

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

מעקב | מרץ 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

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

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרה ב') 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 (במיוחד) בהיקף של כ-490 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים (שמסתיימים ב-30 בספטמבר 2019), 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 הינם בשוק הרכב ולחברה חשיפה ותלות גבוהה בשוק זה.

ענף המוצרים הנלווים לכלי רכב בישראל מאופיין להערכתנו בסיכון עסקי בינוני. מחד, ביקושים יציבים וצמיחה סולידית, לאור היותם מוצרים בסיסיים, לצד הגידול במצבת כלי הרכב בישראל. מאידך, תלות ביבואני הרכב ורמת תחרות גבוהה יחסית, אשר אינה 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 שאינו גבוה. כמו כן הענף חשוף במידה גבוהה יחסית לסיכון אשראי של לקוחות.

במהלך השנה האחרונה, חלו שתי תמורות בחברה, הכוללות קיטון בסך של כ-60 מיליון ₪ בחובה הפיננסי המאוחד עקב עסקת ראיאנס, לרבות ברמת שנפ סולו, זאת בעקבות ירידה בהון החוזר. בד בבד, החברה נחלשה בפעילות מגזר האבזור נוכח ירידה במכירות הנובעת מהמשך מגמת הקיטון במסירות כלי רכב אצל יבואנים עימם עובדת אדי מערכות, קיטון במכירות סוגים מסוימים של פרטי אבזור והורדה חלקית במחירי המכירה למספר לקוחות.

רווחיות החברה בולטת לטובה בתמיכת יתרוןותיה היחסיים של החברה, בדמות מותגים חזקים יחסית במגזר המצברים והצמיגים ומערך הפצה רחב ויעיל. מעבר לשחיקה הנמשכת ברווחיות החברה לאורך השנים האחרונות, בשל הסביבה התחרותית בחלקי הענף השונים, במהלך שנת 2019 ניכרת פגיעה מהותית בפעילות מגזר האבזור וכן הוצאות חד פעמיות אשר העיבו על מגזרי המצברים והצמיגים, אשר הביאו לשחיקה ברווחיות התפעולית, אשר עמדה על כ-5.0% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019, זאת בהשוואה לכ-8.9% בתקופה המקבילה אשתקד.

שנת 2019 צפויה להערכתנו להסתיים עם ירידה במכירות החברה, בעיקר בשל מגזר האבזור, כאשר פעילות הצמיגים תושפע לשלילה מיציאה מאיחוד של פעילותה של כסלו חקלאות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2020 החברה תציג סטגנציה בהכנסות סביב טווח של 440-450 מיליון ₪ ורווחיות תפעולית של 6%-7% אשר מבטאת בין השאר התייעלות בפעילותה של אדי מערכות.

מידרוג צופה כי בשנת 2019 תסתכם ה-EBITDA של החברה (מאוחד) סביב 50 מיליון ₪ ואילו בשנת 2020 סכום זה עשוי לנוע בטווח גבוה יותר של בין 50 ועד 60 מיליון ₪, כאשר הטווח העליון מותנה בהצלחת תכנית ההתייעלות באדי מערכות, זאת לעומת EBITDA

של כ-40 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2019. סכום המקורות מפעולות FFO צפוי לעמוד בטווח של 20-30 מיליון ₪ לשנה. כתוצאה מקיטון בהון החוזר שבוצע כאמור כבר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019, תזרימה החופשי (FCF) של החברה (במיוחד) צפוי להיות חיובי ומשמעותי. מזומנים אלו צפויים בחלקם לשמש להקטנת חוב פיננסי. הקטנת החוב הובילה לשיפור יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA (באיחוד יחסי) במהלך שנת 2019 והיחס צפוי להשתפר עוד במידה מסוימת ולעמוד סביב 4.0-3.0, נוכח גם השיפור שאנו צופים ב-EBITDA ומבלי להניח גידול מהותי בחוב הפיננסי.

נציין כי בהתאם לדיווח החברה¹, תחזית מידרוג לשנת 2020 אינה מגלמת פגיעה מהותית בפעילות החברה כתוצאה ממשבר הקורונה, אולם במידה ומשבר זה יימשך בטווח הזמן הקרוב, השפעתו עלולה להיות ניכרת בתוצאות שנת 2020. בכל מקרה, מידרוג אינה מזהה בכך סיכון פונדמנטלי עבור שנפ, שיש בו להשפיע לאורך זמן על החברה, מעבר לאירוע נקודתי זה.

