

מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ

מעקב | ינואר 2021

אנשי קשר:

עדי ברנע

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

Adi.b@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

i.sigal@midroog.co.il

מפעלי ע. שפ ושות' בע"מ

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

מידורג 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 המדורגות על ידי מידורג:

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. לשנפ מערכי שיווק, מכירה והפצה חזקים ומבוססים התורמים לנתחי שוק משמעותיים לאורך השנים, בעיקר בשוק המצברים לרכב, בו היא מחזיקה, על פי הערכות החברה, נתח שוק של כ-45%, בשוק צמיגי הרכב בו היא פועלת באמצעות אחזקתה (50%) בקבוצת כסלו, בעלת נתח שוק של 28%-30% ובשוק האבזור לרכב עם נתח שוק של 25%-30% באמצעות אחזקתה (50%) באדי מערכות. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות בינוני בגודלו, עם הכנסות (בממוצע) בהיקף של כ-405 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים (שמסתיימים ב-30 בספטמבר 2020), וכן נוכח גבולות הענף, תוך התמקדות בענף המוצרים לכלי הרכב בישראל. רמת הפיזור העסקי של החברה עלתה לאורך השנים עם ביצוע שתי רכישות משמעותיות. עם זאת, שלושת מגזרי הפעילות הינם בשוק הרכב ולחברה חשיפה ותלות גבוהה בשוק זה.

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. מאידך, רמת תחרות גבוהה יחסית, אשר אינה צפויה להשתנות נוכח חסמי כניסה נמוכים מצד יבוא. רווחיות הענף חשופה לשינויים במחירי חומרי גלם ושערי החליפין, כאשר גמישות התמחור של השחקניות בענף מוגבלת יחסית בשל בידול מוצרים שאינו גבוה. הכנסות החברה בממוצע רשמו ירידה של כ-14% למול תקופה מקבילה אשתקד, כשעיקר השחיקה נבעה ממגזר האבזור ואילו מכירות מגזר המצברים שמרו על יציבות. בהמשך למגמה שאפיינה את שנת 2019, גם במהלך השנה האחרונה, החברה נחלשה בפעילות האבזור בעיקר נוכח הירידה החדה במסירות כלי רכב חדשים.

רווחיות החברה, הנבחנת ע"י מידורג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 רשמה החברה רווחיות תפעולית של כ-8.1% אשר צפויה להישמר בשנות התחזית, זאת לעומת כ-4.9% בתקופה המקבילה אשתקד (הושפעה לשלילה ממהלכים תפעוליים אירגוניים שאפיינו את שנת 2019) וכ-7.4% בממוצע בשנים 2017-2019. רווחיות החברה נתמכת ביתרונותיה היחסיים של החברה, בדמות מותגים חזקים יחסית במגזר המצברים והצמיגים ומערך הפצה רחב ויעיל. השיפור ברווחיות שרשמה החברה בין התקופות, על אף הקיטון במכירות, נבע מצעדי התייעלות שבוצעו עקב התפשטות נגיף הקורונה ומשיפור בתנאי הסחר במגזרי המצברים והצמיגים, לרבות התחזקות השקל למול הדולר והאירו (כ-3.2% ו-3.1%, בהתאמה, בין תקופות אלו). תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי בשנת 2021 החברה תציג הכנסות (בממוצע) של כ-400 מיליון ₪ בהמשך להתאוששות מסוימת של המשק ממשיבר הקורונה וחזרה לאזור הצמיחה הטבעית שאפיינה את הענף. אנו מניחים רווחיות גולמית (בממוצע) בטווח 25%-26%; אלו יביאו ל-EBITDA באיחוד יחסי (כולל אחזקות החברה בשרשור (25%) בראליאנס) שתסתכם סביב 35-40 מיליון ₪ לשנה בשנים 2020-2021, זאת לעומת EBITDA של כ-41 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2020. סכום המקורות מפעולות FFO (באיחוד יחסי כולל שרשור ראליאנס) צפוי לעמוד בטווח של 27-32 מיליון ₪ לשנה.

