

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

מעקב | ינואר 2019

אנשי קשר:

יואב שניידר - מעריך דירוג ראשי
yoav.schneider@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
Liatk@midroog.co.il

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

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ ("שנפ" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1140086	A2.il	יציב	15/01/2024

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמד עסקי מוביל ופיזור על פני שלושה קווי עסקים בשוק המוצרים הנלווים לרכב בישראל. לשנפ מערכי שיווק, מכירה והפצה חזקים ומבוססים התורמים לנתחי שוק משמעותיים לאורך השנים, בעיקר בשוק המצברים לרכב, בו היא מחזיקה נתח שוק של כ-45%, ונתחים של כ-28% בשוק צמיגי הרכב ו-25%-30% בשוק האבזור לרכב (בקרב לקוחות הנמנים על יבואני הרכב) (ע"פ הערכות החברה). הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות בינוני בגודלו, עם הכנסות של מעל חצי מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים, 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 של החברה (מצברים, צמיגים ואבזור) הינם בשוק הרכב ולחברה חשיפה ותלות גבוהה בשוק זה.

ענף המוצרים הנלווים לכלי רכב בישראל מאופיין להערכתנו בסיכון עסקי בינוני נוכח ביקושים יציבים וצמיחה סולידית, לאור היותם מוצרים בסיסיים, לצד הגידול במצבת כלי הרכב בישראל. מנגד רמת התחרות גבוהה יחסית, ואינה צפויה להשתנות נוכח חסמי כניסה נמוכים מצד יבוא. רווחיות הענף חשופה בין השאר לשינויים במחירי חומרי גלם ושערי החליפין, כאשר גמישות התמחור של השחקניות בענף מוגבלת יחסית בשל בידול מוצרים שאינם גבוה. כמו כן הענף חשוף במידה גבוהה יחסית לסיכון אשראי של לקוחות.

לאורך השנים החברה מפגינה יציבות במרבית הפרמטרים העסקיים והפיננסיים. רמת הרווחיות של החברה גבוהה ויציבה יחסית, עם שיעור רווח תפעולי אשר נע בין 10%-12% לאורך זמן, בתמיכת יתרונותיה היחסיים של החברה, בדמות מותגים חזקים יחסית במגזר המצברים והצמיגים ומערך הפצה רחב ויעיל. עם זאת, הסביבה התחרותית בחלקי הענף השונים הביאה לשחיקה מסוימת ברווחיות התפעולית המאוחדת שעמדה על כ-8.9% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הזמן הקצר והבינוני מגזרי המצברים והאבזור יציגו יציבות עד שחיקה קלה על רקע הסביבה התחרותית, ואילו במגזר הצמיגים תחול תמורה על רקע מיזוג פעילות חברת צמיגי חקלאות עם פעילות חברות הצמיגים ראל' ודקה במסגרת חברה כלולה חדשה בה צמיגי חקלאות תחזיק 50% (להלן: "ראליאנס"). להערכת מידרוג, העסקה תבוא לכדי ביטוי בתוצאות המגזר הן דרך הקטנה בהיקף המכירות והן דרך הקטנה בהיקף התזרים התפעולי אשר יצאו מאיחוד חשבונאי, ומנגד תניב העסקה מזומנים בהיקף של כ-45 מיליון ש"ח למגזר הצמיגים במהלך 2019 (כנגד הון חוזר), וכן תשפר את מיצובה של החברה בענף באמצעות קונסולידציה עם מותגי צמיגים נוספים. במאוחד, מידרוג מעריכה כי החברה תציג צמיחה שלילית במכירות בשנת 2018 על רקע ירידה בהיקפי המכירות במגזרי הצמיגים והאבזור, כך שהחברה תציג הכנסות בהיקף של 545-565 מיליון ש"ח (במאוחד), עם שחיקה קלה ברווחיות התפעולית לעומת תוצאות שנים קודמות, בטווח של 9%-10%. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2019 היקף ההכנסות המאוחד ירד על רקע יציאת צמיגי חקלאות מאיחוד חשבונאי ויעמוד על 480-500 מיליון ש"ח, עם רווחיות תפעולית משופרת במקצת שתנוע סביב 10%.