מבנה אחזקות של החברה, המכיל מרכיב גבוה של זכויות מיעוט (בחברות הבנות כסלו ואדי מערכות) וחברה כלולה (ראליאנס), מעלה את סיכון האשראי של החברה.

נזילות החברה על בסיס סולו הינה טובה להערכת מידרוג, ונסמכת על היקפי מקורותיה מפעולות, מזומנים שהיא צפויה לצבור עד לסוף 2020, ומסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי. אנו מעריכים כי בשנת 2019, שנפ (סולו) תייצר מקורות מפעולות (FFO) של 13-15 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. בנוסף, אנו סבורים כי תתבצע העלאת מזומנים מכסלו או מאדי כדיבדנדים לשנפ. בד בבד, אנו מניחים כי בשנת 2020 שנפ תחלק דיבדנד בהיקף של 4-7 מיליון ₪. למול מקורות אלו, לחברה (סולו) לוח סילוקין הכולל פרעונות שוטפים של כ-14 מיליון ₪ קרן אג"ח.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי תחול התייצבות בהכנסות החברה ובלימת הירידה ברווח התפעולי לאורך זמן. לצד הערכתנו כי החברה תשמור על מיצובה העסקי בכלל מגזרי הפעילות, וכי לא יחול שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	9M 2018	9M 2019	
391	385	582	564	413	339	הכנסות ממכירות
49	42	56	44	37	17	רווח תפעולי לפני אחרות
12.4%	11.0%	9.7%	7.8%	8.9%	4.9%	רווח תפעולי %
53%	53%	48%	48%	51%	53%	הון עצמי למאזן
44	30	39	22	34	20	**FFO
2.0	3.3	3.6	5.0	4.4	4.0	חוב מותאם ל-EBITDA באיחוד יחסי*

* יחסי הכיסוי מוצגים באיחוד יחסי של החברות כסלו ותחברה בע"מ ו-אדי מערכות, בכל אחת מהן מחזיקה החברה 50% מהון המניות.

** FFO (מקורות מפעולות) הינו ביינו דיבדנדים אשר שולמו לבעלי זכויות מיעוט.

¹ דיווח מיד- השפעת התפשטות נגיף הקורונה על פעילות החברה 23/02/2020

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

מגזר המצברים	9M 2019	9M 2018	FY 2018	FY 2017	FY 2016	FY 2015
מכירות	137	131	186	158	155	162
רווח מגזרי לפני מס	7	9	(19)	11	13	19
מגזר הצמיגים						
מכירות	* 102	146	202	210	230	228
רווח מגזרי לפני מס	*4	7	27	14	23	24
מגזר האיבזור**						
מכירות	100	136	176	214	201	145
רווח מגזרי לפני מס	-27	15	16	40	39	24

* הקיטון בהשוואה לתקופה מקבילה נובע מציאה מאיחוד של פעילות חברת כסלו חקלאות כחלק מעסקת ראליאנס, כאמור לעיל.

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בשלושה תחומים בענף המוצרים הנלווים לרכב בישראל: מגזר המצברים (כ-40% מהמכירות במאוחד לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2019), מגזר הצמיגים ומגזר האיבזור, אשר מהווים כ"א כ-30% מסך המכירות במאוחד. ענף המוצרים הנלווים לרכב, לסוגיהם 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-15% בשנים 2016-2018 על פי נתוני הלמ"ס).

הצמיחה בביקוש למצברים הינה נמוכה במעט מצמיחת צי הרכב, בעיקר בשל שיפורים טכנולוגיים התורמים להארכת חיי המצברים ובשל הצערת הגיל הממוצע של צי 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 כתלות באופי הלקוח (מוטה איכות או מוטה מחיר). להערכתנו, גידול מתמשך בחדירת כלי רכב היברידיים לשוק הרכב הישראלי בשנים האחרונות, צפוי לקבל ביטוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך ולהחריף את פערי צמיחת מצבת כלי הרכב לבין שיעור הגידול בביקוש למצברים, נוכח חיי מצבר ארוכים יותר. שוק המצברים מאופיין בתחרות גבוהה נוכח העלייה בכדאיות היבוא בשנים האחרונות, שהינו מקור התחרות העיקרי, בשל חסמים גבוהים בפני ייצור מקומי. עם זאת, הצורך בביסוס מערך שיווק והפצה נרחב ואיתן, עודנו מהווה חסם משמעותי בשל מאפייני המכירה.

