



שניב תעשיות נייר בע"מ

מעקב | מרץ 2011

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
Guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

שניב תעשיות נייר בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2	דירוג סדרה
------------------	------	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה שניב תעשיות נייר בע"מ ("שניב" או "החברה") מדירוג Baa1 באופק יציב לדירוג Baa2 באופק יציב.

הדירוג חל על אגרות החוב שהנפיקה החברה, כדלקמן:

שנת פירעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח, 30/9/10	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב במיליוני ש"ח, *30/9/10	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרה
2010-2013	40.9	מדד	4.75%	48.4	מאי 2007	1103795	א'

* יתרת הערך הנקוב כוללת כ-15.5 מיליון ש"ח ערך נקוב, שנרכשו על ידי חברה בת בבעלות מלאה ומוחזקים על ידה. כ-5.5 מיליון ש"ח ערך נקוב נוספים נמחקו מהמסחר.

הורדת הדירוג נובעת מהערכת מידרוג כי התוצאות התפעוליות בשנים 2010-2011 יהיו נמוכות מתחזיות החברה, אשר היוו חלק מהשיקולים לדירוג הקודם בין היתר עקב נחיתות תחרותית מבנית מתמשכת מאי שימוש בגז טבעי כמפורט להלן. חרף גידול מתמשך במכירות המוצרים המוגמרים מידרוג מעריכה כי החדירה לשוק תתבצע לאורך תקופה ממושכת יותר מכפי שהוערך על ידי החברה בעבר. בהתאם לכך, מידרוג מעריכה כי החברה לא תעמוד בתחזיות לשיפור הרווח ויחסי כיסוי החוב במידה ובקצב החזוי. יש להדגיש עם זאת כי לא צפויה הרעה בתוצאות ברבעונים הקרובים בהשוואה לשנת 2010. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי לא יפחתו מיחס חוב ל-EBITDA של 6.0 ויחס חוב ל-FFO של 8-10. יחסים אלו, להערכתנו, אינם תואמים את הדירוג הקודם, בהתחשב בגודלה של החברה, בחשיפה האינהרנטית למחירי התאית והאנרגיה ובהיקפי ההשקעות המהותיות שהיא מבצעת מדי שנה. נציין כי רמת המינוף של החברה ירדה במידה מהותית בשנה החולפת, תוך קיטון של כ-20% בסך החוב הפיננסי נטו ושיפור ביחס ההון העצמי לסך המאזן מכ-30% לכ-40%, זאת בעיקר על רקע הנפקת הון מניות למשקיע חיצוני.

הדירוג נתמך בנתח שוק משמעותי ויציב בענף הנייר הגולמי בישראל, המאופיין בחסמי כניסה גבוהים. כמו כן, לחברה אסטרטגיה עסקית ממוקדת להגברת הצמיחה של מגזר המוצרים המוגמרים. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 רשמה החברה גידול של כ-6.6% בהכנסות, בהשוואה לתקופה המקבילה, שנבע כולו ממגזר המוצרים המוגמרים. מגזר המוצרים המוגמרים תרם כ-47% לסך מכירות החברה בתקופה. לצד הגידול במכירות המוצרים המוגמרים, אנו לא מבחינים בשיפור משמעותי ברווח, שכן הגידול במכירות לווה בגידול משמעותי בהוצאות השילוח. בתשעת החודשים הראשונים של 2010, רשמה שניב ירידה ב-EBITDA לכ-9 מיליון ש"ח בהשוואה לכ-11 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה וכ-15 מיליון ש"ח בכל שנת 2009. הירידה נבעה בעיקר מעלייה בהוצאות ההובלה.

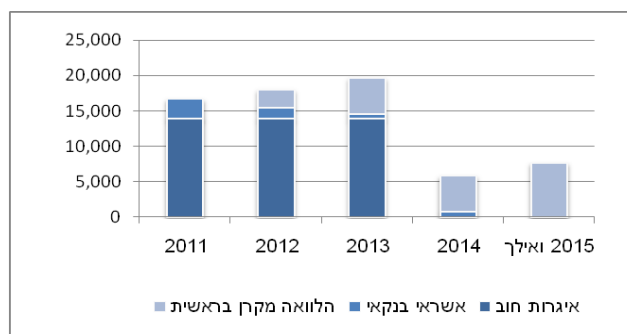
גורמי הסיכון העיקריים להם חשופה החברה כוללים רגישות גבוהה למחירי התאית והאנרגיה וצורכי השקעה גבוהים. למפעל החברה נחיתות מבנית בהשוואה למתחרים בשוק המקומי, נוכח היעדר יכולת ייצור על בסיס גז טבעי. החברה נוקטת במאמצים ניכרים לקידום תוכנית הסבה של המפעל לייצור על בסיס גז טבעי במקום מזוט. פרויקט ההסבה מותנה בהשלמת צינור ההולכה למפעל החברה. להערכת מידרוג, הסבת המפעל לגז טבעי - אשר עשויה לשפר את הרווחיות הגולמית במידה משמעותית - צפויה רק בטווח הזמן הבינוני/הארוך. השלמת מהלך זה עשויה להוביל לשיפור הדירוג. המגמות החיוביות בתוצאות החברה בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של שנת 2010 נתמכו, בין השאר, בירידת