ליום 30.09.2020 לחברה חוב פיננסי ברוטו מותאם (באיחוד יחסי כולל שרשור ראליאנס) של כ-124 מיליון ₪ (כ-161 מיליון ₪ ל-30.09.2019). במהלך שנת 2020 חל קיטון בחוב הפיננסי ברוטו מותאם של החברה בעיקר נוכח קיטון בהון החוזר, הנובע בעיקרו מקיטון במלאי המצברים וכן מקיטון ביתרת הלקוחות נוכח ירידה במכירות מגזר האבזור. כתוצאה מכך תזרימה החופשי (FCF) של החברה (באיחוד יחסי) בשנת 2020 צפוי להיות חיובי. מזומנים אלו צפויים לתרום בחלקם להמשך הקטנת החוב הפיננסי, אם כי במידה

מתונה בשנת 2021. יחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA (באיחוד יחסי כולל שרשור ראיאנס) שופר במהלך שנת 2020 ובשנת 2021 צפוי להערכתנו לעמוד סביב 3.5-4.0, זאת בהשוואה ליחס כיסוי יתיר של 5.0 בשנת 2019 - שיפור שנבע מהירידה בחוב הפיננסי כנזכר לעיל וכן מהשיפור ברווחיות. יחס הון למאזן (במאוזד) ליום 30.09.2020 עמד על שיעור של כ-61% (כ-54% ליום 31.12.2019). מידרוג לוקחת בחשבון כי ראיאנס, המוחזקת על ידי החברה בשירשור בשיעור של 25% מאופיינת ביחסי מינוף חלשים יותר אשר בשקלול הכולל מעיבים על איתנות החברה.

אנו מעריכים כי בשנת 2021 שנפ (סולו) תייצר מקורות מפעולות (FFO) של 16-20 מיליון ₪, ובנוסף, אנו מניחים העלאת מזומנים מכסלו כדיבידנדים לשנפ. בד בבד, אנו מניחים כי שנפ תחלק דיבידנד בהיקף של כ-5 מיליון ₪ וכל אלו יביאו לתזרים חופשי (FCF) של 10-15 מיליון ₪ (לפני שינויים בהון החוזר). מקורות אלו יעמדו מול פרעונות 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 2021, ומסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-50 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2020. נציין כי החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות בכל החברות המוחזקות. במסגרת השיקולים הנוספים בדירוג, מידרוג הביאה בחשבון את מבנה אחזקות 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 הפיננסיים.

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 4.0 על בסיס איחוד יחסי

שנפ (מאוזד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	9M 2019	9M 2020	
385	582	564	452	339	293	הכנסות ממכירות
42	56	44	22	17	24	רווח תפעולי לפני אחרות
11.0%	9.7%	7.8%	4.9%	4.9%	8.1%	רווח תפעולי %
53%	48%	48%	54%	53%	61%	הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) למאזן
31	37	26	26	24	30	FFO באיחוד יחסי*
3.3	3.5	4.8	5.0	4.5	3.1	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%-25% מהון המניות, בהתאמה. יחסי הכיסוי מחושבים לאורך 4 רבעונים שעד למועד החתך. לגבי ראיאנס - איחוד היחסי החל ב- 01.01.2019 ולכן לא מקבל ביטוי בחישוב יחסי הכיסוי עבור 4 הרבעונים שעד 30.09.2019 שבחלקם טרם נכללה בקבוצה.

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

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	9M 2019	9M 2020	מגזר המצברים
155	158	186	192	137	140	מכירות
13	11	(19)	11	7	13	רווח מגזרי לפני מס
מגזר הצמיגים						
230	210	202	* 139	* 102	95	מכירות
23	14	27	*7	*4	11	רווח מגזרי לפני מס
מגזר האיבזור**						
201	214	176	121	100	58	מכירות
39	40	16	(30)	(27)	0	רווח מגזרי לפני מס

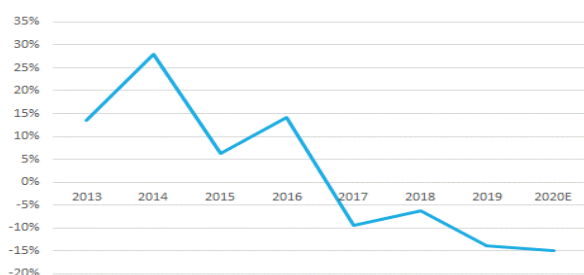
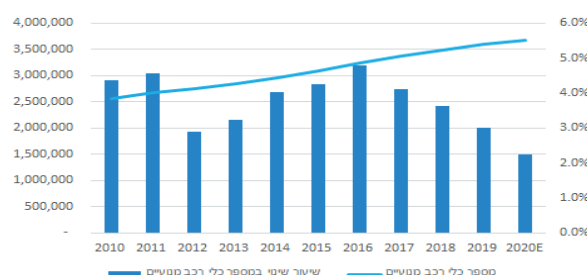
* הקיטון בהשוואה לתקופה מקבילה נבע מציאה מאיחוד של פעילות חברת כסלו חקלאות כחלק מעסקת ראיאנס; ** נתוני מגזר האיבזור לתקופות שקדמו לשנת 2017 נגזרים מנתוני הפרפורמסה לדוח רווח והפסד