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, אינדונזיה ומזרח אירופה. העדפת מותגים זולים אלו על ידי הלקוחות הביאה לגידול כמותי במכירות, אך במקביל הובילה 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 האיבזור החכם לכלי 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 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 ומול לקוחות מוסדיים. קשר עסקי יציב עם יבואני הרכב מהווה מרכיב חשוב בהצלחה בתחום זה. אנו מאפיינים שוק זה בנאמנות לקוחות מוגבלת, ורמת תחרותיות גבוהה יחסית. מידורג צופה האטה בקצב מסירות כלי הרכב במשק המקומי בשנת 2020, אך עדיין צופה המשך גידול במצבת כלי הרכב.

שלושה קווי עסקים משמעותיים בתחום הרכב; היחלשות מגזר האבזור סודקת את מעמדה העסקי של שפנ והיא אינה צפויה להשתקם בטווח הקרוב

מיצובה העסקי של החברה ניזון מגיוון מוצריה על פני שלושה קווי פעילות עיקריים - מצברים, צמיגים ואיבזור כלי רכב. מעמדה נתמך בנתחי שוק גבוהים במגזר המצברים והצמיגים, אשר להערכת החברה נאמדים בכ-45%-28%-30%, בהתאמה, לצד מיצוב גבוה של חברת אדי מערכות (בה מחזיקה החברה 50%) אשר משתקף בנתח שוק של 25%-30%. לצד זאת, חשיפת שלושת קווי הפעילות לשוק הרכב וריכוז פעילות החברה בשוק המקומי מגביל את מיצובה העסקי.

מכירות החברה הסתכמו בכ-339 מיליון ₪ (באיחוד מלא) בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2019, למול היקף הכנסות של כ-413 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הפגיעה נבעה ממגזר האיבזור שרשם ירידה משמעותית בכמות ההתקנות שתורגמה לפגיעה אורגנית של כ-35 מיליון ₪ בהכנסות המגזר, בעוד יתר הקיטון במכירות נבע מירידה אנ-אורגנית נוכח יציאה מאיחוד של פעילות כסלו חקלאות במהלך שנת 2019 במסגרת עסקת ראליאנס. מידורג מעריכה כי החברה תציג צמיחה שלילית במכירות בשנת 2019 נוכח ירידה בהיקפי המכירות בעיקר במגזר האבזור. מגזר המצברים שמר על סטגנציה ואילו עסקת ראליאנס בנטרול היציאה מהאיחוד הביאה לגידול של כ-5% במגזר הצמיגים. כל אלו יביאו לכך שהחברה תציג הכנסות בהיקף של 440-450 מיליון ₪ (במאוחד).

מיצובה העסקי של החברה מוסיף להישען במידה רבה על מעמדה הבכיר בתחום השיווק וההפצה של מצברים בישראל. במהלך שנת 2019 המשיכה החברה במהלכי רה-ארגון במסגרת החלטתה לצמצום מרבית תהליכי היצור במפעל החברה ומעבר לייבוא מצברים. החלטה זו התקבלה עקב עלויות יצור גבוהות ביחס לעלויות רכש מצברים מיובאים מחו"ל ובתמורות טכנולוגיות ורגולטוריות אשר מסתמנות בשוק המצברים ומשליכות על הכדאיות הכלכלית של היצור. המעבר למכירת מצברים מיובאים התגבר בהדרגתיות לאורך השנים האחרונות, בעוד בשנת 2016 היקף ההכנסות ממצברים מיובאים היווה כ-21% מסך מכירות המצברים, בשנת 2019 היווה כ-86%. המצברים המיובאים ממשיכים להימכר תחת המותג שפנ, ומיוצרים בהתאם למפרט החברה. לחברה מותג חזק המבוסס על ותק רב ואמינות וכן נוכחות רחבה ובולטת אצל קמעונאים וסיטונאים. למרות רמת תחרות גבוהה בענף המצברים, שומרת החברה על נתח שוק יציב לאורך השנים, וזאת להערכת מידורג 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. מידורג מניחה כי רמת התחרות תיוותר גבוהה למול מתחרתה העיקרית וולקן (כ-25% מנתח השוק בענף, להערכת החברה) ויתר היבואנים השונים.

