



# שניב תעשיות נייר בע"מ

דוח מעקב שנתי | יוני 2010

1

**מחבר:**

אבי בן-נון, אנליסט  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## שניב תעשיות נייר בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרה
------------------	------	------------

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה שניב תעשיות נייר בע"מ ("שניב" או "החברה"). הדירוג נתמך באסטרטגיה עסקית ממוקדת להגברת הצמיחה של מגזר המוצרים המוגמרים, שצפויה לשפר את הרווחיות ובמעמדה הטוב והיציב של החברה בענף הנייר הגולמי, המתבטא בנתח שוק משמעותי. הביקוש למוצרי החברה הינו יציב יחסית וחסימי הכניסה לענף הינם גבוהים יחסית. גורמי הסיכון העיקריים להם חשופה החברה כוללים רגישות גבוהה למחירי התאית והאנרגיה וצרכי השקעה גבוהים בהון חוזר וברכוש קבוע. בשנים 2006-2009 ביצעה החברה השקעות גבוהות לפיתוח פעילות המוצרים המוגמרים שמומנו בעיקר מגידול החוב הפיננסי. השקעות אלו טרם קיבלו ביטוי בתרומה לרווחיות, בין השאר, נוכח הוצאות חדירה גבוהות לשוק הקמעונאי. החברה בוחנת המשך השקעות בפיתוח תחום המוצרים המוגמרים. המגמות החיוביות בתוצאות החברה בשנת 2009 וברבעון הראשון של 2010 נתמכו, בין השאר, בירידת מחירי הגלם. מגמת העלייה בחומרי הגלם בשנת 2010 עלולה לפגוע ברווחיות, אולם החברה נקטה בצעדים להעלאת מחירי המכירה. אופק הדירוג היציב נתמך בצפי ליציבות בתוצאות הכספיות ובשיפור רמת הנזילות על רקע הזרמת מקורות לחברה, באמצעות הלוואה והון עצמי. לצד זאת, מידרוג מצפה לשיפור נוסף ביחסי הכיסוי לרמת דירוג זו, בהתחשב גם בגודל החברה ובמאפייני פעילותה.

הדירוג ניתן לאנ"ח שגייסה החברה כדלקמן:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח *31/12/2009	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב, במיליוני ש"ח, מאי 2010*	מועד הנפקה	סדרה
2010-2013	53.5	מדד	4.75%	64.5	מאי 2007	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.

### נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

2006	2007	2008	2009	3.2009	03.2010	
133	153	146	143	37	39	הכנסות
4.1	(7.5)	(5.5)	1.1	1.9	0.3	רווח (הפסד) נקי
48	94	97	103	98	98	חוב פיננסי
1	30	15	10	15	13	סזומנים והשקעות לז"ק
6.3%	(2.4%)	1.1%	3.1%	2.3%	3.3%	רווח תפעולי / הכנסות
2.8	12.0	7.1	6.0	6.1	5.2	חוב פיננסי נטו / EBITDA
3.6	שלילי	9.0	6.6	6.3	5.6	חוב פיננסי נטו / FFO
3.7	שלילי	10.6	7.3	7.4	6.5	חוב פיננסי / FFO
5.8	1.6	3.0	3.7	2.9	6.8	EBITDA / הוצאות ריבית

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### חשיפה גבוהה לתנודתיות מחירי חומרי הגלם משפיעה על יציבות הרווחיות והתזרימים

עלויות האנרגיה וחומרי הגלם העיקריים (תאית ונייר ממוחזר) מהוות כמחצית מסך עלות המכר של החברה. עליית מחירי תשומות הייצור עד סוף שנת 2008 הייתה בין הגורמים ששחקו את הרווחיות הגולמית בשנים 2007-2008. במחצית השנייה של 2009 וברבעון הראשון של 2010 חלה עלייה בשיעור הרווח הגולמי, עקב ירידה במחירי תשומות הייצור, לעומת התאמה חלקית בלבד של מחירי המכירה. החל מסוף שנת 2009 שבו מחירי התאית עלולות והם צפויים לשחוק את הרווחיות ברבעון השני. העלאת מחירי המכירה צפויה לבוא לידי ביטוי ברבעון השלישי. התנודתיות במחירי



חומרי הגלם גוזרת חוסר יציבות ברווחי החברה וכפועל יוצא- פוגעת ביכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים פרמננטיים יציבים.