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 (כ-48% מהמכירות במאוחד לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2020), מגזר הצמיגים (כ-32% מסך המכירות במאוחד) ומגזר האבזור (כ-20% מסך המכירות במאוחד). 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. 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 בחדירת כלי רכב היברידיים לשוק הרכב הישראלי בשנים האחרונות, צפוי לקבל ביטוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך ולהחריף את פערי צמיחת מצבת כלי הרכב לבין שיעור הגידול בביקוש למצברים, נוכח חיי מצבר ארוכים יותר. שוק המצברים מאופיין בתחרות גבוהה נוכח העלייה בכדאיות היבוא בשנים האחרונות, שהינו מקור התחרות העיקרי, בשל חסמים גבוהים בפני ייצור מקומי. עם זאת, הצורך בביסוס מערך שיווק והפצה נרחב ואיתן, עודנו מהווה חסם משמעותי בשל מאפייני המכירה.

שוק הצמיגים הינו מבוצר 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. היצע הצמיגים והמצברים המקומי מושפע בין היתר משערי החליפין, ממחירי חומרי הגלם העיקריים (עופרת וגומי), וכן מעודפי היצע בעולם ומחירי ההובלה המשפיעים על כדאיות היבוא. שוק האיבזור החכם לכלי הרכב, הפונה בעיקר לפלח כלי הרכב החדשים, מושפע לחיוב לאור מגמה עולה בסטנדרט והיקף האיבזור החכם. בשנה האחרונה מגזר זה חווה קיטון משמעותי לאור הירידה בהיקף המסירות של כלי רכב חדשים בשל משבר הקורונה, קיטון בהיקף של כ-15.5% בהשוואה לשנת 2019. התחום מבוצר יחסית ופועלים בו שחקנים רבים המייבאים, משווקים ומספקים שירותי התקנה של איבזור 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 תחרותיות גבוהה. מידרוג מעריכה כי בשנת 2021 תחול התאוששות במסירות כלי רכב לעומת שנת 2020, אך רמת המסירות תיוותר נמוכה יחסית לתקופת טרום התפשטות הנגיף. נציין כי הערכותינו לעיל לגבי ההתאוששות במסירות בשנת 2021 נתונות באי וודאות גבוהות מהרגיל, בשל המשבר הכלכלי בו נתון המשק הישראלי ושיעורי האבטלה הגבוהים, ונוכח אי וודאות לגבי עוצמתו ומשכו של המשבר, שהינו בעל השפעה שלילית גבוהה על ענף הרכב.

שיעור הגידול נטו במצבת כלי הרכב בישראל, שנים 2013-2020²כלי רכב מנועיים בישראל, שנים 2010-2020¹

¹ הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, כלי רכב מנועיים בישראל בשנת 2019, פרסום מיום 10.05.2020 ועיבודי מידרוג

² עיבודי מידרוג לנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

מעמד עסקי מבוסס בתחום המצברים הנשען על מיתוג חזק ומערך הפצה; מגזר האבזור מעיב על המיצוב העסקי

מיצובה העסקי של החברה ניזון מגיוון מוצריה על פני שלושה קווי פעילות עיקריים - מגזר ייבוא ושיווק של מצברים באמצעות פעילות שנפ סולו, מגזר ייבוא ושיווק של צמיגים באמצעות אחזקתה (50%) בקבוצת כסלו ומגזר שירותי איבזור כלי רכב באמצעות האחזקה (50%) בחברת אדי מערכות. מעמדה נתמך בנתחי שוק גבוהים במגזר המצברים והצמיגים, אשר להערכת החברה נאמדים בכ-45% ו-28%-30%, בהתאמה, לצד מיצוב גבוה של חברת אדי מערכות, אשר משתקף בנתח שוק של 25%-30%. לצד זאת, חשיפת שלושת קווי הפעילות לשוק הרכב וריכוז פעילות החברה בשוק המקומי מגביל את מיצובה העסקי.