מידרוג צופה כי בשנים 2018-2019 תזרימי החברה (במאוחד) יציגו יציבות יחסית, עם EBITDA בטווח של 55-65 מיליון ש"ח ו-FFO בטווח של 40-50 מיליון ש"ח (לעומת כ-64 וכ-47 מיליון ש"ח, בהתאמה, בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2018). החברה צפויה לקבל מזומנים בגין ירידה בהונה החוזר במהלך 2019, הן על רקע הקטנת מלאים במגזר המצברים והן במסגרת צמיגי חקלאות כתוצאה מעסקת ראליאנס, כך שתזרימה החופשי של החברה צפוי להיות חיובי ומשמעותי, עם 30-35 מיליון ש"ח בשנת 2018, ו-75-85 מיליון ש"ח בשנת 2019. מזומנים אלו צפויים בחלקם לשמש להקטנת היקף חובה הפיננסי ברוטו של החברה, כך שבסוף שנת 2019 חובה

הפיננסי צפוי לנוע סביב הטווח 170-180 מיליון ₪ במאוחד (לעומת כ-219 מיליון ₪ ליום 30.09.2018). הקטנת החוב בשילוב עם יציבות בהיקפי התזרים התפעולי של החברה צפויים לשפר את יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו באיחוד יחסי ל-EBITDA באיחוד יחסי וחוב פיננסי ברוטו באיחוד יחסי ל-FFO באיחוד יחסי, כך שינועו בטווחים 4.0-3.5 ו-5.5-5.0 התאמה, לעומת 3.7 ו-5.2, בהתאמה, בשנת 2017, יחסים איטיים במקצת ביחס לדירוג, בהתחשב בתזרימים מפעילות הצרים יחסית. אנו לוקחים בחשבון במסגרת יחסים אלה כי צמיגי חקלאות וכסלו ערבות לחובה של החברה הכלולה החדשה, ראליאנס. מינופה של החברה צפוי אף הוא להשתפר, והחוב לקאפ באיחוד יחסי צפוי לנוע בסוף שנת 2019 סביב 35%, לעומת כ-38% ביום 30.09.2018.

מבנה אחזקות של החברה המכיל מרכיב גבוה של זכויות מיעוט (בחברות הבנות כסלו ואדי מערכות) וחברה כלולה (ראליאנס) מעלה את סיכון האשראי של החברה. בטווח הבינוני-הארוך עשויה החברה לממש את האופציה לרכישת חלק המיעוט בחברות הבנות ו/או השקעות נוספות במיזוגים ורכישות, אך מידרוג לא ייחסה סבירות למימוש אופציות אלו או לרכישות משמעותיות נוספות במהלך הטווח הקצר-בינוני.

נזילות החברה וגמישותה טובות להערכת מידרוג, ונסמכות על היקפי תזרימים, המזומנים שהיא צפויה לצבור עד לסוף 2019, לוח סילוקין נוח הכולל פרעונות שוטפים של כ-14 מיליון ₪ קרן אג"ח ברמת הסולו ומסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף של כ-21 מיליון ₪ ומסגרות אשראי פנויות נוספות של כ-24 מיליון ₪. אנו מעריכים כי שפ (סולו) תייצר מקורות מפעולות (FFO) של 15-17 מיליון ₪, שיתורגמו לתזרים מפעילות שוטפת של כ-50 מיליון ₪ נוכח קיטון ברמות המלאי בשנת 2019, עקב הצטיידות שאפיינה את תום שנת 2018 במסגרת הערכות לאפשרות להפסקת הייצור. כמו כן אנו מקנים סבירות להעלאת מזומנים מכסלו או מאדי כדיבדנדים לשנפ. לאור הצהרות ההנהלה איננו מניחים חלוקת דיבדנדים משמעותית לבעלי המניות בטווח הקצר אלא אם יבוצע קיטון מהותי ברמות החוב.

