיחוד יחסי*

* יחסי הכיסוי מוצגים באיחוד יחסי של החברות כסלו תחבורה בע"מ, אדי מערכות וראליאנס, בהן מחזיקה החברה, בתקופות הרלוונטיות, 50%, 50% ו-25% מהון המניות, בהתאמה. יחסי הכיסוי מחושבים לאורך 4 רבעונים שעד למועד החתך.

שנפ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות, במיליוני ₪

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	9M 2020	9M 2021	מגזר המצברים
158	186	192	199	140	147	מכירות
11	(19)	11	21	13	22	רווח מגזרי לפני מס
מגזר הצמיגים						
210	202	* 139	139	95	112	מכירות
14	27	*7	15	11	18	רווח מגזרי לפני מס
מגזר האבזור						
214	176	121	78	58	72	מכירות
40	16	(30)	2	0	10	רווח מגזרי לפני מס

* הקיטון בהשוואה לתקופה מקבילה נבע מיציאה מאיחוד של פעילות חברת כסלו חקלאות כחלק מעסקת ראליאנס.

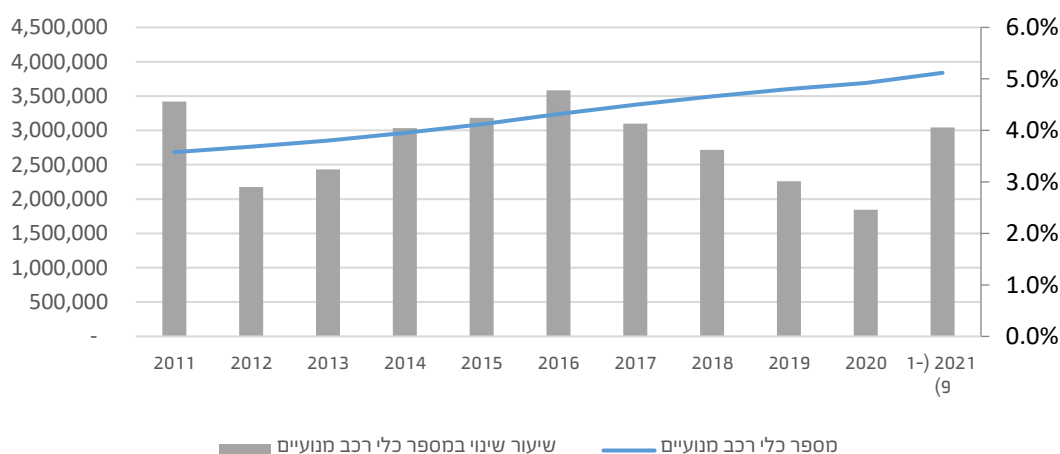
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**סיכון ענפי בינוני נוכח ביקושים יציבים הנתמכים בגידול כלי הרכב בישראל ומגד רמת תחרות גבוהה ובידול מוגבל**

החברה פועלת בשלושה תחומים בענף המוצרים הנלווים לרכב בישראל: מגזר המצברים, מגזר הצמיגים ומגזר האבזור. הצמיחה בביקוש למצברים הינה נמוכה במעט מצמיחת צי הרכב, בעיקר בשל שיפורים טכנולוגיים התורמים להארכת חיי המצברים ובשל הצערת הגיל הממוצע של צי הרכב בארץ. שנת 2021 הייתה שנת שיא במסירות כלי רכב בישראל. מידורג מעריכה כי מגמה זאת תימשך במתינות בשנת 2022. הביקוש למצברים ולצמיגים הינו קשיח יחסית, נוכח היותם מוצר חיוני ובסיסי לכלי הרכב שנועד להחלפה כל 2-4 שנים, אך בעל בידול נמוך כתלות באופי הלקוח (מוטה איכות או מוטה מחיר). להערכתנו, גידול מתמשך במצבת כלי הרכב ההיברידיים, לצד חדירת כלי רכב חשמליים לשוק הרכב הישראלי בשנים האחרונות, צפוי לקבל ביטוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך ולפגוע בסביבת הביקוש למצברים. שוק המצברים מאופיין בשנים האחרונות בתחרות הולכת וגוברת, המלווה בשחיקה בשיעורי הרווחיות, אשר הובילה למעבר הדרגתי של חלק מהשחקנים בשוק ליבוא חלף יצור מקומי. הצורך בביסוס מערך שיווק והפצה נרחב ואיתן מהווה חסם משמעותי בשל מאפייני המכירה. חסמים נוספים הינם איכות ומוניטין המוצר ואיתנות פיננסית, המאפשרת תנאים נוחים ללקוחות החברה. בשנת 2025 תחזית חדירת רכב חשמלי בישראל מניחה כי שיעור המכירות של כלי רכב חשמליים מסך כלי