### **השקעות כבדות בהון חוזר וברכוש קבוע לצורך הרחבת הפעילות בקו המוצרים המוגמרים**

אסטרטגיית החברה לכניסה לתחום המוצרים המוגמרים (נייר טואלט, מגבות נייר ומפיות) לצרכן הקצה הייתה כרוכה בהשקעות כבדות ברכוש קבוע ובהון חוזר. חלק גדול מההשקעה ברכוש קבוע, בסך של כ-60 מיליון ש"ח בשנים 2006-2009, שימש לרכישת קווי ייצור למוצרים מוגמרים (קונברטינג) ולהתאמת קווי הייצור לעיבוד נייר ממוחזר, במטרה להקטין את החשיפה לתאית. להערכת החברה, היקף ההשקעות הנדרש כיום לשמירת הקיים עומד על כ-2-3 מיליוני ש"ח לשנה. החברה בוחנת השקעות נוספות בשנים הקרובות, בעיקר בתחום המוצרים המוגמרים. יש לציין, כי החברה מתכננת מזה זמן הקמה של מתקן לייצור חשמל על בסיס גז טבעי, בעלות מוערכת של כ-30 מיליוני ש"ח. עד כה התוכנית לא יצאה לפועל, בשל עיכוב בהגעת הגז הטבעי. הפעלת המתקן עשויה לחסוך לחברה סכום מהותי בהוצאות האנרגיה השנתיות.

ההון החוזר התפעולי של החברה נמצא במגמת גידול משנת 2006 ועומד על כ-43% מהמכירות לשנת 2009. עיקר הגידול בהון החוזר בשנת 2009 נבע מגידול בימי אשראי לקוחות. יש לציין, כי מנגד נרשמה ירידה בימי המלאי על רקע מאמצי התייעלות של החברה. לדברי החברה, במהלך שנת 2010 צפויה התייעלות משמעותית במבנה ההון החוזר שתקבל ביטוי בשיפור הנזילות. מגמה זו מורגשת בחלקה ברבעון הראשון של 2010.

ההשקעות הגבוהות הובילו לתזרים חופשי (FCF) שלילי בכל אחת מהשנים האחרונות, שמומן מגידול בחוב הפיננסי. החברה מתכוונת לממן חלק מהשקעות העתידיות באמצעות מקורות שיתקבלו מקרן בראשית (ראה בהמשך). יש לציין, כי בשנים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות.

### **גידול במכירות ובנתח השוק של המוצרים המוגמרים**

להערכת החברה, היא מהווה כ-30% משוק הנייר הגולמי (שנייה בשוק לאחר חוגלה- קימברלי עם נתח שוק של 50%). בתחום המוצרים המוגמרים החברה בשלבי חדירה והתרחבות ובעלת נתח שוק מוערך של 14%. מכירות החברה בשנת 2009 יחסית לשנת 2008 קטנו בשיעור של 2.4% תוך שינוי תמהיל המכירות וגידול בתרומה של מוצרים מוגמרים מסך המכירות (כ-42.1% מסך המכירות לעומת כ-31.0% בשנה הקודמת). להערכת החברה, מגזר זה יהווה את מנוע הצמיחה העיקרי שלה בשנים הבאות. מכירות הנייר הגולמי קטנו בשנת 2009 בשיעור של 18.0% לאחר שהחברה צמצמה את היקפי הייצוא של נייר גולמי (לעודפים בלבד), בשל שיעורי הרווחיות הנמוכים והעבירה את התוצרת למגזר הקונברטינג. ברבעון הראשון של 2010 גדלו מכירות החברה ב-4.8% יחסית לרבעון המקביל, כאשר מגמת הגידול בתחום המוצרים המוגמרים נמשכה. בשנת 2009 לא ניתן לראות עדיין תרומה חיובית של מגזר המוצרים המוגמרים לרווח התפעולי של החברה, למרות מאמצי השיווק שגרמו להגדלת הוצאות המכירה והשיווק בשנים 2006-2009 וכפועל יוצא- פגיעה ברווח התפעולי הכולל של החברה. ברבעון הראשון של 2010 ניתן לראות ניצנים של תרומה חיובית של מגזר זה לרווח התפעולי של החברה. בנוסף, החל מהרבעון השלישי של 2009, החלה החברה לשווק מוצרים מוגמרים לשוק המוסדי, לאחר השקעה של כ-1.2 מיליוני יורו בהקמת שני קווי ייצור לפלח שוק זה. לדברי החברה, לא ניתן עדיין להעריך את היקף ההכנסות מפעילות זו.

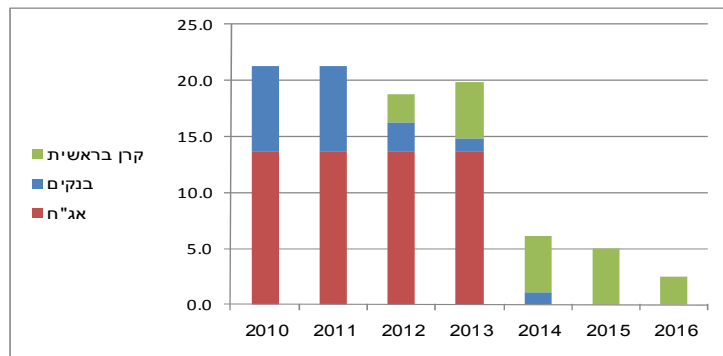
**יחסי כיסוי איטיים הנובעים מרמת חוב גבוהה ששימשה להשקעות שטרם הבשילו במלואן**