היות שהחברה חדלה להיות חברת תעשייה יצרנית, אלא יבואנית ומשווקת בלבד, החל ממעקב זה מידרוג מיישמת בדירוג החברה את מתודולוגיית מידרוג לדירוג תאגידים לא-פיננסיים, חלף המתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה יצרנית. השינוי במתודולוגיה החלה על דירוג החברה כשלעצמו לא הוביל לשינוי בדירוג.

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	9M 2017	9M 2018	
354	391	385	582	433	413	הכנסות ממכירות
38	49	42	56	42	37	רווח תפעולי לפני אחרות*
10.8%	12.4%	11.0%	9.7%	9.7%	8.9%	רווח תפעולי %
36%	34%	38%	41%	41%	38%	חוב פיננסי ל- CAP
2.5	2.0	3.2	3.7	4.1	3.0	חוב מותאם ל- EBITDA באיחוד יחסי**
3.3	2.7	4.1	5.2	5.5	4.3	חוב מותאם ל- FFO באיחוד יחסי**

* כולל הפחתת עודף עלות בגין מלאי שנצטר מרכישת פעילות האיבזור בסך של כ-10.6 מיליוני ₪ ברבעון הראשון לשנת 2017.

** יחסי הכיסוי מוצגים באיחוד יחסי של החברות כסלו תחבורה בע"מ ואדי מערכות, בכל אחת מהן מחזיקה החברה 50% מהון המניות.

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	9M 2017	9M 2018	מגזר המצברים
146	162	155	158	109	131	מכירות
15	19	13	11	9	9	רווח מגזרי לפני מס
						מגזר הצמיגים
207	228	230	210	156	146	מכירות
18	24	23	14	12	7	רווח מגזרי לפני מס
						מגזר האיבזור*
114	145	201	214	168	136	מכירות
-	-	-	22	16	15	רווח מגזרי לפני מס**

* נתוני מגזר האיבזור לתקופות שקדמו לשנת 2017 נגזרים מנתוני הפרפורמה לדוח רווח והפסד.

** כולל הפחתת עודף עלות בגין מלאי שנצטר מרכישת פעילות האיבזור בסך של כ-10.6 מיליוני ₪ ברבעון הראשון לשנת 2017.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני נוכח ביקושים יציבים הנתמכים בגידול כלי הרכב בישראל ומגדד תחרות גבוהה ובידול מוגבל

החברה פועלת בשלושה תחומים בענף המוצרים הנלווים לרכב בישראל: מגזר המצברים (כ- 32% מהמכירות במאוחד לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018), מגזר הצמיגים (כ- 35%) ומגזר האיבזור (כ- 33%). ענף המוצרים הנלווים לרכב, לסוגיו השונים, מאופיין בביקושים יציבים יחסית לאורך זמן, הנגזרים בעיקר מהשינויים במצבת כלי הרכב בישראל. היקף הפעילות בענף הרכב חווה גידול בביקושים בשנים האחרונות נוכח צמיחה מהותית במצבת כלי הרכב בישראל (צמיחה תלת שנתית מצטברת של כ- 14% בשנים 2015-2017 על פי נתוני הלמ"ס). הצמיחה בביקוש למצברים הינה נמוכה במעט מצמיחת כלי הרכב, בעיקר בשל שיפורים טכנולוגיים התורמים להארכת חיי המצברים ובשל הצערת הגיל הממוצע של כלי 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 יחסית כתלות באופי הלקוח (מוטה איכות או מוטה מחיר). שוק המצברים מאופיין בתחרות גבוהה נוכח העלייה בכדאיות היבוא בשנים האחרונות, שהינו מקור התחרות העיקרי, בשל חסמים גבוהים בפני ייצור מקומי. הצורך בביסוס מערך שיווק והפצה ארצי בשל מאפייני המכירה עודנו מהווה חסם משמעותי.

