



שניב תעשיות נייר בע"מ

פעולת דירוג ו ינואר 2009

1

מחבר:

זיו פרנקל
ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

שניב תעשיות נייר בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הורדת הדירוג של שניב תעשיות נייר בע"מ ("שניב" או "החברה") מ-A3 ל-Baa1 באופק יציב. בתוך כך מידרוג מסירה את הדירוג מרשימת המעקב. הורדת הדירוג נובעת מהגורמים העיקריים הבאים: (1) שחיקה ברווחיות בשנים 2007-2008 כתוצאה בעיקר מעלייה במחירי תשומות חו"ג ואנרגיה. דבר זה הוביל להאטה ביחסי הכיסוי בהשוואה לצפי יחסי הכיסוי במועד הדירוג הראשוני; (2) המשך תוכניות להשקעות גבוהות יחסית בשנים הקרובות, אשר צפויות להגדיל את רמת המינוף. יש לציין כי מרבית ההשקעות נועדו לפתח את מגזר הקונברטינג (מוצרים מוגמרים) ויתבצעו בהתאם לצמיחה של מגזר זה; (3) מספר אירועים בשנה החולפת המצביעים על ליקויים ניהוליים בחברה, שהתבטאו בין השאר בתחלופה גבוהה של מנהלים בכירים. להערכת מידרוג, אירועים אלו פגעו בהתנהלות החברה והשפיעו לרעה על ביצועיה ומיצובה העסקי. אופק הדירוג היציב נתמך בגורמים הבאים: החברה צפויה להציג שיפור ברווחיות ובתזרימי המזומנים בשנה הקרובה לאור הירידה במחירי חומרי הגלם ותשומות האנרגיה, ולאור התכנון להקטנת ימי המלאי; החברה פועלת באסטרטגיה עסקית ממוקדת להגברת הצמיחה של מגזר הקונברטינג ועד כה עמדה ביעדיה. צמיחת מגזר זה עשויה לשפר את הרווחיות ולצמצם במידת מה את תלותה בתגודתיות חומרי הגלם; החלפת ההנהלה שבוצעה לאחרונה, במסגרתה מונה מר פסח ברנט למנכ"ל קבוע צפויה לייצב את הניהול בחברה;

האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

סדרה	מועד הנפקה	ערך נקוב, במיליוני ש"ח*	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה 30.9.08, במיליוני ש"ח*	שנות פירעון הקרן
א'	יולי 2007	65.0	4.75%	מדד	68.0	2010-2013

* יתרת הערך הנקוב הינה ליום 5/1/2009, והיא בניכוי 5 מיליון ש"ח ערך נקוב שנרכשו על ידי החברה בחודשים האחרונים ונמחקו. יתרת ערך נקוב בסך של כ-6.5 מיליון ש"ח נרכשה בחודשים האחרונים על ידי חברה בת. היתרה בספרים למועד הדוח נמוכה יותר בעקבות הרכישות כאמור.

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

רכישת חלקה של סנו בשניב על ידי בעלי השליטה הנוכחיים

בחודש יוני 2008 חדלה סנו מפעלי ברונס בע"מ ("סנו") מלהיות בעלת מניות בשניב, לאחר שמכרה את חלקה (כ-41% מזכויות ההון וההצבעה) לבעלי המניות הקיימים תמורת סך של כ-23.4 מיליון ש"ח. בעלי השליטה בחברה כיום הם אברהם והילה ברנט המחזיקים כ-71.64% מזכויות ההון וההצבעה ומר לקס שלום המחזיקה כ-15.16% נוספים. עסקת הרכישה בוצעה במסגרת הסדר פשרה בין בעלי השליטה הנוכחיים לבין סנו, ובמסגרתו הסתיימו כל התהליכים המשפטיים בין בעלי המניות כולל ויתור הדדי על תביעות. להערכת מידרוג, למכירת השליטה אין השפעה מהותית על אסטרטגיית החברה וניהולה שכן אלו מותווים מזה זמן על ידי בעלי השליטה הנוכחיים. בין החברה לבין בעלי המניות אין הסכם ניהול ולחברה אין מדיניות דיבידנד. לדברי החברה, מצב זה אינו צפוי להשתנות בעקבות שינוי מבנה הבעלות.

¹ התפתחויות עיקריות שחלו מאז דוח הדירוג הראשוני בחודש מרץ 2007.