במגזר הצמיגים פועלת החברה באמצעות אחזקה של 50% בקבוצת כסלו המשווקת צמיגים בשמות מותגים מובילים ובראשם "קונטיננטל". כסלו הינה המפיצה הבלעדית של צמיגי קונטיננטל בישראל (הסכם הפצה בלעדי עד לשנת 2020 הכולל אופציית הארכה). בשוק הצמיגים החברה הינה בין השחקנים המובילים מבחינת נתח השוק. עם זאת, חלה ירידה בהיקף המכירות בשנים האחרונות נוכח החרפת התחרות בענף והגברת יבוא צמיגים לא ממותגים מסין. עם השלמת "עסקת ראליאנס" במהלך שנת 2019, אנו צופים הרחבת סל המותגים של החברה למותגי צמיגים בעלי משקל נוספים, ובפרט מותגי דנלופ ויוקמה.

במגזר האיבזור עוסקת החברה, באמצעות אדי מערכות, ביבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים רחב לשוק הרכב בישראל, הכוללים מערכות שמע, מולטימדיה, נוחות, בטיחות, תקשורת, מיגון ואיתור ועוד. עיקר לקוחותיה של אדי מערכות הנם יבואני כלי רכב כדוגמת טלקאר, קרסו, UMI והונדה, וכן לקוחות מוסדיים בעלי צי רכב וחברות ליסינג. בשנת 2019 נפגעה פעילות אדי מערכות במידה משמעותית, הן בשורת המכירות והן בשיעורי הרווחיות. בתשעת החודשים הראשונים של 2019 נרשמה ירידה של כ-36% בכמות ההתקנות, שהובילה לירידה של כ-35 מיליון ₪ בהיקף הכנסות המגזר למול התקופה המקבילה אשתקד. עיקר הפגיעה נבעה מירידה במסירות כלי רכב בישראל בקרב לקוחות החברה, עלייה ברמת אבזור כלי רכב מיובאים (בעיקר מערכות מולטימדיה) ולחצי מחיר נוכח רמת התחרות בענף. מידורג מעריכה כי האתגרים אשר קיבלו ביטוי בשנת 2019 יימשכו אף בשנת 2020, ואיננו צופים חזרה להיקפי המכירות והרווח שנרשמו במגזר האבזור בשנים 2016-2018. בד בבד, אנו מניחים כי תוכנית ההתייעלות בה החלה אדי מערכות, לצד המכשירים החדשים וגידול בהיקף מכירות החברה לחו"ל, עשויים לשפר את מיצובה העסקי של אדי בטווח הזמן הבינוני.

שחיקת הרווחיות תיבלם בזכות מהלכי התייעלות והמשך הדומיננטיות של מגזר המצברים

לאורך השנים האחרונות קיימת שחיקה מסוימת במדדי הרווחיות של החברה נוכח לחצים תחרותיים. מגמת השחיקה החריפה בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2019, בה הרווחיות התפעולית עמדה על כ-5.0% למול 8.9% בתקופה המקבילה בשנת 2018. עיקר הפגיעה נבעה משחיקת ההכנסות במגזר האבזור אשר נתנה אותותיה בשורת הרווח, נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, לצד עלייה בהוצאות המו"פ. בד בבד, גם הצטיידות החברה בכמויות מלאי חריגות במגזר המצברים העיבה על רווחיות החברה.

מעבר החברה לייבוא מצברים במהלך שנת 2019 לא קיבל ביטוי בפגיעה משמעותית ברווחיות המגזר, בין היתר בשל המשך מכירת מצברים מיובאים תחת מותג החברה וחוזקו בקרב הצרכנים. שיעור הרווח התפעולי של מגזר המצברים מבטא את מעמדה המוביל של החברה בשוק זה, עם רווחיות תפעולית של 7.7% בתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2019, בהשוואה ל-8.6% בתקופה המקבילה אשתקד. חלק ניכר מהשחיקה למול התקופה המקבילה נבע מתוספת עלויות בעת מכירת המלאי לאור הצטיידות החברה בסוף שנת 2018 ברמת מלאי גבוהה יותר מימי המלאי הנורמטיביים, לאור רה-ארגון, ואלו אינן צפויות להמשך בשנים הבאות.