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, מאינדונזיה וממזרח אירופה. העדפת מותגים זולים אלו על ידי הלקוחות הביאה לגידול כמותי במכירות, אך במקביל 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 איבזור כלי הרכב, הפונה בעיקר לפלח כלי הרכב החדשים, חווה צמיחה משמעותית בשנים האחרונות נוכח הגידול במסירות כלי רכב וכן לאור מגמה עולה בסטנדרט והיקף האיבזור החכם. התחום הינו 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 מול לקוחות מוסדיים. קשר עסקי יציב עם יבואני הרכב מהווה מרכיב חשוב בהצלחה בתחום זה. אנו מאפיינים גם שוק זה בנאמנות לקוחות מוגבלת, ורמת תחרותיות גבוהה יחסית. מידרוג צופה האטה בקצב מסירות כלי הרכב במשך המקומי בשנת 2019, אך עדיין צופה המשך גידול במצבת כלי הרכב.

מעמד עסקי גבוה נוכח מובילות שוק, בעיקר בתחום המצברים, ופיזור על פני ענף המוצרים הנלווים לרכב

מיצובה העסקי של החברה מושפע מהיקף מכירות של כ- 552 מיליון ₪ (באיחוד מלא) וכ- 371 מיליון ₪ באיחוד יחסי בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2018, היקף הנמוך יחסית לרמת הדירוג. בשנים האחרונות הגדילה החברה את גיוון ופיזור מוצריה והגיעה לשלושה קווי פעילות שונים, אך העובדה כי קווי הפעילות קשורים שלושם בענף הרכב מגבילים את הפיזור העסקי, וריכוז הפעילות של החברה בשוק המקומי מגבילה את פיזור הגיאוגרפי בשלב זה כמעט לחלוטין לתחומי הארץ. נתחי השוק החזקים של החברה בקטגוריות הפעילות שלה הינם נתון בולט לדירוג, ונובעים גם מפעילותה בתחומים צרים ונישתיים.

במגזר המצברים החברה שיווקה מצברים מייצור עצמי ומצברים מיובאים תחת שם המותג שנפ. נתח השוק של החברה נאמד בכ- 45% (ע"פ הערכת החברה) כאשר מתחרתה העיקרית הינה חברת וולקן (נתח שוק של כ- 25%), והיתר יבואנים שונים. לחברה מותג חזק המבוסס על ותק רב ואמינות וכן נוכחות רחבה ובולטת אצל קמעונאים וסיטונאים. למרות רמת התחרות בענף המצברים, שומרת החברה על נתח שוק יציב לאורך שנים, וזאת להערכת מידרוג 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. מידרוג מניחה כי רמת התחרות תיוותר גבוהה אך החברה תוסיף לשמור על מעמדה התחרותי נוכח יתרונותיה היחסיים.

החל משנת 2019, החברה שינתה את אופי פעילותה כך שתחזל מייצור עצמי של מצברים, ותפעל בשוק זה כיבואן ומשווק של מצברים המיוצרים בחו"ל. המצברים המיובאים על ידה ימשיכו לשאת את שם המותג "שנפ". הערכת מידרוג כי החברה תשמור את מיצובה

העסקי בענף נסמכת בין היתר על ההנחה כי הפסקת הייצור והסתמכות מלאה על מצברים מיובאים לא תביא לפגיעה בטיבם ובאיכותם של המצברים.