מחירי הגלם. מגמת העלייה בחומרי הגלם, החל מהמחצית הראשונה של שנת 2010, השפיעה לשלילה על הרווחיות ברבעון השלישי. להערכת מידרוג, מגמת העלייה במחירי האנרגיה עלולה להעיב על הרווחיות ברבעונים הקרובים. בחמש השנים האחרונות ביצעה החברה השקעה מצטברת ברכוש קבוע, בהיקף של כ-65 מיליון ₪, שכללה את קווי הייצור למוצרים מוגמרים, שדרוג של קווי ייצור הנייר הגולמי והשקעות נוספות. בכונת החברה להמשיך ולבצע השקעות מהותיות גם בשנה הקרובה, אם כי בקצב נמוך מזה של השנים האחרונות. נזילות החברה הינה נמוכה יחסית בהתחשב בתזרים החופשי החלש (לאחר השקעות הונית), והיא נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי חתומות בסך של כ- 55 מיליון ש"ח. לחברה אמות מידה פיננסיות אל מול הבנקים וקרן בראשית, בהן היא עומדת כיום במרווח מספק.

שניב: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

2006	2007	2008	2009	1-9/09	1-9/10	
133	153	146	143	105	112	הכנסות
8.3	(3.9)	1.5	4.5	3.0	3.1	רווח מפעולות רגילות
4.1	(7.5)	(5.5)	1.1	1.0	0.7	רווח (הפסד) נקי
16.4	5.4	11.6	15.4	11.0	9.1	EBITDA
48	94	97	103	99	76	חוב פיננסי
74	71	65	66	66	77	הון עצמי
172	211	204	208	206	192	סך נכסים במאזן
12.3%	3.5%	7.9%	10.7%	10.5%	8.1%	EBITDA / הכנסות
2.9	17.6	8.3	6.7	8.6	5.7	חוב פיננסי / LTM EBITDA
5.8	0.8	1.0	1.8	1.6	1.9	EBITDA / הוצאות ריבית

לוח סילוקין ליום 30/09/2010 באלפי ₪ *



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר ואון-קולים בסך של כ-7.4 מיליון ₪ ליום 30/09/2010.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות, תוך שיפור ברווחיות, בתזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי.

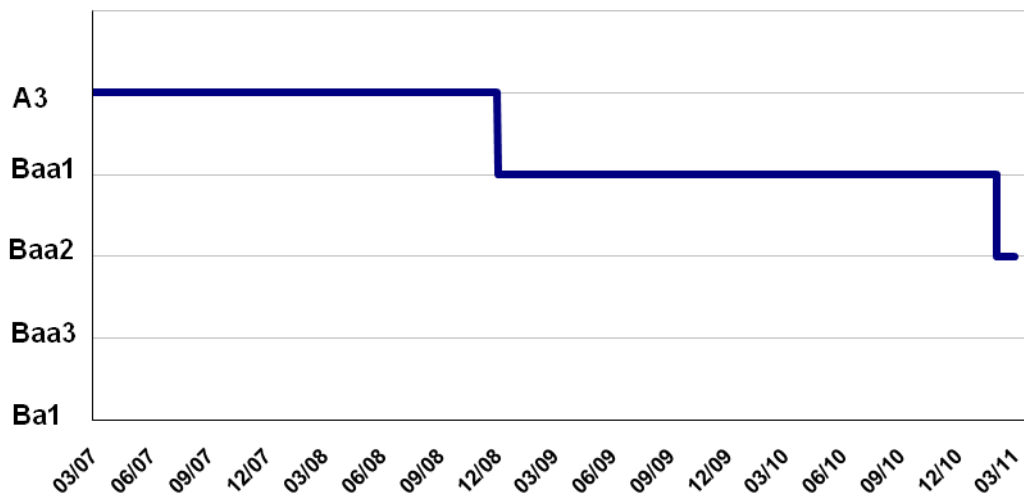
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה מהותית ומתמשכת ברווחיות.
- פגיעה בנזילות או בגמישות הפיננסית.

אודות החברה

שניב עוסקת בייצור ושיווק של נייר גולמי ומוצרי נייר מוגמרים לשימושים ביתיים ולשוק המוסדי. שניב הוקמה בשנת 1988 כחברה פרטית ובשנת 1995 הונפקו מניותיה לציבור. המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי הקבוצה נחלקים לשני מגזרים עיקריים: (1) גלילי אב נייר (נייר גולמי) לייצור מוצרים מוגמרים לצריכה ביתית. מוצרי החברה מקבוצה זו נחלקים לשלושה סוגים עיקריים: נייר טישו, נייר קרפ ונייר מגבת. החברה נחשבת ליצרנית השנייה בגודלה בשוק הנייר הגולמי הביתי עם כושר ייצור פוטנציאלי של כ-31,000 טון בשנה. (2) מוצרי נייר מוגמרים לשוק הקמעונאי ולשוק המוסדי.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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.

דו"ח מספר: CIS070311000M

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.