שיעור הרווחיות במגזר הצמיגים יציב יחסית לסביבה התחרותית הדינמית, אך נפגע גם כן בתשעת החודשים שעד 30.09.2019 ועמד על כ-6.4% רווחיות תפעולית, לעומת כ-7.4% בתקופה המקבילה שנה קודמת. עיקר השחיקה נבעה מעלויות שכר ומכירה ושיווק בגין כסלו חקלאות, אשר הושתו על כסלו תחבורה עקב התעכבות השלמת מיזוג החברות תחת עסקת ראליאנס, והעיבו על רווחיות המגזר בתקופה זו.

מגזר האבזור אופיין לאורך השנים כבעל הרווחיות הגבוהה ביותר. עם זאת, בתשעת החודשים אשר שהסתיימו ביום 30.09.2019 רווחיות המגזר עמדה על כ-4.1%, למול כ-13.9% בתקופה המקבילה אשתקד. כאמור, שחיקה זו נובעת מירידה חדה בהכנסות אדי אשר השתרשרה לשורת הרווח, נוכח שיעור לא מבטל של עלויות קבועות, לצד עלויות מו"פ אשר לא הניבו תרומה לשורת ההכנסות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020, שחיקת היקף הכנסות אדי מערכות תמשך, נוכח ירידה בהתקנת מכשירי Movon, לצד ירידה בהתקנות מכשירי בטיחות נוספים והמשך עלייה בכלי הרכב המאובזרים. עם זאת, מידרוג מעריכה כי תהליכי התייעלות אשר נקטה אדי מערכות בשנת 2019, יקבלו ביטוי מלא בשנת 2020, וכן כי עלויות חד פעמיות אשר העיבו על רווחיות מגזרי המצברים והצמיגים בשנה האחרונה, יחדלו בשנת 2020, כך שבסך הכל החברה תציג רווחיות תפעולית בטווח של 6%-7%.

הורדת חוב פיננסי באמצעות הקטנת הון חוזר תמכה בשיפור יחסי הכיסוי אשר הולמים לרמת הדירוג

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2019 רשמה החברה ירידה בחוב הפיננסי בשל קיטון משמעותי בצורכי ההון החוזר, בהיקף של כ-50 מיליון ₪, הנובע משני גורמים עיקריים: הראשון הוא קיטון במלאי המוחזק לטובת מגזר המצברים, לאחר שזה גדל באופן חריג ערב הפסקת הייצור העצמי והמעבר לייבוא. הגורם השני לקיטון בהון החוזר הוא עסקת ראליאנס, אשר במסגרתה מכרה החברה את מלאיה לחברה החדשה, ואילו יתרת חובות הלקוחות ותשלומים לספקים וזכאים אחרים בגין הפעילות מהתקופה שטרם העסקה נותרה בידי החברה. יחס הון למאזן (מאוחד) ליום 30.09.2019 עמד על שיעור של כ-53%, לעומת יחס של כ-48% ליום 31.12.2018.

מידרוג צופה בשנת 2019 EBITDA (מאוחד) של כ-50 מיליון ₪, זאת לעומת EBITDA של כ-40 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2019, ואילו בשנת 2020 EBITDA עשוי לנוע בטווח גבוה יותר של בין 50 ועד 60 מיליון ₪, כאשר הטווח העליון מותנה בהצלחת תכנית ההתייעלות באדי מערכות. סכום המקורות מפעולות FFO צפוי לעמוד בטווח של 20-30 מיליון ₪ לשנה, המחושבים בניכוי חלקם של השותפים בדיבידנד שצפויה לחלק חברת כסלו בגין עסקת ראליאנס (כ-20 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2019-2020, מחצית מכך חלקם של השותפים להחזקה בכסלו). מידרוג מניחה צרכי השקעות הוניות בטווח של 5-8 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2019-2020, מבלי להניח רכישת חברות נוספות, וכן כי בשנת 2020 שפ תחלק דיבידנד בהיקף של 4-7 מיליון ₪, אשר יגלם 35% מהרווח הנקי המאוחד. על בסיס הנחות אלו, מידרוג צופה כי החברה במאוחד תייצר תזרים חופשי (FCF) חיובי משמעותי בהיקף של 60-70 מיליון ₪ בשנת 2019, נוכח ההון החוזר, ותזרים חופשי בטווח של 10-20 מיליון ₪ בשנת 2020. להערכתנו, היקף התזרים החופשי ינוצל בחלקו לקיטון בחוב הפיננסי, שינוע בסוף שנת 2020 בטווח 160-170 מיליון ₪ (במאוחד), ויבואו לכדי ביטוי הון למאזן של 54%-56%. בהתאם לכך, יחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA על בסיס איחוד יחסי בשנים 2019 ו-2020 ינועו בטווח 3.0-4.0.

