

מפעלי ע. שנפ ושות' בע"מ

מעקב שנתי | אוקטובר 2010

1

מחבר:

אבי בן-נון, אנליסט
avib@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

מפעלי ע. שופ ושות' בע"מ

דירוג סדרה	A2	אופק דירוג: יציב
------------	----	------------------

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק דירוג יציב לאגרות חוב (סדרה א'), שהנפיקה מפעלי ע. שופ ושות' בע"מ ("שנפ" או "החברה"). הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב ומפוזר, כל אלו מתבטאים ברווחיות גבוהה יחסית לאורך זמן. הרווחיות נחלשה ברבעונים האחרונים, בעיקר על רקע לחצי מחיר, אולם היא נותרה ברמה המניבה תזרימי מזומנים חזקים יחסית. הסיכונים העסקיים העיקריים של החברה הינם התמקדותה בקו פעילות יחיד בשוק בוגר, החשוף לשינויים טכנולוגיים, בתחום המצברים לרכב, כחלק מהמגמה לפיתוח כלי רכב מונעים בחשמל ובגז. כמו כן, החברה חשופה לתנודתיות מחירי העופרת, חומר גלם עיקרי בייצור המצברים, וכן לתלות גבוהה בספק עופרת ממוחזרת ותנודתיות גבוהה בצורכי ההון החוזר. גורמי הסיכון הללו מתקזזים בחלקם לאור מיצוב פיננסי גבוה יחסית, המתבטא ברמת מינוף נמוכה יחסית וביחסי כיסוי מהירים.

אופק הדירוג היציב נובע מרמת נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה וצפי לשמירה על קצב ייצור מזומנים סביר ויתרות נזילות גבוהות יחסית.

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה א') שגייסה החברה, כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה	ערך נקוב, במיליוני ₪	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים, 30.06.2010	שנות פירעון הקרן
א'	1103597	מאי 2007	33.3	5.35%	מדד	36.6	2010-2014

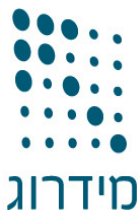
נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2009	30.06.2010
הכנסות	104	137	159	138	61	66
רווח גולמי	38	49	46	53	24	21
רווח תפעולי	17	24	16	25	11	9
רווח נקי	12	15	9	20	9	7
רווח גולמי/הכנסות	36.6%	35.7%	28.7%	38.1%	40.3%	32.2%
רווח תפעולי/הכנסות	16.0%	17.2%	10.2%	17.9%	18.1%	13.6%
EBITDA	19	26	21	27	12	10
יתרות מזומנים והשקעות בני"ע	0.7	18	39	45	52	39
חוב פיננסי	12	50	48	46	45	37
סך נכסים במאזן	99	177	179	191	177	181
הון עצמי / מאזן	63.5%	54.7%	54.9%	60.2%	58.9%	62.5%
חוב / CAP	16.6%	33.2%	32.1%	28.2%	30.2%	24.2%
חוב פיננסי / EBITDA	0.7	1.9	2.3	1.7	2.9	1.4
חוב פיננסי / FFO	0.9	3.0	3.0	2.5	2.5	2.2

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיצוב עסקי גבוה בתחום הפעילות, הנתמך בניסיון, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב

החברה צברה ניסיון ומומחיות במהלך 60 שנות פעילותה בתחום ייצור ושיווק מצברים לרכב, אשר מתבטאים במותג אמין וחזק בשוק המצברים, מערכי שיווק והפצה בפריסה ארצית, מערך איסוף מצברים ישנים יעיל (שבאמצעותם ממחזרים עופרת, שמהווה חומר גלם עיקרי לחברה) ובנתח שוק משמעותי, אשר, להערכת החברה, עומד על 44%