הרכב הפרטיים החדשים צפוי לגדול משמעותית ולעמוד על כ- 5.30% בהתאם לתוכנית הממשלה, החל משנת 2030 תיאסר כניסת כלי רכב לישראל המונעים בבנזין או בסולר, ו-100% מכלי הרכב החדשים בישראל יונעו בעזרת חשמל וגז טבעי דחוס. נציין, כי החברה עוקבת אחר התפתחויות אלו וקיבלה החלטה להיכנס לתחום תשתיות הטעינה לרכבים חשמליים בישראל.

שוק הצמיגים הינו מבוזר יחסית ופועלים בו יבואנים רבים העוסקים ביבוא צמיגים תחת שמות מותג, במקביל ליבוא צמיגים זולים שאינם ממותגים. אנו מאפיינים שוק זה כתחרותי ביותר, המתאפיין בחלקו ברגישות מחיר ונאמנות לקוח נמוכה. בשנים האחרונות גדל היצע הצמיגים הזולים והלא ממותגים מסין, אינדונזיה ומזרח אירופה. העדפת מותגים זולים אלו על ידי הלקוחות הביאה לגידול כמותי במכירות, אך במקביל הובילה להתגברות התחרות ולשחיקה ברווחיות יבואניות הצמיגים הרשמיות. מחירי הצמיגים והמצברים המקומי מושפע, בין היתר, משערי החליפין, ממחירי חומרי הגלם העיקריים (עופרת וגומי), וכן מעודפי היצע בעולם ומחירי ההובלה המשפיעים על כדאיות היבוא. בארבעת החודשים שהסתיימו ב-30.09.2021 הציג מגזר זה גידול בהיקף של כ-18%, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בשל התאוששות המשק מהשפעות התפשטות נגיף הקורונה. נציין, כי מגמה של יבוא רכבים מאובזרים צפויה להשפיע בעתיד לרעה על היקף פעילות החברה בתחום זה. התחום מבוזר יחסית ופועלים בו שחקנים רבים המייבאים, משווקים ומספקים שירותי התקנה של אבזור מגוון לרכב, בין היתר, נוכח חסמי כניסה נמוכים בעיקר מול צרכנים פרטיים, ובינוניים ומול לקוחות מוסדיים. קשר עסקי יציב עם יבואני הרכב מהווה מרכיב חשוב בהצלחה בתחום זה. אנו מאפיינים שוק זה בנאמנות לקוחות מוגבלת ורמת תחרות גבוהה.

כלי רכב מנועיים בישראל, שנים 2011-2021⁶



מעמד עסקי מבוסס בתחום המצברים הנשען על מיתוג חזק ומערך הפצה

מיצובה העסקי של החברה ניזון מגיוון מוצריה על פני שלושה קווי פעילות עיקריים - מגזר ייבוא ושיווק של מצברים באמצעות פעילות שנפ סולו (כ-44% מסך המכירות במאוחד לתשעה חודשים הראשונים של שנת 2021), מגזר ייבוא ושיווק של צמיגים באמצעות אחזקה (50%) בקבוצת כסלו (כ-34% מסך המכירות במאוחד) ומגזר שירותי אבזור כלי רכב באמצעות האחזקה (50%) בחברת אדי מערכות (כ-22% מסך המכירות במאוחד). מעמדה של החברה נתמך בנתחי שוק גבוהים במגזרי המצברים והצמיגים, אשר להערכתה נאמדים בכ-45% ובין 30%-28%, בהתאמה, לצד מיצוב גבוה של חברת אדי מערכות, אשר משתקף בנתח שוק של 25%-20%. לצד זאת, חשיפת שלושת קווי הפעילות לשוק הרכב וריכוז פעילות החברה בשוק המקומי מגביל את מיצובה העסקי.