במגזר הצמיגים פועלת החברה באמצעות אחזקה של 50% בקבוצת כסלו המשווקת צמיגים בשמות מותגים מובילים ובראשם "קונטיננטל", וכן דרך החברה הבת של כסלו, צמיגי חקלאות (המוחזקת בשיעור של 100%) המשווקת את מותגי "קופר" ו"אליאנס", וכן צמיגים לא ממותגים. כסלו הינה המפיצה הבלעדית של צמיגי קונטיננטל בישראל (הסכם הפצה בלעדי עד לשנת 2020 הכולל אופציית הארכה). בתוקף מיום 31.12.2018 תמוזג פעילותה של צמיגי חקלאות עם אלו של יבואניות הצמיגים ראלי ודקה, באמצעות חברה חדשה שצמיגי חקלאות (ודרכה לכסלו) תחזיק בה 50%, אשר תרחיב את סל המותגים של החברה למותגי צמיגים בעלי משקל נוספים, ובפרט מותגי דנלופ ויוקהמה (להלן: "ראליאנס"). להערכת מידורג מהלך קונסולידציה זה הינו תגובה לרמת התחרותיות הגבוהה בשוק הצמיגים בארץ, הנגרמת במידה רבה מלחצי מחיר הנגרמים בשל חדירת צמיגים זולים תוצרת סין (חסרי שם מותג), ריבוי מותגים מתחרים בשוק הצמיגים הממותגים, וכן יבוא מקביל של צמיגים ממותגים החותר תחת מעמדם של היבואנים הגדולים. בשוק הצמיגים החברה הינה בין השחקנים המובילים בכמות המכירות עם נתח שוק של כ-28% (ע"פ הערכת החברה לאחר עסקת המיזוג). עם זאת, במהלך 2017-2018, מגזר הצמיגים בשנפ חווה ירידה כמותית במכירות, בין היתר על רקע התחרותיות העזה, וחווה צמיחה שלילית כספית במכירות של כ-8.8% בשנת 2017 בהשוואה לשנה הקודמת, וכ-6.5% בתשעת החודשים הראשונים של 2018 בהשוואה לתקופה המקבילה.

במגזר האיבזור פועלת החברה באמצעות אחזקה של 50% באדי מערכות, שאוחדה החל מחודש ינואר 2017, ועוסקת ביבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים רחב לשוק הרכב בישראל, הכוללים מערכות שמע, מולטימדיה, נוחות, בטיחות, תקשורת, מיגון ואיתור ועוד. לאדי מערכות נתח שוק של 25%-30% בשוק להתקנת אבזור לרכב עבור יבואני רכב (ע"פ הערכת החברה) ופיזור לקוחות רחב ומגוון כאשר עיקר לקוחותיה הנם יבואני כלי רכב כדוגמת טלקאר, קרסו, UMI והונדה, וכן לקוחות מוסדיים בעלי צי רכב וחברות ליסינג. אדי מערכות רכשה במהלך שנת 2018 את חברת Servision המפתחת ומספקת פתרונות ניטור וידיאו לרכב ולחמ"לים. להערכתנו פוטנציאל הסינרגיה דורש עדיין תהליכי מיזוג והטמעה מורכבים וממושכים.

שולי הרווח של מגזרי החברה גבוהים אך נתונים להמשך לחצים מצד סביבתה התחרותית

מעמדה העסקי הדומיננטי של החברה מתבטא בשולי רווח גבוהים ויציבים יחסית, עם שיעור רווח תפעולי מאוחד בין 9.7%-12.4% בשנים 2015-2017, עם כ-8.9% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018.

החברה הגדילה בשנים האחרונות את תמהיל המכירות לטובת מצברים מיובאים חלף מצברים בייצור עצמי נוכח רוח גבית מתנאי הסחר, והחל משנת 2019 תיפסק פעילות הייצור העיקרית של המצברים והחברה תתמקד בייבוא ושיווק מצברים. רווחיות החברה תמשיך להיות חשופה לתנאי הסחר לרבות תנודתיות בשערי מט"ח מול השקל.