לעומת נתח שוק של 30% למתחרה העיקרי- וולקן תעשיות רכב בע"מ (נתח השוק הנותר מצוי בידי יבואני מצברים). לחברה בסיס לקוחות רחב ומפוזר (מעל 2400 לקוחות), הכולל חשמלאי רכב, יבואני רכב, חברות לסינג, משרד הביטחון, גופים מוסדיים, רשתות שיווק, חברות גרירה ולקוחות קצה. חלק משמעותי מלקוחות החברה הינם לקוחות ותיקים. החברה מאופיינת בשיעור נמוך יחסית של הפרשה שנתית לחובות מסופקים מסך ההכנסות (0.2 בממוצע, בשלוש השנים האחרונות). בנוסף, ביטחה החברה את אשראי הלקוחות עד סוף 2009, אולם ביטלה אותו, בשל עליית תעריפים.

קו פעילות יחיד החשוף לשינויים טכנולוגיים ובעל פוטנציאל צמיחה נמוך

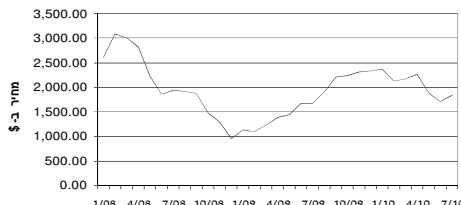
החברה פועלת בקו פעילות יחיד- מצברים ולדעת מידרוג, אין לה כרגע גמישות מספקת בהתמודדות מול שינויים טכנולוגיים ומוצרים תחליפיים, המצויים בתהליכי פיתוח מתקדמים בשוק הרכב ועלולים להקטין את הביקוש לכלי רכב בעלי מנוע בנזין ואיתו את הביקוש למצברים בטכנולוגיה הנפוצה כיום. התמורה העיקרית בתחום זה היא פיתוח כלי רכב חשמליים, בעלי טכנולוגיה ידעית לסביבה. כיום משווקים בארץ רכבים היברידיים המשלבים מנוע חשמלי עם מנוע בנזין, אבל עדיין נתח השוק שלהם נמוך. בנוסף, ישנו מיזם של חברת Better Place Israel להקמת תשתית טעינה לרכבים בעלי מנוע חשמלי, שיהוו תחליף למנועי הבנזין. יש לציין, כי המיזם מצוי כרגע בשלב הפיילוט ולדעת החברה, המעבר לרכבים חשמליים יהיה הדרגתי ויתפרס על פני מספר שנים. להערכת מידרוג, נתח השוק של החברה יקטן בטווח הארוך במידה ולא תתאים את קו המוצרים שלה בקורלציה חיובית עם התפתחות המגמה וגידול בנתח השוק של הרכבים החשמליים. בנוסף, פוטנציאל הצמיחה של שוק המצברים נמוך יחסית ונקבע בהתאם למצבת כלי הרכב, תנאי האקלים וטיב המצברים, שקובע את אורך חייהם. בשנים האחרונות לא חל שינוי מהותי בגודלו של השוק בארץ. יש לציין, כי חל גידול בהיקף המכירות הכמותיות של החברה בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של 2010 יחסית לתקופות המקבילות (11.1% ו-19.9%, בהתאמה) ואיתו גידול בנתח השוק, גם על חשבון המתחרים. הגידול בהכנסות לווה בלחץ על מחירי המכירה ושחיקה ברווחיות הגולמית והתפעולית. הגידול במכירות הושפע גם ממזג האוויר הקיצוני, שהניע קצב תחלופת מצברים מהיר יותר. יש לציין, כי המחצית הראשונה של השנה מאופיינת באופן מסורתי בקצב מכירות נמוך בהשוואה למחצית השנייה, נוכח העונתיות המאפיינת את הענף.