חילופים תכופים בהנהלה הבכירה בשנה החולפת

בחודש דצמבר השנה הודיעה החברה על הפסקת כהונתו של המנכ"ל אשר מונה לתפקידו בחודש ינואר 2008, לאחר פרישת המנכ"ל הקודם. במקומו של המנכ"ל היוצא יכהן מר פסח ברנט, בנו של בעל השליטה בחברה. כמו כן הודיעה החברה על חילופין בתפקיד סמנכ"ל הכספים אשר כיהן בתפקידו החל ממחצית שנת 2006. לדברי החברה, מינויו של מר ברנט לתפקיד המנכ"ל הינו לטווח הארוך. להערכת מידרוג, השינויים התכופים בהנהלה הבכירה בשנה החולפת מעידים על מעמדה העסקי.

תוצאות בדיקת חוסר במלאים

בחודש נובמבר 2007 הודיעה החברה בדוח מיידי כי במסגרת הבדיקות שנעשו כתוצאה מספירת מלאי שבוצעה ליום 30/9/2007 נתגלה חוסר בלתי מוסבר במלאי הגלילים של נייר מעובד בערך של כ-1.2 מיליון ש"ח. בחודש מרץ השנה פרסמה החברה עדכון לגבי תוצאות הבדיקות שנערכו בעקבות הגילוי ואת מסקנותיה. החברה עדכנה כי בוצעו בדיקות מקיפות בנושא המלאי והחוסר במלאי על ידי מבקר הפנים של החברה, ובעקבות כך הגיעה החברה למסקנה שהחוסר במלאי נוצר כתוצאה מגניבות. כמו כן בוצע סקר אבטחת מלאי בעקבותיו נתגלו ליקויים ופרצות במערכת אבטחת המלאי בחברה. בעקבות הבדיקות וסקר האבטחה החלה החברה בעריכת שיפורים ושינויים במערך ניהול המלאי ואבטחתו, שחלקם יושם זה מכבר. בנוסף, החליטה החברה לקיים בעזרת יעוץ חיצוני סקר שבו ייבדקו הבקורות הפנימיות בחברה בנושאי המלאי והאפקטיביות שלהן, וכן תהליכי הערכת המלאי וספירתו. תהליכי הבדיקה החלו ברבעון השלישי של שנת 2008 והם עומדים בפני סיום בתקופה הקרובה.

3

הערכות להקמת יחידת קוגנרציה המופעלת על גז טבעי

בחודש פברואר 2008 חתמה החברה הסכם התקשרות עם ספקית ציוד אנרגיה שוויצרית לרכישה והקמה של תחנת כוח המופעלת על בסיס גז טבעי בהספק חשמלי של כ-4.8 מגה וואט במפעל החברה באופקים, בתמורה לסך של כ-4.0 מיליון אירו (כ-22 מיליון ש"ח). ביצוע העסקה מותנה בהשלמת חיבור אתר החברה למערכת ההולכה של הגז הטבעי, אשר אינו צפוי לפני מחצית 2009. החברה מעריכה כי לצורך הפעלת התחנה תידרשנה השקעות עקיפות בסך של כ-2.0 מיליון דולר נוספים (כ-7.5 מיליון ש"ח). לדברי החברה, רכישת הציוד והקמת התחנה לא ייצאו אל הפועל לפני שתהיה אפשרות מעשית להולכת גז טבעי לאתר החברה באופקים. התחנה אמורה לקום תוך שנתיים ממועד התחלת הפרויקט.

החלטה על רכישה עצמית של אג"ח

ביום 28/8/2008 החליט דירקטוריון החברה על רכישת אג"ח החברה על ידי חברה בת בשליטה מלאה, עד לסכום של 10 מיליון ש"ח. עד ליום 22/12/2008 רכשה החברה כ-9.8 מיליון ש"ח ערך נקוב אג"ח (סדרה א') בעלות של כ-7.0 מיליון ש"ח.