שיעור הרווח הגולמי של מגזר המצברים מבטא את מעמדה המוביל של החברה בשוק זה, הגם שנשחק במידת מה, עם רווחיות גולמית של 24.5% בתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2018, לעומת ממוצע של 28.6% בשנים 2015-2017. השחיקה ברווחיות הגולמית נובעת בחלקה משיטת הרישום החשבונאית ביחס למס הקנייה למצבר¹, אך נובעת גם מהורדת המרווח הממוצע למצבר במטרה לשמור על נתחי השוק של החברה, בעיקר מפני תחרות היבואנים האחרים. הורדת מרווחים זו התבטאה בעלייה משמעותית בהיקפי כמויות המצברים שנמכרו בתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2018 לעומת התקופה המקבילה.

שיעור הרווחיות במגזר הצמיגים יציב יחסית לסביבה התחרותית הדינמית, אך נמוך בהשוואה למגזר המצברים, עם רווחיות גולמית של כ-21.6% בתשעת החודשים שהסתיימו בתאריך 30.09.2018 לעומת ממוצע של 22.7% בשנים 2015-2017. שינויים בתמהיל המכירות, ולחצים תחרותיים הביאו לפגיעה ברווחיות גם בדרך של הקטנת היקף המכירות (כמותית וכספית) במהלך 2017-2018.

¹ בהתאם לתקני IFRS, ההכנסות בגין מכירת מצברים מייצור נרשמו נטו ממס הקנייה המוטל על רכישת מצבר, ואילו ההכנסות בגין מכירת מצברים מיובאים נרשמות ברוטו ממס הקנייה. על כן, העלייה בחלקם של מצברים מיובאים מסך המצברים שהחברה מוכרת בשנה נתונה תביא להורדת שיעור הרווחיות הגולמית במגזר.

השלמת רכישת אדי בוצעה בינואר 2017 ותרומתה לתוצאות הכספיות של החברה הנה החל ממועד זה. אדי מאופיינת ברווחיות גבוהה יחסית, עם כ-30.5% רווחיות גולמית לשנת 2017, אשר התמתנה בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018 על רקע ירידה בפעילות לקוחות החברה, שינוי בתמהיל מכירותיה ללקוחות קיימים, ולחצים תחרותיים, כך שרווחיותה הגולמית עמדה בתקופה זו על כ-28.3%. תרחיש הבסיס של מידורג מניח יציבות ואף לחצי מחיר בשווקי האבזור, שיבואו לכדי ביטוי ברווחיות גולמית סביב 27%-28% במגזר זה בשנים 2018-2019.

במגזר הצמיגים, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון כי לחברה בידול נמוך עד בינוני הנסמך על מותגיה, והתמתנות מסוימת בביזוריות שוק הצמיגים בשל קונסולידציה במסגרת עסקת "ראליאנס". לפי תרחיש הבסיס של מידורג, בשנת 2018, רווחיותה הגולמית של מגזר זה תנוע סביב 20%-21%, בדומה לרווחיות תשעת החודשים הראשונים לשנת 2018, ואילו בשנת 2019, בשל יציאתה מאיחוד של פעילות צמיגי חקלאות, רווחיותה הגולמית של מגזר הצמיגים אמורה להציג עלייה קלה ולנוע סביב 22%. במגזר המצברים, אנו צופים יציבות בשיעורי הרווחיות בניטרול השפעות חשבונאיות של הטיפול במכירות מצברים מיובאים חלף מצברים מקומיים.

צפי להורדת החוב הפיננסי באמצעות הקטנת הון חוזר ובמסגרת עסקת ראליאנס

בהמשך לגידול החוב במהלך שנת 2017 למימון רכישת אדי מערכות ואיחודה בחברה, בשנת 2018 אנו מניחים עלייה מסוימת בהיקף החוב עד לסוף השנה עקב הצטיידות מלאי על רקע תוכנית סגירת הייצור במפעל המצברים, אולם להערכתנו מגמה זו, צפויה להשתנות עם ירידה בחוב במהלך שנת 2019. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2018 רשמה החברה ירידה של כ-22 מיליון ש"ח בהיקף החוב הפיננסי (מאוחד), שעמד על כ-219 מיליון ש"ח ליום 30.9.2018 בהשוואה לכ-241 מיליון ש"ח ליום 31.12.2017. יחס החוב פיננסי מתואם ל-CAP עמד ליום 30.9.2018 על שיעור של כ-38%, לעומת יחס של כ-41% ליום 31.12.2017.