⁵ מקור IEA, איגוד יבואני הרכב ועיבודי BDO יוני 2021

⁶ הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, כלי רכב מנועיים בישראל בשנת 2020, פרסום מיום 31.08.2021, רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה מס' 4, 2021, פרסום מיום 22.12.2021 ועיבודי מידורג.

מכירות החברה הסתכמו בכ-330 מיליון ₪ (באיחוד מלא) בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021, למול היקף הכנסות של כ-293 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ-13%, בעיקר כתוצאה מהתאוששות המשק מהשפעות התפשטות נגיף הקורונה ומגידול במסירות רכבים חדשים בשנת 2021. עיקר הגידול נובע ממגזרי הצמיגים והאבזור, בשל שינוי תמהיל המכירות במגזר הצמיגים וגידול במסירות הרכבים במגזר האבזור, שהיוו גורם ממתן למגמה של יבוא רכבים מאובזרים, אשר כאמור משפיעה לרעה על היקף פעילות מגזר האבזור.

מיצובה העסקי של החברה מוסיף להישען במידה רבה על מעמדה הבכיר בתחום השיווק וההפצה של מצברים בישראל, גם בהיותה יבואנית, כאשר המצברים המיובאים ממשיכים להימכר תחת המותג שנפ, ומיוצרים בהתאם למפרט החברה. לחברה מותג חזק המבוסס על ותק רב ואמינות וכן נוכחות רחבה ובולטת אצל קמעונאים וסיטונאים. החברה שומרת על נתח שוק יציב לאורך השנים, וזאת להערכת מידרוג באמצעות מחירים תחרותיים ומתן דגש על איכות המוצרים, השירות וגמישות האספקה. לחברה פיזור רחב של לקוחות הנתמך בשרשרת הפצה רחבה בפריסה ארצית, המהווה להערכתנו יתרון תחרותי התומך במיצובה העסקי. מידרוג מניחה כי רמת התחרות תיוותר גבוהה למול השחקנים העיקריים בשוק: וולקן וטלרון מצברים.

במגזר הצמיגים פועלת החברה באמצעות אחזקה של 50% בקבוצת כסלו המשווקת צמיגים לכלי רכב פרטיים, לרכבי הובלה וכן לכלי רכב וציוד חקלאיים, וזאת בשמות מותגים מובילים ובראשם "קונטיננטל". כסלו הינה המפיצה הבלעדית של צמיגי קונטיננטל בישראל (הסכם הפצה בלעדי עד לשנת 2023). בשוק הצמיגים כסלו הינה בין השחקנים המובילים מבחינת נתח השוק.

במגזר האבזור עוסקת החברה, באמצעות אדי מערכות, ביבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים רחב לשוק הרכב בישראל, הכוללים מערכות שמע, מולטימדיה, נוחות, בטיחות, תקשורת, מיגון, איתור ועוד. עיקר לקוחותיה של אדי מערכות הנם יבואני כלי רכב כדוגמת טלקאר, קרסו, UMI וקבוצת מאיר, וכן לקוחות מוסדיים בעלי צי רכב וחברות ליסינג. בניגוד למגמה שאפיינה את השנים 2018-2020, התחזקה פעילות אדי מערכות במהלך השנה האחרונה, בעיקר נוכח ההתאוששות בשוק כלי הרכב החדשים ומגמת הגידול במסירות כלי רכב אצל יבואנים עימם היא עובדת. החברה רואה בהשקעות אותן היא מבצעת בחברות הזנק בתחום הרכב כמנוע צמיחה עיקרי לשנים הבאות. יחד עם זאת, נכון למועד הדוח היקף פעילויות אלו אינו מהותי.