התפתחות התוצאות הכספיות

שניב: תמצית דוח רווח והפסד ויחסי רווחיות
באלפי ש"ח

2004	2005	2006	2007	1-9/07	1-9/08	
IGAAP	IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
97,076	118,080	133,151	153,975	115,489	112,538	הכנסות
9,842	18,243	21,530	14,052	10,857	16,539	רווח גולמי
4,557	5,101	8,056	12,106	9,203	8,144	הוצאות מכירה ושיווק
3,218	3,687	5,149	5,834	4,048	4,780	הוצאות הנהלה וכלליות
2,067	9,455	8,325	(3,888)	(2,394)	3,615	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
8,128	15,461	16,417	5,507	4,451	11,144	EBITDA
1,069	2,201	2,813	(6,199)	(5,545)	(8,491)	הוצאות מימון נטו
(229)	419	1,435	(2,424)	(1,916)	(1,313)	מסים על הכנסה (הטבת מס)
3,754	11,556	9,703	(7,518)	(5,878)	(3,562)	רווח (הפסד) נקי לתקופה
9.1%	21.6%	12.8%	15.6%	-	-2.6%	שיעור שינוי במכירות
10.1%	15.4%	16.2%	9.1%	9.4%	14.7%	רווח גולמי %
4.7%	4.3%	6.1%	7.9%	8.0%	7.2%	מכירה ושיווק %
3.3%	3.1%	3.9%	3.8%	3.5%	4.2%	הנהלה וכלליות %
2.1%	8.0%	6.3%	-2.5%	-2.1%	3.2%	רווח תפעולי %
8.4%	13.1%	12.3%	3.6%	3.9%	9.9%	% EBITDA

ירידה בהכנסות שנבעה בעיקר מירידה במכירות לייצוא, תוך גידול במכירות המוגמרים

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 רשמה החברה ירידה של כ-2.6% בהכנסות. בתוך כך, נרשמה ירידה של כ-3.8% במכירות הגלילים ועלייה של כ-23% במכירות המוצרים המוגמרים, שחלקם בסך המכירות עמד על 30%. בשנת 2007 כולה רשמה החברה עלייה של כ-15.6% במכירות, שנבעה כולה מעלייה במכירות מגזר המוצרים המוגמרים.

הירידה במכירות הגלילים בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008 נבעה ברובה מירידה במכירות לייצוא, בעיקר בשל תחרות שהקטינה ביקושים וכדאיות מכירה. בשוק המקומי רשמה החברה גידול בהכנסות שנבע מעלייה במחירי המכירה ומהגידול במכירות הפנימיות למגזר המוצרים המוגמרים. מכירות הגלילים ללקוחות חיצוניים ירדו בשיעור של כ-10.6% בהשוואה לתקופה המקבילה, בעיקר עקב ירידה במכירות לייצוא.

העלייה במכירות המוצרים המוגמרים - הכוללים בעיקר נייר טואלט, מגבות נייר ומפיות נייר - לרשתות שיווק וחנויות פרטיות בשוק המקומי, נרשמה במסגרת חדירת החברה לתחום שהחלה באמצע שנת 2006. החברה רואה בתחום הקונברטינג את מנוע הצמיחה העיקרי שלה, ואת יעד ההשקעות ההוניות העיקרי בעבר ובהווה. רשתות השיווק להן מוכרת החברה כוללות בעיקר את הרשת השלישית ואת רשת הדיסקאונט של שופרסל.

מכירות החברה מאופיינות בפיזור יחסי, כאשר בתקופה ינואר-ספטמבר 2008 לא היה לקוח שהיווה מעל 10% מהמכירות.

החל בחודש אוקטובר 2008 היקף הייצור במפעל החברה באופקים הותאם להיקף המכירות. בתוך כך, פעל קו ייצור המוצרים המוגמרים בשיעור ניצול של 80%.

הרווחיות הגולמית שופרה לאחר הרעה חדה בשנת 2007, אולם הרווחיות התפעולית נותרה נמוכה יחסית. שחיקת