תלות גבוהה בספק מקומי של עופרת מורכבת

חומר הגלם העיקרי בו עושה שימוש החברה הוא עופרת (כ-60% מעלות המכר בשנת 2009 וכ-42.5% בממוצע מסך המכירות בשלוש השנים האחרונות), אשר נחלקת לשני סוגים: עופרת נקייה, הנרכשת בשווקים העולמיים ותרכובות עופרת, אשר מופקות בעיקר ממחזור מצברים ישנים. שני הסוגים אינם תחליפיים זה לזה ולכל סוג שימוש שונה בייצור המצבר. החברה רוכשת את תצרוכת העופרת המורכבת מהקורנס, שהינו יצרן יחיד בישראל בתחום. הפסקת ההתקשרות עימו תביא לייקור עלויות חומר גלם עיקרי, בשל האלטרנטיבה היקרה יותר של יבוא תרכובות העופרת. מחירי המצברים הישנים זולים יותר לאורך השנים ולחברה יש מערך איסוף מצברים יעיל, שמעניק לה יתרון יחסי וכדאיות בהתקשרות עם הקורנס. יש לציין, כי מחירי המצברים הישנים נמצאים במגמת עלייה וכפועל יוצא- מצטמצם הפער לעומת מחירי הייבוא.

רמת רווחיות גבוהה יחסית לענף התעשייה, אך תנודתיות נוכח חשיפה למחירי העופרת ולשערי חליפין

התפתחות מחירי העופרת (דולר לטון) ינואר 2008 - יולי 2010, נחוני החברה



החברה מאופיינת ברמת רווחיות גבוהה יחסית בשנים האחרונות ביחס לענף התעשייה, אשר מושפעת מחוזק המותג ודומיננטיות החברה בשוק המקומי. לצד זאת, החברה מאופיינת בתנודתיות ברווחיות, בשל החשיפה למחירי העופרת ולשערי חליפין. את החשיפה לתנודתיות שערי החליפין בזמן הקצר מגדרת החברה במידה גבוהה. ההתמודדות עם תנודתיות מחירי העופרת נעשית דרך מחירי המכירה. החברה הינה מובילת שוק בתחומה ויש

ביכולתה להשפיע על המחירים בשוק המקומי, אולם ההתאמה מתבצעת בפרק זמן. בחציון הראשון של 2010 נשחקה הרווחיות יחסית לחציון המקביל אשתקד (רווחיות גולמית - 32.2% ו-40.3% רווחיות תפעולית - 13.6% ו-18.1% בהתאמה), זאת- נוכח ירידה במחירי המכירה הממוצעים, הפסד גולמי מפעילות הייצוא, ייסוף השקל ועליית מחירי העופרת במהלך שנת 2009. מידרוג איננה צופה שיפור מהותי ברווחיות ברבעונים הקרובים, חרף הירידה במחירי העופרת במחצית הראשונה, וזאת- נוכח לחצים על מחירי המכירה ומגמת העלייה במחירי העופרת.

מינוף נמוך ויחסי כיסוי מהירים

החברה מצויה במגמה של צמצום החוב הפיננסי באמצעות קיטון בצורכי ההון החוזר ברבעונים האחרונים וקיטון ביתרות הנזילות. יחס החוב לקאפ עמד על כ-24.2% באמצע 2010 לעומת כ-30.1% בשנים 2008-2009. קצב ה-EBITDA בארבעת הרבעונים שעד 30.6.2010 ניצב על כ-25 מיליון ₪ והוא הושפע לחיוב מהמחצית השנייה של 2009, שהייתה בולטת לטובה, כמו שנת 2009 כולה. כפועל יוצא מהמינוף הנמוך והתזרים החזק, הציגה החברה בסוף החציון הראשון של 2010 יחסי כיסוי מהירים, עם חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO של 1.4 ו-2.2 בהתאמה. להערכת מידרוג, ה-EBITDA בשנת 2010 צפויה להיות נמוכה בהשוואה לשנת 2009, אולם לצד זאת אנו צופים המשך קיטון ברמת החוב הפיננסי, באופן שיחסי הכיסוי יישמרו מהירים.

יש לציין, כי מדיניות ההשקעות של החברה בשנים האחרונות הייתה שמרנית יחסית, אולם החברה בוחנת כל העת השקעות ושיפורים בקווי הייצור. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של לפחות 35% מסך הרווח הנקי בשנה והיא חילקה כ-44.0% מסך הרווח הנקי בשנים האחרונות. קצב ההשקעות ההוניות השנתי עומד במוצע על כ-4.5 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות.