הנזילות נבחנת בדגש על פעילות החברה סולו והינה סבירה

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי שנפ (סולו) תייצר בשנת 2020 מקורות מפעילות (FFO) של 14-16 מיליון ₪ אשר יתורגמו לתזרים חופשי של 5-10 מיליון ₪, נוכח הנחתנו לעלייה מסוימת ברמות המלאי בשנת 2020, צורכי השקעות מתונות וחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה בהיקף של 4-7 מיליון ₪. מנגד לחברה (סולו) פרעונות שוטפים של כ-14 מיליון ₪ (כ-25 מיליון ₪ במאוחד). נזילות החברה נתמכת גם במסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-34 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2019 ותזרים חופשי ההולם את היקף חלויות ז"א של החברה. לצד זאת, קרבה למספר אמות מידה פיננסיות הקיימות לחברה, לצד גם הפחתת השווי באדי מערכות אשר מציגה את עסקת הרכישה כבעלת מינוף גבוה, מעיבות על גמישותה הפיננסית של החברה.

מטריצת הדירוג

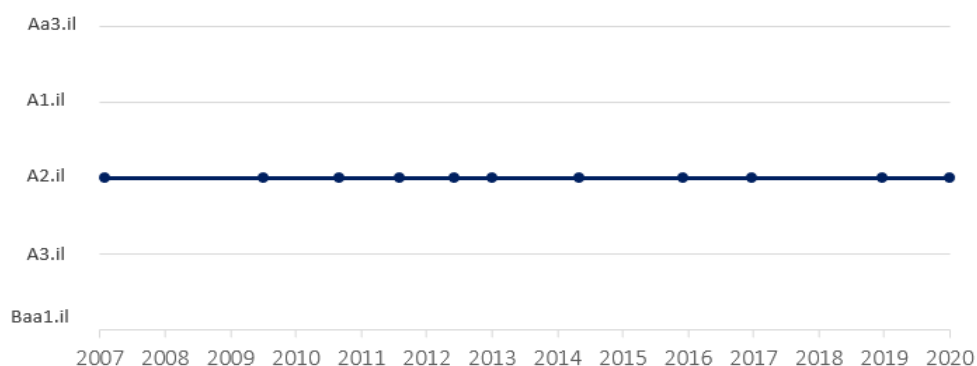
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2019			
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
ענף הפעילות	סיכון ענפי	---	A.il	---	A.il
	היקף הכנסות	490 מ' ₪	Baa.il	440-450 מ' ₪	Baa.il
פרופיל עסקי	מעמד עסקי	---	A.il	---	A.il
	שיעור רווח תפעולי	4.9%	A.il	6.0%-7.0%	A.il
רווחיות	הון עצמי / מאזן	53.0%	Aa.il	54%-56%	Aa.il
	חוב / EBITDA	4.0X	A.il	3.0X - 4.0X	A.il
פרופיל פיננסי	FFO	8.3 מ' ₪	Baa.il	20-30 מ' ₪	Baa.il
	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	5.1 X	Aa.il	5.5X - 6.5X	Aa.il
דירוג נגזר	מדיניות פיננסית		A.il		A.il
			A2.il		A2.il
דירוג בפועל			A2.il		A2.il

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. נתונים תוצאתיים מוצגים בטבלה על בסיס 4 רבעונים אחרונים.

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-"כסלו חקלאות בע"מ" (לשעבר "החברה הישראלית לצמיגי חקלאות" ו-"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% מחברת אדי מערכות העוסקת בתחום יבוא, שיווק והתקנה של מגוון מוצרים ומערכות לשוק הרכב בישראל. בינואר 2019 הושלמה "עסקת ראליאנס" בה התמזגה "החברה הישראלית לצמיגי חקלאות" בצוותא עם קבוצת ראלי-דקה תחת חברה כלולה - ראליאנס. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-35.85% מהון המניות, וקרן ס.ה. סק"י 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](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

ידע כללי

04.03.2020	תאריך דוח הדירוג:
23.01.2019	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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

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

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

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

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

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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