התאוששות המשק ותנאי סחר נוחים תרמו לעלייה בשיעורי הרווחיות בשנת 2021. צפי להתמתנות בשנת 2022

רווחיות החברה, הנבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 רשמה החברה רווחיות תפעולית של כ-11.1%, זאת לעומת כ-8.1% בתקופה המקבילה אשתקד (הושפעה לשלילה בעיקר מהשפעות נגיף הקורונה) וכ-7.4% בממוצע בשנים 2018-2020. השיפור נבע בעיקר משיפור בתנאי הסחר במגזר המצברים, בשל התחזקות השקל למול הדולר והאירו (כ-6.5% ו-8.3%, בהתאמה, בין תקופות אלו), שהיוו גורם ממתן בעל השפעה מקזזת לעלויות במחירי העופרת ובעלויות ההובלה וכן מצעדי התייעלות שבוצעו עקב התפשטות נגיף הקורונה, אשר הביאו לשיפור ברווחיות התפעולית במגזר זה.

מגזר הצמיגים הציג רווחיות תפעולית לתשעה חודשים לשנת 2021 שעמדה על כ-11.9% בתקופה זו, בהשוואה לכ-11.1% בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר השיפור נבע משיפור בתנאי הסחר, בעיקר ירידה בשער הדולר לצד ירידה במחיר הגומי, שהיוו גורם ממתן להתייקרות ניכרת בעלויות ההובלה.

מגזר האבזור הציג גידול בשיעור של כ-25% בסך המכירות בעקבות גידול בכמות ההתקנות (כפועל יוצא מהתאוששות בסך מסירת הרכבים החדשים), שהיוו גורם ממתן למגמה של יבוא רכבים מאובזרים. כתוצאה מכך, הציג המגזר שיפור ברווח התפעולי שעמד על 7.7% לתשעה חודשים לשנת 2021 לעומת 7.1% בתקופה המקבילה אשתקד.

מידרוג מעריכה כי בשנת 2022 תימשך מגמת ההתאוששות במסירות ו/או הטמעת חלק מהמוצרים בשוקי יעד נוספים, אך רמת המסירות תיוותר נמוכה יחסית לתקופת טרום התפשטות הנגיף. יצוין כי בחודש ספטמבר 2021 החלה חברה מוחזקת, סיטי טרנספורמר בסבב גיוס בסך כולל של עד 15 מיליון \$ (לפי שווי של 90 מיליון \$ לפני הגיוס), בהתאם לכך עודכנה ההשקעה של החברה בסך של כ-7.3 מיליון ₪ שנרשמו כהכנסות אחרות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2022 החברה תציג הכנסות (במאות) בטווח שבין 470-490 מיליון ₪, בהמשך להתאוששות של המשק ממשיבר הקורונה וחזרה לאזור הצמיחה הטבעית שאפיינה את הענף. אנו מניחים רווחיות גולמית (במאות) בטווח של 25%-27%, אשר תושפע בטווח הזמן הקרוב מהמשך מגמת ההתייקרות בעלויות העופרת וההובלה, תוך שמירה על תמהיל דומה במגזר הצמיגים, לצד תנאי ש"ח נוחים שיתרמו לרווחיות.

החברה צפויה לשמור על מינוף נמוך התומך בדירוג תוך קיטון בחוב וייצור תזרימי מזומנים יציבים אך צרים יחסית

החוב המותאם ברוטו נכון ליום 30.9.2021 הסתכם בכ-124 מיליון ש"ח וזאת בהשוואה לכ-118 מיליון ₪ ליום 31.12.2020. מחד, גידול באשראי בכסלו תחבורה (לטובת תשלום דיבידנד לשנפ) ומנגד הקטנת החוב בשנפ סולו. אנו מניחים כי החברה תמשיך לשמור על רמת החוב הפיננסי הנכחי או תקטין בצורה מתונה, באם תייצר תזרימי חיובי, כמצוין מטה.