מכירות החברה הסתכמו בכ-293 מיליון ₪ (באיחוד מלא) בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2020, למול היקף הכנסות של כ-339 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד - ירידה של כ-14%. עיקר הפגיעה נבעה ממגזר האיבזור שרשם ירידה בשיעור של כ-43%, וזאת בהמשך לירידה חדה שנרשמה במכירות מגזר זה בשנת 2019 (ירידה של כ-31%) ובשנת 2018 (ירידה של כ-18%), בשל ירידה בביקושים למוצרי אבזור, ובעיקר מערכות האבטחה שמותקנות מראש בחלק מהרכבים המיובאים. במגזר המצברים נרשמה עלייה קלה במכירות בשיעור של כ-2.2% בתקופה זו ובמגזר הצמיגים נרשמה ירידה במכירות של כ-7%. לאור אלו, מידורג מעריכה כי החברה תציג צמיחה שלילית במכירות בשנת 2020 במגזר האבזור ובמגזר הצמיגים תציג גם כן שחיקה במכירות בעיקר נוכח שינוי בתמהיל המכירות לטובת צמיגים זולים יותר. מגזר המצברים לעומת שני הראשונים ישמור על סטגנציה במכירות.

מיצובה העסקי של החברה מוסיף להישען במידה רבה על מעמדה הבכיר בתחום השיווק וההפצה של מצברים בישראל. בתחילת שנת 2019 החברה סיימה את תהליך ה-ארגון ועברה לייבוא מלא של מצברים, חלף ייצור עצמי של מצברים בישראל, בהליך הדרגתי שהחל עוד בשנת 2016. ההחלטה על הפסקת ייצור המצברים ומעבר לייבוא מלא התקבלה משיקולי כדאיות כלכלית של הייצור. 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 רשמה השנה גידול לא מהותי בכמויות המכירה של מצברים אשר תורגם לגידול במכירות וזאת בהמשך לירידה במחירי המצברים לאורך השנים עקב התחרות העזה בענף. למרות רמת תחרות גבוהה בענף המצברים, שומרת החברה על נתח שוק יציב לאורך השנים, וזאת להערכת מידורג 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. מידורג מניחה כי רמת התחרות תיותר גבוהה למול השחקנים העיקריים בשוק: וולקן, טלרון מצברים ופטרונק.

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. עם זאת, חלה ירידה בהיקף המכירות של כסלו בשנים האחרונות בשיעור של כ-10% לשנה בממוצע תלת שנתי (להוציא שנת 2019 עקב שינוי ארגוני) נוכח החרפת התחרות בענף והגברת יבוא צמיגים לא ממותגים מסיין. בשנת 2019 הושלמה "עסקת ראליאנס", שכללה מיזוג בין כסלו חקלאות לקבוצת ראלי דקה כאשר חלקה של כסלו 50% והיתרה בשליטת ראלי דקה. בשנת 2020, כסלו הגדילה את כמויות הצמיגים הנמכרות בין היתר לאור שינוי בתמהיל המכירות שכלל גידול במכירות הצמיגים הזולים וכן גידול בתחומי החקלאות וההובלה, אך אלו לוו במחירי מכירה נמוכים יותר אשר הביאו לקיטון בשורת ההכנסות בתקופה זו.

במגזר האיבזור עוסקת החברה, באמצעות אדי מערכות, ביבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים רחב לשוק הרכב בישראל, הכוללים מערכות שמע, מולטימדיה, נוחות, בטיחות, תקשורת, מיגון ואיתור ועוד. עיקר לקוחותיה של אדי מערכות הנם יבואני כלי רכב כדוגמת טלקאר, קרסו, UMI והונדה, וכן לקוחות מוסדיים בעלי ציי רכב וחברות ליסינג. בהמשך למגמה שאפיינה את השנים 2019 ו-2018, גם במהלך השנה האחרונה נחלשה פעילות אדי מערכות, בעיקר נוכח הפגיעה בשוק כלי הרכב החדשים (היקף המכירות של כלי רכב חדשים ירד בכ-15.5% בשנת 2020) ומגמת הקיטון במכירות כלי רכב אצל יבואנים עימם עובדת אדי מערכות, קיטון במכירות סוגים מסוימים של פרטי אבזור ומתן הנחות למספר לקוחות. מנועי הצמיחה של אדי מובנים על מכירות לחו"ל אם כי בשלב זה בטווח הקצר-הבינוני מדובר בהיקפים לא משמעותיים.