הרווחיות והזינוק בהוצאות המימון הובילו את החברה להפסד נקי, בהמשך להפסד בשנת 2007

הרווח הגולמי עמד בתשעת החודשים הראשונים של השנה על שיעור של כ-14.7% מהמכירות, בדומה לרווחיות הממוצעת בשנים 2004-2006, אך גבוה משמעותית משנת 2007. בשנת 2007 רשמה החברה רווח גולמי נמוך מאוד בשל שורת גורמים שכללו: עלייה במחירי חומרי הגלם ללא התאמה בזמן של מחירי המכירה, התקשרויות לא רווחיות במכירות לייצוא, התייקרות משמעותית בתשומות האנרגיה וכן חוסר במלאי בסך של כ-1.2 מיליון ש"ח (ראה התייחסות מפורטת בסעיף התפתחויות עיקריות). חלק מהגורמים השלישיים נמשכו לתוך שנת 2008, ובעיקר העלייה במחירי הגלם ובתשומות האנרגיה, אולם החברה ביצעה העלאת מחירים בחודש מרץ 2008 וכן הגדילה את מכירות הקונברטינג המאופיינות ברווחיות גולמית גבוהה יותר. הירידות שהחלו לאחרונה במחירי התאית צפויות לקבל ביטוי בתוצאות החברה רק במחצית שנת 2009, נוכח פער הזמן שבין מועד ההזמנה לקבלת החומר (כחודשיים) ונוכח ימי המלאי (כחודש נוסף). יש לצין עם זאת, כי השיפור ברווחיות יקבל ביטוי ככל שהחברה תצליח לשמור על מחירי המכירה ברמתם הנוכחית, חרף הוזלת התאית וההאטה הכלכלית.

הוצאות מכירה ושיווק רשמו גידול ביחס למכירות בשל העלייה בפעילות הקונברטינג, בעיקר בגין עמלות מכירה, הוצאות שכר והוצאות פרסום. הוצאות ההנהלה והכלליות רשמו בתשעת החודשים הראשונים של השנה גידול יחסית לשנים הקודמות, בעיקר בשל עלייה בהוצאות פחת וייעוץ מקצועי. יש לצין כי בהתאם לתחזיות החברה, מגזר המוצרים המוגמרים מציג עדיין הפסד תפעולי, למרות שהוא מאופיין ברווחיות גולמית גבוהה מזו של מגזר הגלילים, וזאת בעיקר בשל הוצאות מכירה ושיווק גבוהות יחסית הכרוכות בחדירה לשוק, לרבות הוצאות ביסוס המותג וחדירה לרשתות.

5

בתשעת החודשים הראשונים של השנה רשמה החברה הוצאות מימון ברוטו בסך של כ-9.7 מיליון ש"ח לעומת 5.7 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה. העלייה בהוצאות המימון נובעת בעיקר מהעלייה בהיקף החוב הפיננסי הממוצע בתקופה הנוכחית, בשל גיוס האג"ח בחודש יולי 2007, וכן בשל העלייה במדד המחירים לצרכן.

יודגש כי גם לאור העלייה הצפויה ברמת הרווחיות הגולמית בעקבות הורדת מחירי התשומות, יחסי הרווחיות אינם עומדים בתחזיות שנלקחו במועד הדירוג הראשוני, ובהתאם גם תזרימי המזומנים יחסי כיסוי החוב.

היקפי השקעות משמעותיים - בעבר ובעתיד - לצורך פיתוח פעילות המוצרים המוגמרים

החל בשנת 2006 רושמת החברה השקעות גבוהות יחסית ברכוש קבוע, בעיקר לצורך פיתוח קו המוצרים המוגמרים. בשנת 2006 ביצעה השקעות ברכוש קבוע בסך של כ-22.5 מיליון ש"ח, מהם כ-20 מיליון ש"ח בקו יצור מוצרים מוגמרים. בשנת 2007 ביצעה השקעות של כ-14 מיליון ש"ח, מרביתן בהתאמת קו המוגמרים לעיבוד של נייר ממוחזר, במטרה להקטין את השימוש בתאית. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 החברה עומדת על קצב השקעה שנתי של כ-9 מיליון ש"ח.

להערכת מידרוג, קצב ההשקעות של החברה בשנתיים הקרובות לא יפחת מכ-10 מיליון ש"ח לשנה, מרביתן - הקמת קו ייצור שני למוצרים מוגמרים ושדרוג הקו הנוכחי. לפי דברי החברה, השקעות אלו יבוצעו בהתאם לצמיחת מגזר המוצרים המוגמרים. השקעות אלו אינן כוללות את ההשקעה בהקמת תחנת כוח מבוססת גז טבעי.

בכוונת החברה לממן את ההשקעות בעיקר באמצעות חוב בנקאי.