מידרוג צופה כי בשנים 2021-2022 תסתכם ה-EBITDA של החברה (באיחוד יחסי כולל אחזקות החברה בראליאנס) בטווח של 55-60 מיליון ₪, זאת לעומת EBITDA של כ-61 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2021. תרחיש הבסיס נשען על ההנחות העיקריות הבאות: (1) עלייה במכירות בכ-6.0%, אשר נתמכת בגידול הן בכמויות הנמכרות והן במכירות החברה בפועל לאור המשך מגמת ההתאוששות במשק. (2) ירידה מתונה ברווחיות התפעולית בשנת 2022 בהשוואה לשנת 2021, נוכח אי וודאות בנוגע לעלויות ההובלה הגבוהות, שער הדולר ובמחירי העופרת והגומי.

כמו כן, אנו מעריכים השקעות הוניות ותשלומי דיבידנד בהיקף של כ-25 מיליון ₪ ו-10 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה, לצד עלייה בצורכי ההון החוזר של כ-10 מיליון ₪ בשנה במוצע. כל אלו צפויים להביא לתזרימי מזומנים חופשיי שנתי (FCF) בשנת 2022, בהיקף של בין 15-20 מיליון ₪.

יחסי הכיסוי של החברה נמצאים במגמת שיפור בשנת 2021. יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA (באיחוד יחסי) עמד על כ-2.0x נכון ליום 30.9.2021 (כ-2.5x בשנת 2020), והושפע לחיוב מהגידול ב-EBITDA בשל הגידול ברווח הגולמי בשנה זו. בשנות התחזית אנו מניחים כי יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA יעמוד סביב 2.0x ויחס רווח תפעולי להוצאות ריבית ינוע סביב 10.0. יחס הון עצמי לסך מאזן בשנות התחזית צפוי להמשיך להיות גבוה, בדומה ליום 30.9.2021, כ-57%.

הנזילות נבחנת בדגש על פעילות החברה סולו והינה סבירה לרמת הדירוג

רמת הנזילות של החברה סבירה. אנו מעריכים כי בשנת 2022 שנפ (סולו) תייצר מקורות מפעולות (FFO) בין 23-28 מיליון ₪ ובנוסף, אנו מניחים כי שנפ תחלק דיבידנד בהיקף של כ-3 מיליון ₪. כל אלו יביאו לתזרימי חופשיי (FCF) שינוע בטווח שבין 18-24 מיליון ₪ (לפני שינויים בהון החוזר). צורכי ההון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי בניכוי ספקים) הממוצעים של החברה לשנתיים האחרונות עומדים על כ-63% מסך המכירות. הנזילות הושפעה לשלילה מעלייה בצרכי ההון החוזר, עקב גידול בפעילות ועלייה חדה במלאי, המוסברת בהצטיידות לקראת המשך צמיחה במכירות ועקב התארכות בזמני האספקה כתוצאה ממשיבר הקורונה העולמי.

לחברה פירעונות שוטפים של כ-14 מיליון ₪ קרן אג"ח לשנה. להערכת מידרוג, נזילות החברה על בסיס סולו הינה טובה למול צורכי פרעון החוב בשנה הקרובה, ונסמכת על היקפי מקורותיה מפעולות, מזומנים שהיא צפויה לצבור עד לסוף 2022, ומסגרות אשראי חתומות (ברובן) ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-73 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2021. נציין, כי החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות בכל החברות המוחזקות.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה האחזקות של החברה והפרופיל העסקי שלה מגבילים את הדירוג

מבנה האחזקות של החברה, המכיל מרכיב גבוה של זכויות מיעוט (בחברות הבנות כסלו ואדי מערכות), מעלה את המורכבות העסקית והפיננסית, ומשפיע לשלילה על סיכון האשראי של החברה. כמו כן, נציין, כי הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות נמוך ביחס לרמת הדירוג.