מהלכי התייעלות רב שנתיים ותנאי סחר נוחים יתרמו לשמירה על רווחיות החברה ברקע מנועי צמיחה נמוכים

רווחיות החברה, הנבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג. בתשעה החודשים של שנת 2020 רשמה החברה רווחיות תפעולית של כ-8.1% אשר צפויה להישמר בשנות התחזית, זאת לעומת כ-4.9% בתקופה המקבילה אשתקד (כ-7.1% ממוצע בשנים 2016-2019). רווחיות החברה נתמכת ביתרונותיה היחסיים של החברה, בדמות מותגים חזקים יחסית במגזר המצברים והצמיגים ומערך הפצה רחב ויעיל. השיפור ברווחיות שרשמה החברה בין התקופות על אף הקיטון במכירות נבע מצעדי התייעלות שבוצעו עקב התפשטות נגיף הקורונה ומשיפור בתנאי הסחר במגזרי המצברים והצמיגים, לרבות התחזקות השקל למול הדולר והאירו (כ-3.2% ו-3.1%, בהתאמה, בין תקופות אלו). נציין כי הרווחיות התפעולית עמדה בממוצע בשנים 2017-2019 על כ-7.4%, כשהיא נשענת בין השאר על כוח המותג "שנפ" במגזר מצברים ו"קונטיננטל" במגזר הצמיגים. שיעור הרווחיות התפעולי של מגזר המצברים מבטא את מעמדה המוביל של החברה בשוק זה ובשנה האחרונה קיבל רוח גבית בשיפור מחירי הקניה כתוצאה מירידת מחירי העופרת, המהווה מרכיב מהותי במצברים המיובאים ע"י החברה.

שיעור הרווחיות במגזר הצמיגים יציב יחסית לסביבה התחרותית הדינמית, מגזר זה הציג שיפור ברווחיות התפעולית לתשעה חודשים לשנת 2020 שעמדה על כ-11.1% בתקופה זו, בהשוואה לכ-6.4% בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר השיפור ברווחיות נבע משיפור בתנאי הסחר וכן משינוי תמהיל המכירות שכלל גידול במכירות הצמיגים הזולים שאינם ממותגים.

במגזר האבזור השכילה החברה לבצע תוכנית התייעלות על רקע הקיטון המתמשך במכירות, שכללה בעיקר התייעלות בהוצאות התפעול (בעיקר שכר ומו"פ), והביאה לשיפור ניכר ברווחיות התפעולית שעומדת על כ-7.1% לתשעה חודשים לשנת 2020 לעומת כ-4.1% בתקופה המקבילה אשתקד. מידרוג מעריכה כי בשנת 2021 תחול התאוששות מסוימת במסירות ו/או הטמעת חלק מהמוצרים בשווקי יעד נוספים, אך רמת המסירות תיוותר נמוכה יחסית לתקופת טרום התפשטות הנגיף.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2021 החברה תציג הכנסות (במאחד) של כ-400 מיליון ₪ בהמשך להתאוששות מסוימת של המשק ממשבר הקורונה וחזרה לאזור הצמיחה הטבעית שאפיינה את הענף. אנו מניחים רווחיות גולמית (במאחד) בטווח של 25%-26%, אשר תושפע בטווח הזמן הקרוב מהתייקרות מסוימת בעלויות העופרת (אשר להערכתנו תקבל ביטוי מלא בחציון השני של השנה), שמירה על תמהיל דומה במגזר הצמיגים, לצד תנאי שער נוחים שיתרמו לרווחיות.