שניב: תזרימי מזומנים מפעילות ותזרים חופשי
במיליוני ש"ח

<u>2005</u> <u>IGAAP</u>	<u>2006</u> <u>IGAAP</u>	<u>2007</u> <u>IFRS</u>	<u>1-9/07</u> <u>IFRS</u>	<u>1-9/08</u> <u>IFRS</u>	
15,780	16,417	5,507	4,596	11,145	EBITDA
11,523	6,294	(5,328)	(4,337)	(4,041)	CFO
16,332	18,538	(346)	(761)	7,391	FFO
(9,461)	(22,504)	(13,925)	(8,994)	(6,632)	CAPEX
6,871	(3,966)	(14,271)	(9,755)	759	FFO - CAPEX
0	0	0	0	0	DIV
6,871	(3,966)	(14,271)	(9,755)	759	FCF

גידול בימי המלאי ימי הלקוחות הרעו את תזרים המזומנים מפעילות שוטפת

השיפור ברווח הגולמי והתפעולי בתשעת החודשים הראשונים של השנה תורגם לגידול ברווח התפעולי התזרימי (EBITDA) ובתזרימי המזומנים הפרמננטיים (FFO). ואולם, עלייה חדה בצורכי ההון החוזר, בעיקר בשל גידול ביתרות הלקוחות והמלאי, הובילו לתזרים שלילי מפעילות שוטפת (CFO).

העלייה במלאי נרשמה בעיקר במלאי התוצרת הגמורה של מגזר הגלילים, והיא נבעה מהירידה הבלתי צפויה בהיקף המכירות ברבעון השלישי של השנה. החברה הצהירה על כוונתה להקטין במידה משמעותית את ימי המלאי עד למחצית שנת 2009. הקטנת ניצולת הייצור החל בחודש אוקטובר 2008 נועדה בחלקה לשרת מטרה זו.

העלייה בימי הלקוחות נבעה בעיקר משינוי תמהיל המכירות - ירידת המכירות לייצוא המאופיינות בימי אשראי קצרים יותר. לדברי החברה, לא חלו שינויים בתנאי האשראי ללקוחות, כאשר מכירות הגלילים (לקוחות תעשייתיים) מתבצעות בשוטף + 90/120 ומכירות המוצרים הסופיים מתבצעות בשוטף + 60/90.

שניב: יחסי הון חוזר תפעולי

<u>31/12/2005</u>	<u>31/12/2006</u>	<u>31/12/2007</u>	<u>30/09/2007</u>	<u>30/09/2008</u>	
92	115	102	94	121	ימי לקוחות
17	32	34	42	72	ימי מלאי תוצ"ג
34	93	44	36	45	ימי מלאי חו"ג
107	128	80	82	101	ימי ספקים
18.0%	29.2%	25.4%	25.0%	39.7%	סך צורכי הון חוזר נטו / הכנסות

רמת הנזילות סבירה, ונשענת בעיקר על מסגרות אשראי קיימות ותיק ני"ע סחיר

נכון למועד דוח זה, לחברה מסגרות אשראי בהיקף של כ-35 מיליון ש"ח המנוצלות במלואן. החברה נמצאת בשיא צריכת האשראי התפעולי בשל צורכי ההון החוזר הגבוהים שאפיינו את הרבעון השלישי של שנת 2008. במקביל, החברה החלה ברבעון השלישי של שנת 2008 בתוכנית לרכישה עצמית של אג"ח, ולצורך זאת בכוונתה להגדיל את מסגרות האשראי.

לחברה תיק ני"ע בסך של כ-16.2 מיליון ש"ח ליום 30/9/2008. תיק ההשקעות מנוהל על ידי שני בתי השקעות. כמחצית התיק מושקעת באג"ח ממשלתי וכמחצית נוספת באג"ח קונצרני (40%) ומניות (7%). בתקופה ינואר-ספטמבר 2008 נרשם הפסד הון בסך של כ-0.5 מיליון ש"ח. נכון ליום 27/11/2008 עומדת יתרת התיק על כ-13.3 מיליון ש"ח, לאחר מימושים של כ-1.8 מיליון ש"ח והפסד הון נוסף של כ-1.1 מיליון ש"ח.

הרעה ביחסי האיתנות ויחסי הכיסוי

החברה רשמה הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כתוצאה מגיוס האג"ח והשחיקה ברווחיות שהובילה לשחיקת ההון העצמי. כמו כן, העלייה בצורכי ההון החוזר מנעה מהחברה את צמצום האשראי הבנקאי. העלייה בחוב, לצד הירידה בתזרימי המזומנים הובילה להאטה ניכרת ביחסי הכיסוי לעומת תחזיות מידרוג. במידרוג מצפים כי ברמת הדירוג החדשה, תשמור החברה על יחס חוב ל-EBITDA בטווח שבין 6.0 ל-8.0, בהתחשב בכך שתזרימי החברה תלויים במידה משמעותית במחירי התאית ובמחירי האנרגיה. יחסי הכיסוי הללו מביאים בחשבון כי לחברה תוכנית השקעות משמעותית לשנים הקרובות.