מטריצת הדירוג

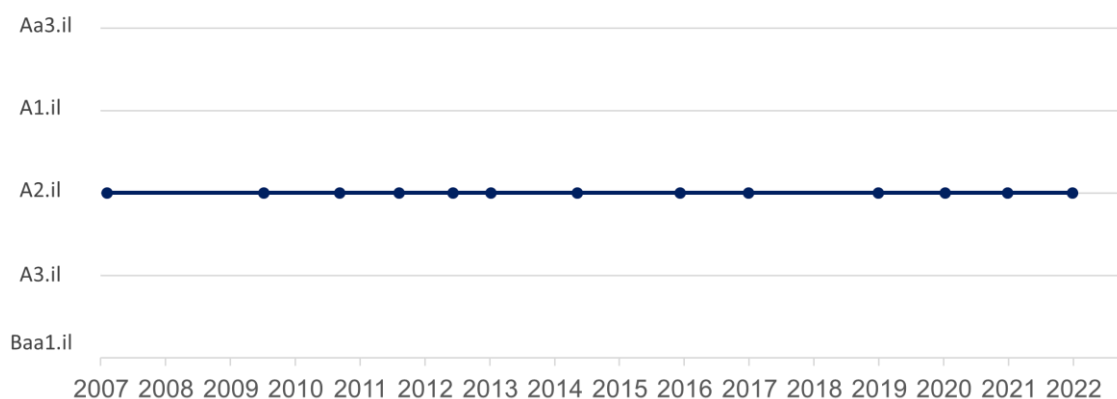
תחזית מידרוג		LTM 30.09.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	470-490 מיליון ₪	Baa.il	453 מיליון ₪	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	רווחיות
Aa.il	9.5%-8.5%	Aa.il	11.7%	שיעור רווח תפעולי	
Aaa.il	58%-55%	Aaa.il	57.2%	הון עצמי / מאזן	
Aa.il	2.0x	Aa.il	2.0x	חוב / EBITDA *	
Baa.il	30-36 מיליון ₪	Baa.il	44.5 מיליון ₪	FFO *	פרופיל פיננסי
Aaa.il	10.0x	Aaa.il	14.3x	רווח תפעולי / הוצ' מימון *	
A.il		A.il		מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. * באיחוד יחסי כולל אחזקות החברה בשרשור (25%) בראליאנס.

אודות החברה

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייבוא, שיווק ומכירה של מצברים בעיקר לשוק המקומי. עד לסוף שנת 2018 עסקה שנפ גם ביצור מצברים במפעל בנתניה, פעילות שהופסקה בתחילת שנת 2019. שנפ מחזיקה 50% מהון המניות בחברות "כסלו תחבורה בע"מ" ו-"כסלו חקלאות בע"מ" (לשעבר "החברה הישראלית לצמיגי חקלאות" ו-"אליאנס שיווק ישראל בע"מ"). הפועלות בתחום היבוא והשיווק של צמיגי רכבים פרטיים, מסחריים, חקלאיים וציוד טכני תחת שמות המותג "קונטיננטל", "קופר", אליאנס ועוד. בחודש ינואר 2017 השלימה החברה עסקה לרכישת 50% מחברת אדי מערכות העוסקת בתחום יבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים ומערכות לשוק הרכב בישראל. בינואר 2019 הושלמה "עסקת ראליאנס" בה התמזגה "החברה הישראלית לצמיגי חקלאות" בצוותא עם קבוצת ראלי-דקה, תחת חברה כלולה - ראליאנס. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד ב-35.85% מהון המניות, וקבוצת שגריר (אשר השלימה ב-10/2021 את רכישת האחזקות של קרן ס.ה. סקיי השקעות בע"מ בתמורה לכ-70.5 מיליון ₪), המחזיקה ב-29.17% מהון המניות. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין. יו"ר הדירקטוריון הינו יוסי בן שלום.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ - דוחות דירוג](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסים - דו"ח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דו"ח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

27.01.2022	תאריך דוח הדירוג:
26.01.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.03.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר, אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>