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

במהלך תשעה החודשים הראשונים לשנת 2020 רשמה החברה ירידה בחוב הפיננסי בשל קיטון משמעותי בצורכי ההון החוזר אשר נבע בעיקר מקיטון במלאים (מצברים) ובלקוחות (אבזור). יחס הון למאזן (במאחד) ליום 30.09.2020 עמד על שיעור של כ-61% (כ-54% ליום 31.12.2019). מידרוג לוקחת בחשבון כי ראליאנס המוחזקת על ידי החברה בשימוש בשיעור של 25% מאופיינת ביחס מינוף חלש אשר בשקלול הכולל מעיבים על איתנות החברה. מידרוג צופה כי בשנים 2020-2021 תסתכם ה-EBITDA של החברה (באיחוד יחסי כולל אחזקות החברה בראליאנס) בטווח 35-40 מיליון ₪, זאת לעומת EBITDA של כ-41 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2020. סכום המקורות מפעולות FFO (באיחוד יחסי כולל שרשור ראליאנס) צפוי לעמוד בטווח של 27-32 מיליון ₪ לשנה. הקטנת החוב הובילה לשיפור יחס הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA (באיחוד יחסי כולל שרשור ראליאנס) במהלך שנת 2020. אנו מניחים כי בשנת 2021 החברה תקטין במידה מתונה את רמת החוב ובשנות התחזית והיחס צפוי להישמר ולעמוד בטווח של 3.5-4.0. השיפור ביחס הכיסוי בשנת 2020 בהשוואה לשנת 2019 נבע מהירידה בחוב הפיננסי כמתואר לעיל ומגידול ב-EBITDA בשל שיפור הרווחיות.

הנזילות נבחנת בדגש על פעילות החברה סולו והינה טובה לרמת הדירוג

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי שנפ (סולו) תייצר בשנת 2021 מקורות מפעילות (FFO) של 20-16 מיליון ₪. בנוסף, אנו סבורים כי תתבצע העלאת מזומנים מכסלו כדיבידנדים לשנפ. בד בבד, אנו מניחים כי שנפ תחלק דיבידנד בהיקף של כ-5 מיליון ₪ וכל אלו יביאו לתזרים חופשי לפני שירות חוב של 10-15 מיליון ₪ (ללא שינויים בהון החוזר). מקורות אלו יעמדו מול פרעונות שוטפים של כ-14

מיליון ₪ קרן אג"ח לשנה. נציין כי החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות בכל החברות המוחזקות. נזילות החברה נתמכת גם במסגרות אשראי חתומות (ברובן) ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-50 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2020.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה אחזקות 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. נציין כי הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות נמוך ביחס לרמת הדירוג.

מטריצת הדירוג

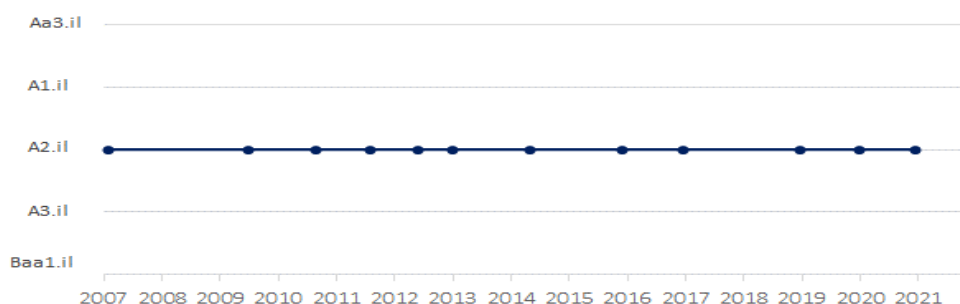
תחזית מידרוג		LTM 30.09.2020		לימים	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
ענף הפעילות	סיכון ענפי	---	A.il	---	A.il
	היקף הכנסות	406 מ' ₪	Baa.il	395-405 מ' ₪	Baa.il
פרופיל עסקי	מעמד עסקי	---	A.il	---	A.il
	שיעור רווח תפעולי	7.2%	A.il	7.0%-8.0%	A.il
רווחיות	הון עצמי / מאזן	61%	Aaa.il	60%-63%	Aaa.il
	חוב / EBITDA *	3.1X	A.il	3.5X-4.0X	A.il
	FFO *	32 מ' ₪	Baa.il	27-32 מ' ₪	Baa.il
	רווח תפעולי / הוצ' מימון *	9.2X	A.il	7.5X-9.0X	Aa.il
	מדיניות פיננסית		A.il		A.il
דירוג נגזר		A2.il			
דירוג בפועל		A2.il			

[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 בשירשור (25%) בראליאנס

אודות החברה

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייבוא, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, 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 ראל-דקה תחת חברה כלולה - ראליאנס. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-35.85% מהון המניות, וקרן סה. סקיי השקעות בע"מ, המחזיקה כ-29.17% מהון המניות. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין. יו"ר הדירקטוריון הינו ד"ר אברהם אורטל.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

26.01.2021	תאריך דוח הדירוג:
04.03.2020	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 שאלה 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>