נוכח הצורך במימון הגידול בצרכי ההון החוזר והיקף ההשקעות, גדל החוב הפיננסי והחוב הפיננסי נטו בשנים 2008-2009, אולם ברבעון הראשון של 2010 השתנתה המגמה והחוב צומצם, נוכח הקיטון בצרכי ההון החוזר. יחסי הכיסוי של החברה נותרו איטיים יחסית, והם מושפעים מהיעדר הבשלה מלאה של פעילות המוצרים המוגמרים. בתחילת 2010 חתמה החברה על הסכם עם קרן בראשית, שתעניק לחברה הלוואה בסך של 40 מיליון ש"ח (20 מיליון בסכום חד פעמי והיתר כמסגרת אשראי אותה תוכל לנצל החברה בפעם אחת). בנוסף, תזרים הקרן סך של 15 מיליון ש"ח להונה העצמי של החברה תמורת 5.5 מיליון מניות שמהוות כ- 13.65% מהונה המונפק של החברה (בדילול מלא). ההלוואה צמודת מדד בריבית שנתית של 7.5%. הקרן תיפרע ב-8 תשלומים שווים מסוף שנת 2012. למשפחת ברנט (בעלי השליטה בחברה) אופציה לאלץ את הקרן למכור את אחזקותיה במקרים מסוימים (Bring Along) תמורת תשואה להון של 15%. העסקה טרם הושלמה. המקורות מבראשית מיועדים בטווח הזמן הקצר לצמצום החוב הבנקאי ובטווח הזמן הבינוני להשקעות ברכוש קבוע.

**צפי לשיפור הנזילות עם השלמת עסקת קרן בראשית**

החברה מנצלת את מרבית מסגרות האשראי (כולל ערבויות) שלה. להבטחת האשראי הבנקאי רשמה החברה שעבודים על מרבית נכסיה. החברה עומדת כיום באמות המידה הפיננסיות שהוגדרו לה ע"י הבנקים. בכוננת החברה, לשמור על מסגרות אשראי חתומות שיתפנו בעקבות הפירעונות מתמורת קרן בראשית. בנוסף, החברה צופה, כי ההתייעלות בהון החוזר תוביל לקיטון נוסף בצרכי המימון, והחוב הפיננסי נטו צפוי לקטון בהיקף משמעותי עד סוף שנת 2010. במסגרת עסקת קרן בראשית פועלת החברה לשחרר שעבוד של רכוש קבוע מהבנקים. במקביל, תשעבד לטובת קרן בראשית את מפעל הנייר. לחברה אמות מידה פיננסיות גם אל מול הלוואת קרן בראשית.

לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ופרפורמה לאחר הלוואת בראשית, במיליוני ש"ח



**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקף הפעילות תוך שיפור ברווחיות, בתזרימי המזומנים וביחסי כיסוי

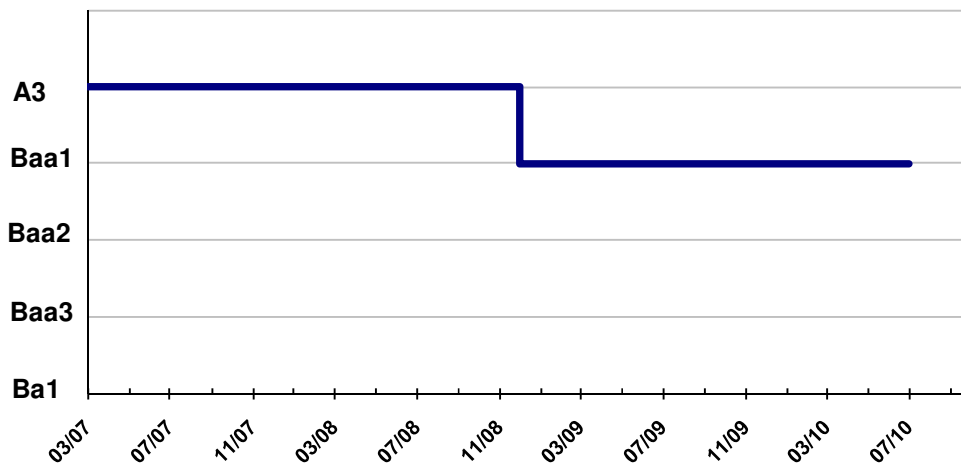
**גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:**

- שחיקה מהותית ומתמשכת ברווחיות
- אי שיפור משמעותי ביחס הכיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA
- פגיעה בנזילות או בגמישות הפיננסית

## אודות החברה

שניב תעשיות נייר בע"מ (להלן: "שניב" או "החברה") 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, הנחלקים לשתי קבוצות עיקריות: נייר טואלט ומגבות מטבח.

## היסטוריית דירוג



**מונחים פיננסיים עיקריים**

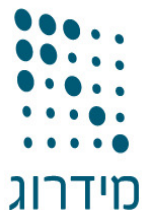
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא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

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

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: CIS040610000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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.

8

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](http://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 ביעוץ 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 מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.