שניב: איתנות פיננסית ויחסי כיסוי, באלפי ש"ח

31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	30/09/2008	
27,754	22,934	7,944	16,439	אשראי בנקאי לז"ק
9,083	24,614	17,407	11,893	הלוואות מבנקים לז"א
-	-	69,105	68,042	אג"ח
36,837	47,548	94,456	96,374	סך חוב פיננסי
12,293	1,177	1,172	495	מזומנים ושווי מזומנים
-	-	28,762	16,737	תיק ני"ע
24,544	46,371	64,522	79,142	חוב פיננסי נטו
69,543	73,620	70,615	67,053	הון עצמי
154,177	172,032	210,709	206,484	סך מאזן
117,281	133,075	174,170	171,211	קאפ
45.1%	42.8%	33.5%	32.5%	הון עצמי / סך מאזן
31.4%	35.7%	54.2%	56.3%	חוב פיננסי / קאפ
23.4%	35.2%	44.7%	51.4%	חוב פיננסי נטו / קאפ נטו
1.56	2.82	11.72	6.56	חוב פיננסי נטו / EBITDA
1.50	2.50	שלילי	10.14	חוב פיננסי נטו / FFO

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי באופן שיתמוך לאורך זמן ביחסי כיסוי מהירים

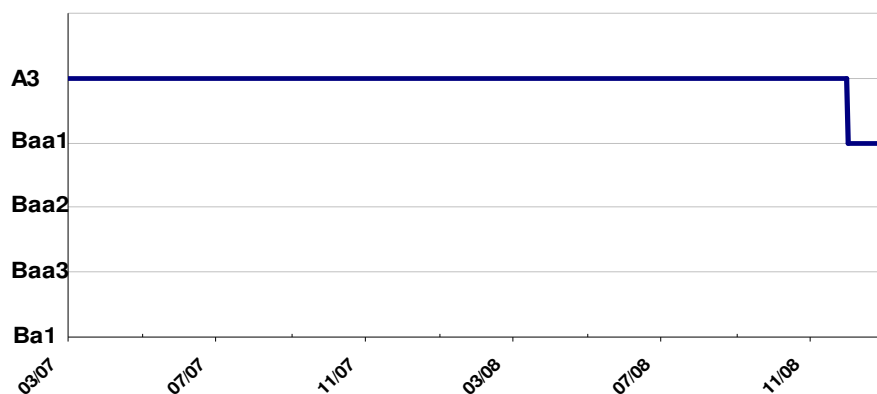
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי יכולת החברה להציג רווחיות סבירה לאורך זמן בהשוואה לענף פעילותה
- ירידה מתמשכת בהיקפי הפעילות
- אי שמירה על רמת נזילות סבירה, כזו התואמת את צורכי המימון של החברה ועומס פרעונות החוב
- תלות גבוהה בלקוחות מרכזיים שיש בה לאיים על מצבה העסקי של החברה

אודות החברה

שניב תעשיות נייר בע"מ (להלן: "שניב" או "החברה"), עוסקת בייצור ושיווק של נייר גולמי ומוצרי נייר מוגמרים לשימושים ביתיים. שניב הוקמה בשנת 1988 כחברה פרטית ובשנת 1995 הונפקו מניותיה לציבור. המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי הקבוצה נחלקים לשתי קבוצות עיקריות: (1) גלילי אב נייר לייצור מוצרים מוגמרים לצריכה ביתית (כ-70% מסך ההכנסות לשנת 2008). מוצרי החברה מקבוצה זו נחלקים לשלושה סוגים עיקריים: נייר טישו, נייר קרפ ונייר מגבת. החברה נחשבת ליצרנית השנייה בגדולה בשוק הנייר הגולמי הביתי עם כושר ייצור של כ-31,000 טון בשנה (2) מוצרי נייר מוגמרים (כ-30% מסך ההכנסות לשנת 2008) הנחלקים לשתי קבוצות עיקריות: נייר טואלט ומגבות מטבח.

היסטוריית דירוג



מושגי יסוד

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ + הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ + הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדוד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 שאלהיה 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: CIO010109000M

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") 2008.

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 צריכים 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.