לפי תרחיש הבסיס של מידורג כדלעיל, החברה צפויה להציג רווח תפעולי מאוחד (לפני הכנסות אחרות) מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 55-65 מיליון ש"ח (מאוחד) בשנים 2018-2019 ותזרים מפעולות (FFO) בטווח 40-50 מיליון ש"ח (מאוחד). טווחים אלו מביאים בחשבון ירידה כתוצאה מיציאה מאיחוד של צמיגי חקלאות בשנת 2019.

מידורג צופה לקיטון משמעותי בצורכי ההון החוזר של החברה, בהיקף של כ-60 מיליון ש"ח במהלך שנת 2019, הנובע משני גורמים עיקריים: הראשון הוא קיטון במלאי המוחזק לטובת מגזר המצברים עקב גידול חד פעמי בשנת 2018. לקראת תום 2018 החברה הצטיידה במלאים גבוהים יחסית במסגרת היערכות לאפשרות להפסקת תהליכי הייצור ומעבר לייבוא, אך אנו צופים להקטנת המלאי בכ-20 מיליון ש"ח. הגורם השני לקיטון בהון החוזר הוא "עסקת ראליאנס", במסגרתה אליאנס צפויה למכור את מלאיה לחברה החדשה כאשר כשני שליש מהתמורה שולמו במהלך ינואר 2019 והיתרה ב-2020, ואילו יתרת חובות הלקוחות ותשלומים לספקים וזכאים אחרים בגין הפעילות מהתקופה שטרם העסקה תיוותר בידי החברה, וגבייתם צפויה להניב לה כ-30 מיליון ש"ח מזומן לאורך שנת 2019, כך שבסה"כ העסקה תביא לקיטון בהון החוזר של מגזר הצמיגים בהיקף של כ-50 מיליון ש"ח, מזה כ-40 מיליון ש"ח במזומן. השילוב בין הירידה בהון החוזר של מגזר המצברים ומגזר הצמיגים, וכן הנחה לגידול בינוני בהון החוזר במסגרת מגזר האבזור, מביאה בסך הכל לתרומה לתזרים מפעילות שוטפות של החברה (במאוחד) בהיקף של כ-60 מיליון ש"ח בשנת 2019. מידורג מניחה צרכי השקעות הוניות נמוכים של עד 5 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2018-2019, מבלי רכישת חברות נוספות למעט רכישת חברה בת על ידי אדי מערכות בהיקף של כ-7 מיליון ש"ח במהלך הרבעון השני 2018. על בסיס הנחות אלו, מידורג צופה כי החברה במאוחד תייצר תזרים חופשי (FCF) חיובי משמעותי בהיקף של 35-25 מיליון ש"ח בשנת 2018, ו-75-65 מיליון ש"ח בשנת 2019. להערכתנו, היקף התזרים החופשי ינוצל בחלקו לקיטון בחוב הפיננסי, שינוע בסוף שנת 2019 בטווח 180-170 מיליון ש"ח (במאוחד), ויבואו לכדי ביטוי יחס חוב לקאפ של 30%-35% (מאוחד). יש לציין כי לקחנו בחשבון בניתוח החוב הכללית של ערבות של צמיגי חקלאות וכסלו בגין החוב של ראליאנס לפי חלקה היחסי של שנפ בכסלו. כל אלו מובילים, בתרחיש הבסיס ליחסי כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA ול-FFO על בסיס איחוד יחסי לטווח הזמן הקצר-בינוני ינועו בטווח 4.0-3.5 ו-5.5-5.0, בהתאמה, יחסים איטיים יחסית לדירוג.