נזילות וגמישות פיננסית גבוהות

החברה נוהגת לאורך זמן להותיר בקופתה יתרות נזילות בהיקפים מהותיים, המושקעים ברובם באפיקים סולידיים. יתרת התיק הנזיל ליום 30.6.2010 הסתכמה בכ-39 מיליון ₪. לחברה אין מסגרות אשראי וכל נכסיה פנויים משעבוד. לחברה צרכי הון חוזר גבוהים יחסית ומממנת אותם ממקורותיה העצמאיים. צרכי ההון חוזר למכירות עמדו במוצע על 70% בשנים האחרונות, תוך תנודתיות גבוהה, והם נובעים בעיקר מאשראי לקוחות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות וגיווניה תוך שמירה על איתנות גבוהה

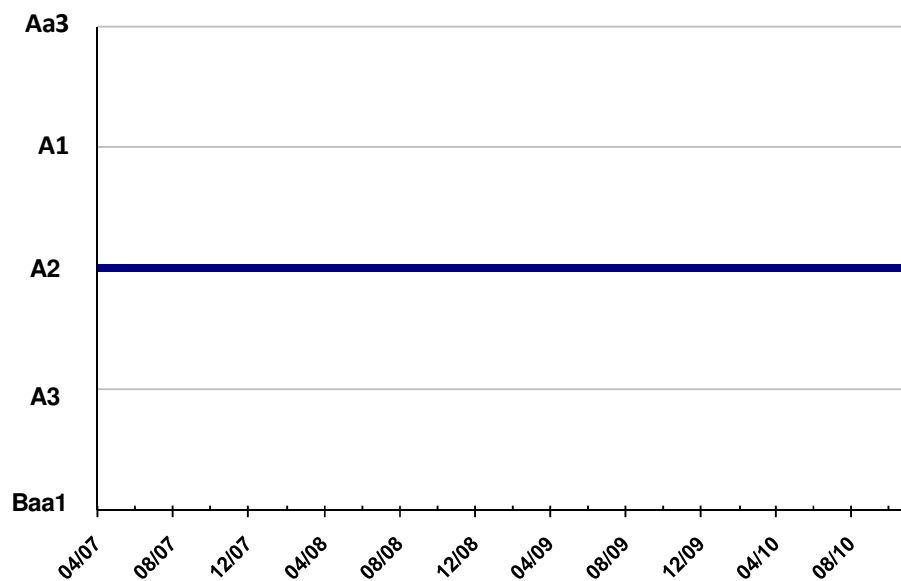
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- פגיעה במעמדה העסקי של החברה ובתזרימי המזומנים מפעילות
- חלוקת דיבידנד, שתוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

5

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה תעשייתית פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייצור, בשיווק ובמכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, לשוק המקומי ולחו"ל. החברה מייצרת מצברים לכלי רכב מסוגים שונים, לרבות רכב פרטי, מסחרי, משאיות, אוטובוסים, ציוד מכני כבד, טנקים וכיו"ב. מרבית מכירות החברה הן לשוק המקומי. שנפ הינה החברה הגדולה בישראל בתחום הייצור והשיווק של מצברים עם נתח שוק מוערך של כ-44% ממכירות המצברים בישראל. המתחרה השנייה בגודלה הינה וולקן תעשיות רכב בע"מ, המחזיקה בנתח של כ-30%. יתר השחקנים בשוק הם בעיקר יבואנים. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-37.9% מהון המניות וזכויות ההצבעה וישאל תעשיות (1994) בע"מ, חברה פרטית, בבעלות מלאה של ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ, המחזיקה בכ-37.9% נוספים. בין בעלי המניות קיים הסכם בעלי מניות. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין. יו"ר הדירקטוריון הינו מר גיורא ענבר.



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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, 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 מאוד.
	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: CSA061010000M

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 זממן 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.