ניזילות וגמישות פיננסית הולמות לרמת הדירוג - איננו מניחים חלוקת דיבידנד משמעותית בטווח התחזית

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי שנפ (סולו) תייצר בשנת 2019 מקורות מפעילות (FFO) של 15-17 מיליון ש"ח אשר יתורגמו לתזרים מפעילות שוטפת של כ-50 מיליון ש"ח נוכח קיטון ברמות המלאי בשנת 2019, עקב הצטיידות חד פעמית שאפיינה את החציין השני

לשנת 2018 בעקבות תוכנית סגירת הייצור. לשנפ (סולו) צורכי השקעות מתונות זאת בעיקר אף לאחר סגירת הייצור. לאור הצהרות ההנהלה, איננו מניחים חלוקת דיבידנדים משמעותית לבעלי המניות בטווח הקצר אלא אם תבצע קיטון מהותי ברמות החוב. מנגד לחברה (סולו) פרעונות שוטפים של כ-14 מיליון ₪. כנזכר לעיל, עסקת ארליאנס צפויה לתרום תזרים חופשי בהיקף של 30-40 מיליון ₪, אשר אנו מניחים כי יועלו לכסלו בשלב ראשון. להערכתנו, ייעוד מזומנים אלו הנו לצורך הקטנת חוב ברמת הקבוצה ואין כל מגבלות אפקטיביות אף להעלות חלק מהסכומים הנ"ל כדיבדנד לשנפ.

לחברה (סולו) מסגרות אשראי מאושרות (טרם נחתמו) ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-21 מיליון ₪ נכון ליום 14.12.2018. גמישותה הפיננסית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כטובה, ונתמכת ברמת מינוף מתונה התורמת לנגישותה למקורות מימון. החברה עומדת במרווח מספק להערכתנו, ממספר אמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס לחובותיה.

אופק הדירוג

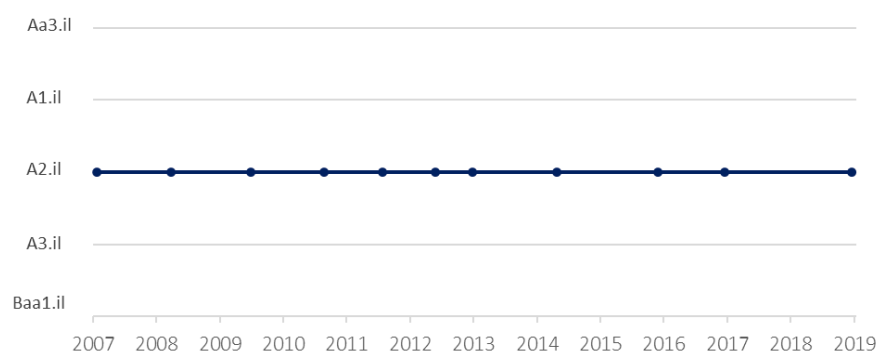
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- חלוקת דיבידנד מהותית בשנפ, אשר תוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA על בסיס איחוד יחסי של 4.0

אודות החברה

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה תעשייתית פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייצור, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, בעיקר לשוק המקומי. בשנת 2012 השלימה החברה עסקה לרכישת מחצית מהון המניות בחברות "כסלו תחבורה בע"מ" ו-"החברה הישראלית לצמיגי חקלאות" (לשעבר "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% אדי מערכות העוסקת בתחום יבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים ומערכות לשוק הרכב בישראל. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-35.85% מהון המניות, וקרן ס.ה. 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](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - ספטמבר 2015](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

23.01.2019	תאריך דוח הדירוג:
23.01.2018	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 שאליה 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' מידרג בע"מ (להלן: "מידרג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרג 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 מידרג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרג הינם לפי סולם מקומי וכאמור 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.

מידרג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרג 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 מידרג 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 מידרג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרג 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.

מידרג 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 מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרג 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 מידרג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרג 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, מידרג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרג. מידרג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרג, 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 מידרג 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 מידרג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרג 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 מידרג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>